



Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração

Politécnico de Coimbra



A influência do *Corporate Governance* e da *Corporate Social Responsibility*

na performance das empresas: uma análise ibérica

Adriana Vanessa Ramos Santos

ISCAC | 2021



Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração

Politécnico de Coimbra

Adriana Vanessa Ramos Santos

A influência do *Corporate Governance* e da *Corporate Social Responsibility* na performance das empresas: uma análise ibérica

Coimbra, julho de 2021



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Adriana Vanessa Ramos Santos

***A influência do *Corporate Governance* e da
Corporate Social Responsibility na performance
das empresas: uma análise ibérica***

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.

Coimbra, julho de 2021

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.

DEDICATÓRIA

Aos meus Avós.

AGRADECIMENTOS

Este espaço é dedicado a todas as pessoas que, direta ou indiretamente, fizeram parte deste processo e contribuíram para a realização desta dissertação. E porque sozinha não seria possível, deixo o meu mais sincero agradecimento a todas elas.

Um especial agradecimento à minha orientadora, Professora Doutora Maria Elisabete Neves, por todo o apoio e incentivo. Obrigada por ser um exemplo de profissionalismo e dedicação.

À minha família, em especial aos meus pais, que também lutaram pela concretização deste meu objetivo. Porque tudo o que sou hoje, a eles o devo. Obrigada por estarem sempre presentes.

Ao Sr. António, por acreditar sempre em mim e por nunca me deixar desistir.

A dois grandes profissionais, com os quais tenho a honra de trabalhar todos os dias, Paula e Luís, agradeço todo o apoio, preocupação e disponibilidade que mostraram ao longo desta jornada.

À minha companheira de sempre, a que seguiu o meu percurso desde o primeiro dia, e que comemora cada vitória minha, a minha amiga Ana, à qual agradeço todos os momentos de partilha e todas as palavras de incentivo e de conforto.

E por último, agradecer às minhas amigas, Andreia, Bárbara, Bia, Bruna e Sílvia, por toda a preocupação e palavras de encorajamento. Obrigada por acreditarem sempre em mim.

A todos eles, o meu muito obrigada.

RESUMO

As ferramentas de *Corporate Governance* e *Corporate Social Responsibility* consideram-se prioritárias na gestão empresarial, uma vez que detêm a capacidade de criar mecanismos que conduzem a uma maior transparência e, simultaneamente, permitem potenciar o desenvolvimento empresarial.

A presente dissertação tem como objetivo principal estudar a influência de algumas características de *Corporate Governance*, características de *Corporate Social Responsibility* e características específicas das empresas no desempenho das empresas ibéricas.

Para alcançar o objetivo proposto, foi utilizada uma amostra constituída por 93 empresas, das quais 33 correspondem a empresas presentes na *Euronext Lisbon*, e 60 a empresas presentes na *Madrid Stock Exchange*, para o período de 2011 a 2018. A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas foi o modelo de dados em painel, especificamente o método de estimação *Generalized Method of Moments* (GMM), desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Os resultados obtidos, de uma forma generalizada, mostram que os determinantes do desempenho empresarial variam consoante o país em análise e a variável usada para medir a performance. No entanto é de ressaltar a importância das variáveis de *governance* e de responsabilidade social na explicação da performance quando o QTobin é usado, como variável externa de avaliação do desempenho empresarial.

A remuneração auferida pelo CEO, na ótica dos stakeholders externos à organização, e os gastos sociais, na ótica da gestão, apresentam um efeito positivamente significativo no desempenho empresarial das empresas em ambos os países considerados. Os resultados revelam ainda que os dois países em estudo apresentam estruturas governamentais, sociais e económicas distintas, apesar da proximidade geográfica e comercial.

Palavras-chave: *Corporate Governance*; *Corporate Social Responsibility*; Desempenho; Península Ibérica

ABSTRACT

Corporate Governance and Corporate Social Responsibility tools are considered priorities in business management because they have the ability to create mechanisms that lead to greater transparency and, at the same time, enable the potential to enhance business development.

The main objective of this dissertation is to study the influence of some characteristics of Corporate Governance, characteristics of Corporate Social Responsibility and specific characteristics of companies in the performance of Iberian companies.

We have studied a sample of 93 companies, being 33 from Euronext Lisbon and 60 from Madrid Stock Exchange, for the period from 2011 to 2018. The methodology used to test the formulated hypotheses has been the panel data model, specifically the Generalized Method of Moments (GMM) estimation method, developed by Arellano and Bover (1995) and Blundell and Bond (1998).

The results obtained show that the determinants of business performance vary depending on the country under analysis and the variable used to measure performance. However, it is important to highlight the importance of governance and social responsibility variables in explaining performance when QTobin is used as an external variable for evaluating business performance.

The CEO remuneration, from the perspective of external stakeholders of organization, and social expenses, from the management view, have a positive effect on the business performance of companies in both countries considered. The results also reveal that the two countries under study have different governmental, social and economic structures, despite their geographical and commercial proximity.

Keywords: Corporate Governance; Corporate Social Responsibility; Performance; Iberian Peninsula.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO	12
1 CAPÍTULO 1 - REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES	15
1.1 A evolução do <i>Corporate Governance</i>	15
1.1.1 Conceito	15
1.1.2 Teorias, Sistemas e Modelos de <i>Corporate Governance</i>	16
1.1.2.1 Sistemas de <i>Corporate Governance</i>	17
1.1.2.2 Modelos de <i>Corporate Governance</i>	18
1.1.3 <i>Corporate Governance</i> no contexto ibérico	18
1.2 A Evolução da Sustentabilidade Empresarial	20
1.2.1 Conceito	20
1.2.2 O reporte da <i>Corporate Social Responsibility</i>	21
1.3 Determinantes da performance empresarial	25
1.3.1 Determinantes de <i>Corporate Governance</i>	25
1.3.1.1 Dimensão do conselho de administração	25
1.3.1.2 Independência do conselho de administração	27
1.3.1.3 Comissão de auditoria	29
1.3.1.4 Concentração de propriedade	30
1.3.2 Determinantes de <i>Corporate Social Responsibility</i>	32
1.3.2.1 Remuneração do órgão executivo	32
1.3.2.2 Comissão de responsabilidade social e corporativa	34
1.3.2.3 Despesas sociais	35
1.3.3 Determinantes específicos das empresas	36
2 CAPÍTULO 2 - METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	39
2.1 Dados	39
2.2 Variáveis a incluir no modelo	40

2.2.1	Variáveis dependentes	40
2.2.2	Variáveis independentes	41
2.3	Metodologia	42
2.3.1	Testes	43
2.4	Modelo Empírico	45
3	CAPÍTULO 3 - APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	46
3.1	Estatística Descritiva	46
3.2	Discussão de Resultados	47
	CONCLUSÃO	1
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	3
	APÊNDICES	17
	APÊNDICE 1. EMPRESAS COTADAS NA <i>EURONEXT LISBON</i> PRESENTES NO ESTUDO.....	18
	APÊNDICE 2. EMPRESAS COTADAS NA <i>MADRID STOCK EXCHANGE</i> PRESENTES NO ESTUDO	19
	APÊNDICE 3. ESTATÍSTICA DESCRITIVA PARA PENÍNSULA IBÉRICA.....	20
	APÊNDICE 4. RESULTADOS OBTIDOS PARA PENÍNSULA IBÉRICA	21

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1.1 – Modelos de Corporate Governance.....	18
Tabela 2.1 - Descrição das variáveis dependentes.....	40
Tabela 2.2 - Descrição das variáveis independentes.....	41
Tabela 3.1 - Estatísticas descritivas para a amostra Portugal	46
Tabela 3.2 - Estatísticas descritivas para a amostra Espanha	47
Tabela 3.3 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra Portugal	48
Tabela 3.4 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra Espanha	53

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CEO	Chief Executive Officer
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMF	Comissão de Matérias Financeiras
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
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
EUA	Estados Unidos da América
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
IFAC	<i>International Federation of Accountants</i>
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
NSE	<i>National Stock Exchange</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
RSC	Responsabilidade Social e Corporativa
ROC	Revisor Oficial de Contas
SAI	<i>Social Accountability International</i>
TBL	<i>Triple Botton Line</i>
UE	União Europeia

INTRODUÇÃO

A empresa, enquanto sistema aberto, influencia e é influenciada pela sua envolvente externa, e desse modo, uma vez que todas as operações afetam a sociedade em geral, o verdadeiro objetivo da empresa transcende a obtenção de lucro e volta-se para a criação de valor (Berman, Wicks, Kotha, & Jones, 1999; Cremers, 2017). Por isto, consideram-se ferramentas essenciais para o sucesso da empresa as características de *Corporate Governance* (CG), que ditam a relação que a empresa mantém com os seus *stakeholders* e, simultaneamente, as características de *Corporate Social Responsibility* (CSR), que compreendem os comportamentos e ações que a empresa toma, de forma voluntária, para promover o bem-estar dos seus *stakeholders*.

Desta forma, este estudo surge pela necessidade de ampliar a literatura do tema, nomeadamente relativa ao território ibérico, e tem como objetivo demonstrar de que forma a dimensão de *Corporate Governance*, da *Corporate Social Responsibility* e das características específicas da empresa apresentam impacto no desempenho empresarial. Neste sentido, a performance empresarial será avaliada através de dois índices de desempenho, que são a Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA- return on assets), que permite avaliar o ambiente económico interno à organização, e o QTobin, que se apresenta como um indicador de mercado.

Atualmente, a governação das sociedades mostra-se como um indicador influente no desempenho empresarial, que não apenas protege os interesses acionistas, como também desempenha um papel fulcral na preservação e no desenvolvimento sustentável de uma empresa (Srivastava, Das, & Pattanayak, 2018). Assim, a adoção de princípios e práticas de governação corporativa considera-se um importante determinante da avaliação das empresas e, por conseguinte, dos seus níveis de desempenho (Ting, Azizan, Bhaskaran, & Sukumaran, 2020).

No entanto, as empresas mostram-se cada vez mais envolvidas em planos cujos objetivos passam por questões ambientais, sociais ou governamentais (Zhao, Guo, Yuan, Wu, Li, Zhou, & Kang, 2018). Estudos anteriores, revelam que há um foco cada vez maior no que respeita à ligação entre responsabilidade social e corporativa da empresa com a sociedade. Há de facto uma preocupação crescente em termos de iniciativas sociais e corporativas, proporcionando às empresas uma progressão de forma natural, com foco na melhoria da dimensão humana, na preservação do meio ambiente e na consciência social. Este

processo apresenta benefícios para as empresas permitindo a melhoria do seu desempenho financeiro (Rodriguez-Fernandez, 2016).

Para alcançar o objetivo deste trabalho, foram obtidos dados das empresas ibéricas no período compreendido entre 2011 e 2018. Como variáveis independentes, apresentam-se variáveis de *Corporate Governance*, variáveis de *Corporate Social Responsibility* e características específicas da empresa, como variáveis de controlo. A metodologia adotada para testar as hipóteses formuladas de acordo com a literatura existente é a metodologia de dados em painel, especificamente o método de estimação *GMM System*, proposto por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Os principais resultados sugerem que os determinantes da performance das empresas variam consoante a variável usada para medir o desempenho, em linha com os resultados de Vieira, Neves e Dias (2019).

Relativamente às empresas portuguesas, os resultados sugerem que, tanto do ponto de vista económico, como na ótica de mercado, o desempenho empresarial mostra-se largamente influenciado por determinantes de *Corporate Governance* e *Corporate Social Responsibility*. Neste sentido, verifica-se que o gestor, interno à organização, deve preocupar-se com os níveis de remuneração definidos para o órgão executivo da organização e, por outro lado, mostrar-se confiante quanto aos gastos sociais despendidos na empresa. Um potencial investidor, irá ter em consideração a existência de alguns órgãos, especificamente, a comissão de auditoria e a comissão de *Corporate Social Responsibility*, ao mesmo tempo que mostrará interesse com os valores remuneratórios auferidos pelo CEO.

Para as empresas espanholas, os resultados permitem verificar que o seu desempenho é também explicado por determinantes de *Corporate Governance* e *Corporate Social Responsibility*. Os resultados revelam que os gestores internos à empresa estão confiantes quanto aos membros que integram o conselho de administração da empresa e quanto aos gastos sociais praticados na organização. Por outro lado, um potencial investidor, dará importância à estrutura remuneratória auferida pelo órgão executivo e à dimensão dos gastos sociais na organização, assim como à presença de membros independentes no conselho de administração da empresa.

O presente estudo organiza-se da seguinte forma: o primeiro capítulo apresenta a investigação literária realizada sobre o tema em estudo, onde para cada uma das variáveis

se expõem os resultados das investigações anteriores, e onde se formulam as hipóteses a testar; o segundo capítulo contempla a definição das variáveis, do horizonte temporal e da metodologia associada ao estudo, apresentando os modelos finais e os respectivos testes realizados para autenticação dos mesmos; no terceiro capítulo são apresentados e discutidos os resultados obtidos pelos modelos de estimação; finalmente, será feita uma síntese do estudo, onde serão apresentadas as conclusões principais, assim como as limitações da investigação e sugestões para investigações futuras.

1 CAPÍTULO 1 - REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

1.1 A evolução do *Corporate Governance*

1.1.1 Conceito

O conceito de *Corporate Governance* é relativamente recente, uma vez que a sua origem se situa entre finais do séc. XX e princípios do séc. XXI. Este conceito tornou-se muito discutido no meio empresarial após os escândalos financeiros internacionais, verificados nos Estados Unidos da América (EUA) e na União Europeia (UE), que por sua vez vieram reforçar a necessidade de criar mecanismos que conduzissem a uma maior transparência na gestão das empresas (Sorensen & Miller, 2017; Toms, 2019). Deste modo, o conceito de CG tornou-se cada vez mais presente no seio das organizações, ainda que acompanhado pela inexistência de uma definição singular, uma vez que as diversas definições são prova das perspetivas díspares assumidas pelos autores (Tricker, 2009).

Em 1999, a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD), definiu *Corporate Governance* como o sistema através do qual as empresas são geridas e controladas. Contudo, em 2001, tornou a sua definição mais ampla e referiu que *Corporate Governance* contempla instituições privadas e públicas, leis e regulamentos, que em conjunto, regem a relação numa economia de mercado, entre os gestores e empresários, e todos aqueles que investem recursos na organização.

De forma sucinta, através do processo de *Corporate Governance*, é possível às organizações, atenderem aos direitos dos vários *stakeholders* e, simultaneamente, darem resposta aos seus pedidos. Estas respostas, permitem um crescimento empresarial, ao mesmo tempo que se alcança uma maior eficiência económica e, consequentemente, um aumento da confiança por parte dos investidores (Demb & Neubauer, 1992 ou Fernandez & Sundaramurthy, 2020).

As boas práticas de *Corporate Governance* permitem a construção de um ambiente de confiança, de transparência e de responsabilidade perante o mercado, fornecendo condições necessárias para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial, possibilitando um crescimento empresarial sólido e sociedades mais inclusivas (Tricker, 2009; Tong & Junarsin, 2013).

1.1.2 Teorias, Sistemas e Modelos de *Corporate Governance*

Segundo Hussain, Rigoni e Orij (2018), existem essencialmente duas perspectivas que procuram compreender o processo de *Corporate Governance*, são elas a Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976) e a Teoria das Partes Interessadas (Freeman, 1984).

Jensen e Meckling (1976), definem a relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal), contratam outra pessoa (o agente), e lhe delegam o poder de decisão para que se faça cumprir um objetivo por eles definido. Assim, a Teoria de Agência retrata essencialmente a separação entre propriedade e controlo da organização, sendo os conflitos que daí advêm denominados por problemas de agência.

Dado que as organizações modernas apresentam uma estrutura cada vez mais complexa, para a sua gestão, os acionistas ou proprietários, vão delegar ao conselho de administração o poder de gestão da sua empresa. Assim, os primeiros atuam como principal e os administradores como agentes, apresentando um comportamento rigoroso, agindo sempre em conformidade com os interesses dos acionistas e proprietários. Daqui podem resultar os denominados problemas de agência, uma vez que o interesse máximo do principal é a maximização da riqueza para os acionistas ou proprietários, enquanto que o agente visa a obtenção de maiores estruturas remuneratórias e regalias. Desta forma, estamos perante um conflito de interesses que pode ser controlado através de inúmeros processos que acarretarão custos para a organização, sendo estes, os denominados custos de agência (Tricker, 2009).

No final do séc. XX, surge a Teoria das Partes Interessadas (*Stakeholders Theory*), ou teoria da sociedade (Tricker, 2009), apresentada por Freeman (1984).

A origem da Teoria das Partes Interessadas baseia-se em quatro campos académicos – sociologia, economia, política e ética. Freeman (1984), ao longo do seu trabalho intitulado “Strategic Management: a Stakeholder Approach” lançou o conceito de partes interessadas elucidando que estas formavam um grupo cujas suas características passavam por apresentarem interesses ou direitos semelhantes. Assim, o que o autor procurava explicar era a relação existente entre a empresa e o seu ambiente externo e, consequentemente, o seu comportamento nesse mesmo ambiente (Mainardes, Alves, & Raposo, 2011 ou Dias, Rodrigues, Craig, & Neves, 2019).

Deste modo, a investigação de Freeman (1984) que culminou na Teoria das Partes Interessadas, emergiu de um panorama organizacional em que a empresa era tida como

não sendo autossuficiente e dependente do ambiente externo, ambiente esse formado por grupos externos à organização denominados de partes interessadas.

1.1.2.1 Sistemas de Corporate Governance

O sistema de *Corporate Governance* adotado num determinado país é definido através de alguns aspetos e características que permitem a sua distinção. Entre esses aspetos temos a estrutura de propriedade, a relevância do mercado de capital e o papel do conselho de administração (Licht, Goldschmidt, & Schwartz, 2005, ou Voinea & Hromei, 2014).

Existem essencialmente dois sistemas de governo das sociedades: o sistema continental e o sistema anglo-saxónico (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998; Cernat, 2004; Ahmad & Omar, 2016).

O sistema anglo-saxónico, também designado por sistema de controlo externo (*market-oriented-system*), predomina em países como Reino Unido, Estados Unidos da América, Canadá, Austrália e Nova Zelândia. Este sistema baseia-se no conceito de capitalismo de mercado e interesse maioritário dos acionistas. Neste sistema a estrutura acionista revela-se mais dispersa e a influência dos acionistas na gestão da empresa reduzida, uma vez que a administração procura agir de acordo com os interesses dos diversos *stakeholders* (Schmidt & Tyrell, 1997; Bhasa, 2004; Neves, 2014; Halaoua, Hamdi, & Mejri, 2017; Zogning, 2017). Apresenta-se como um modelo *One Tier*, uma vez que apresenta um único órgão principal, o Conselho de Administração, que é constituído essencialmente por administradores independentes e não executivos, cujos interesses vão ao encontro dos interesses de todos os acionistas e não somente dos acionistas maioritários (Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999).

Contrariamente, o sistema continental, também designado por sistema de controlo interno (*insider system*), predomina na Alemanha e no Japão, embora seja extensível aos demais países da Europa continental. É considerado um modelo baseado em relações humanas, e tem subjacente a perspectiva do acionista. Este modelo prima pela sua elevada concentração de propriedade, apresentando um número reduzido de acionistas. Contrariamente ao modelo anterior, apresenta uma forte participação acionista e consequentemente uma grande influência sua na gestão e tomada de decisão. Observa-se também uma relação contígua entre os proprietários e gestores (Sanchez-Marin, Lozano-Reina, Baixauli-Soler, & Lucas-Perez, 2017; Zogning, 2017; Bobillo, Rodríguez-Sanz, & Tejerina-Gaite, 2018). É um modelo de *Double Tier*, uma vez que apresenta dois órgãos

principais: o Conselho de Administração e o Conselho Geral (Conselho de Supervisão) (Rehman, Ali, Hussain, & Waheed, 2021).

1.1.2.2 Modelos de Corporate Governance

As empresas operam em diferentes contextos de negócio, e uma vez que os mecanismos de tomada de decisão e fiscalização são diferentes de país para país, também os modelos de *Corporate Governance* têm aspetos que diferem entre si, procurando adequar-se às necessidades do meio onde operam.

Atualmente existem três modelos de governação das sociedades: Modelo Latino/Monista, Anglo-saxónico e Dualista, cujas principais características se enaltecem no quadro seguinte.

Tabela 1.1 – Modelos de *Corporate Governance*

Latino/Monista	Anglo-saxónico	Dualista
▪ Assembleia Geral; ▪ Conselho de Administração: - <i>Chief Executive Officer</i> (CEO); - Administradores executivos; - Administradores não executivos. ▪ Conselho Fiscal ou Fiscal Único; ▪ Revisor Oficial de Contas (ROC) (se exigido por lei).	▪ Assembleia Geral; ▪ Conselho de Administração: - Comissão de Auditoria; - ROC. ▪ Fiscal Único.	▪ Assembleia Geral; ▪ Conselho Geral; ▪ Conselho Executivo ▪ ROC; ▪ Comissão de Matérias Financeiras (CMF) (se exigido por lei).

Fonte: Própria

1.1.3 Corporate Governance no contexto ibérico

Em Portugal, o governo das sociedades contempla duas grandes vertentes normativas: o Código das Sociedades Comerciais (CSC) e o Código dos Valores Mobiliários (CVM).

A obrigação de divulgação de informação relativa ao governo das sociedades está legalmente ancorada ao artigo 245º-A do Código dos Valores Mobiliários. Em 2013, o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), emitiu o primeiro código de CG elaborado por uma entidade privada (IPCG, 2006), em alternativa ao Código CG da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Entre 2014 e 2017 as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado foram autorizadas

a adotar o código de *Corporate Governance* que mais lhes fizesse sentido, desde que este fosse emitido por uma entidade vocacionada para o efeito. Mais tarde, a 31 de dezembro de 2017, o código da CMVM foi revogado, passando o código IPCG CG 2018 a ser adotado pelas empresas após essa data. Este último código resulta de um protocolo que estabelece os princípios da cooperação entre as entidades IPCG e CMVM e sofreu a sua última alteração no ano de 2020.

Em Espanha, o principal órgão regulamentador é a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), que compreende as funções de supervisionar e fiscalizar os mercados bolsistas e a respetiva atividade de todos os seus intervenientes, e tem como principal objetivo assegurar a transparência dos mercados de valores mobiliários espanhóis, bem como a proteção dos investidores.

Em 2006, a CNMV procedeu à emissão do *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, cuja última atualização remete ao ano 2020, e visa assegurar o bom funcionamento dos órgãos de governo e de administração das sociedades espanholas, de forma a conduzi-las aos mais elevados níveis de competitividade, gerar confiança e transparência para acionistas e investidores nacionais e estrangeiros, melhorar o controlo interno e a responsabilidade corporativa das empresas espanholas, e assegurar a adequada segregação de funções, deveres e responsabilidades nas empresas, numa perspetiva de máximo profissionalismo e rigor. Este código é composto por 64 recomendações voluntárias, não sendo, portanto, de carácter vinculativo. Contudo, as sociedades cotadas encontram-se sujeitas ao princípio “cumprir ou explicar”, e por isso estão obrigadas a incluir no seu relatório anual de *Gobierno Corporativo* o grau de cumprimento das referidas recomendações, e se for o caso, explicar adequadamente as razões pelas quais elas não foram implementadas.

1.2 A Evolução da Sustentabilidade Empresarial

1.2.1 Conceito

A sustentabilidade empresarial foi assumida como um conceito organizacional por volta dos anos 50. Algum tempo depois, assistiu-se ao primeiro grande marco histórico que veio consciencializar a sociedade mundial acerca da importância e necessidade de atender ao contexto ambiental e social no meio empresarial, através da emissão do Relatório Brundtland – *Our Common Future*, em 1987. Este relatório resultou da conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, realizada em Estocolmo, em 1972. Após e sua emissão, a Responsabilidade Social e Corporativa apresentou um crescimento significativo enquanto ferramenta prioritária a ter em conta na gestão empresarial (Hussain *et al.*, 2018)

Importa referir que mencionar o conceito de sustentabilidade empresarial é análogo a abordar o conceito de Responsabilidade Social e Corporativa ou *Corporate Social Responsibility* (CSR), uma vez que a sustentabilidade corporativa deriva do conceito de desenvolvimento sustentável, que por sua vez, apresenta um paralelismo com a CSR (Shrivastava & Addas, 2014).

Existem inúmeras definições de desenvolvimento sustentável. Segundo Kocmanová, Hrebicek e Docekalová (2011), o conceito de desenvolvimento sustentável resulta da fusão de três pilares: económico, social e ambiental. Esta junção foi introduzida por Elkington (1998), que corresponde ao atual conceito *Triple Bottom Line* (TBL). O TBL tem como objetivo a implementação e operacionalização do desenvolvimento sustentável no contexto empresarial (Elkington, 1998; Hussain *et al.*, 2018).

A *International Federation of Accountants* (IFAC) expõe e examina estas três dimensões. A dimensão económica refere que uma empresa deve ser economicamente sustentável e que deverá ter a capacidade de produzir e distribuir os seus produtos ou serviços de uma forma competitivamente justa, relativamente aos demais concorrentes de mercado. A dimensão social aborda todo o capital humano que está, diretamente ou indiretamente, relacionado com as atividades desenvolvidas pela empresa, reconhecendo a importância das pessoas no desenvolvimento e crescimento empresarial, assim como a importância que as organizações têm sobre a sociedade. Por último, a dimensão ambiental realça a necessidade de minimizar os impactos ambientais causados pelas organizações, bem como o consumo de recursos naturais utilizados na conceção de produto e realização de

serviços, defendendo que a qualidade do ambiente afeta positivamente a qualidade de vida da população e, consecutivamente, tem impacto na esfera social.

Atualmente, o mundo empresarial é cada vez mais competitivo e, face a este cenário, todas as empresas pretendem alcançar sucesso, mantendo uma base organizacional firme. Para o obter, e simultaneamente sobreviver à exigência dos mercados, as organizações necessitam de estar em constante atualização, de forma a definirem soluções que lhes permitam gerar vantagens competitivas. Comprometidas com esse princípio, as empresas procuram arranjar meios que lhes permitam sobreviver nesse meio tão competitivo, e, para atingir essa finalidade, uma das ferramentas propostas para aumentar a legitimidade entre a empresa e os seus *stakeholders*, e também passar a mensagem de responsabilidade, é a Responsabilidade Social, que tem vindo a ser cada vez mais relevante na tomada de decisões nas organizações (Saeidi, Sofian, Saeidi, Saeidi, & Saeidi, 2015; García-Sánchez, Gómez-Miranda, David, & Rodríguez-Ariza, 2019; Martínez-Ferrero, Lozano & Vivas, 2021).

1.2.2 O reporte da *Corporate Social Responsibility*

Ao longo das últimas décadas, um número crescente de investigadores tem argumentado que as atividades empresariais desenvolvidas no âmbito corporativo têm um impacto no ambiente externo à empresa. Por esta razão, é defendido que a organização possui uma responsabilidade acrescida, uma vez a informação que reporta não se destina unicamente aos acionistas, mas a um público mais vasto.

A sustentabilidade deve ser uma das estratégias corporativas centrais das empresas, uma vez que tem a capacidade de estimular a organização a um posterior alcance de sucesso a longo prazo. Deste modo, considera-se que fatores relacionados com a sustentabilidade empresarial devem constar no relatório voluntário das empresas, uma vez que estes relatórios apresentam como principal objetivo informar as partes interessadas da empresa acerca do nível de sustentabilidade do desempenho da organização, de modo a permitir que estas tomem as melhores decisões. O impacto que advém destas práticas informativas considera-se extremamente benéfico para a empresa, nomeadamente no que respeita à melhoria da sua imagem, reputação e acesso a melhores condições de financiamentos (Kocmanová *et al.*, 2011; Cuadrado-Ballesteros, Garcia-Sanchez, & Ferrero, 2016).

Anteriormente, o desenvolvimento da responsabilidade social na organização e o respetivo reporte era tido como meramente benéfico para as partes interessadas externas

à empresa. Contudo, essa ideologia foi suprimida e, nos dias de hoje, a CSR é considerada como uma afirmação da organização perante o governo e a sociedade (Hapsoro, 2017). Assim, as empresas publicam iniciativas de sustentabilidade sob a forma de relatórios, os quais são considerados uma parte integrante do processo de comunicação gerado entre a organização e os vários *stakeholders* (Mahmood, Kouser, Ali, Ahmad, & Salman, 2018). A evolução da Responsabilidade Social teve início em 1996, quando a *International Organization for Standardization* (ISO), publicou a norma ISO 14001 - *Environmental Management Systems*, que posteriormente veio a sofrer algumas revisões e consequentes alterações. Fruto dessas alterações, surgiram diversas publicações, sendo que a última versão terá sido divulgada no ano de 2015 – ISO 2015.

A certificação de sistemas de gestão ambiental, suportados na norma de referência ISO 14001, constitui uma ferramenta essencial para as organizações que pretendem alcançar uma confiança acrescida por parte dos clientes, colaboradores, comunidade envolvente e sociedade, através da demonstração do compromisso voluntário com a melhoria contínua do seu desempenho ambiental.

De salientar, que esta norma pode ser adotada por qualquer organização, seja ela pública ou privada, e independentemente da sua dimensão e setor de atividade

A ISO 14001 adota a abordagem por processos, que incorpora o ciclo PDCA (Plan-Do-Check-Act) de melhoria contínua, integra o pensamento baseado em risco e a perspetiva de ciclo de vida.

A mais recente edição da norma afirma a sua proposta de valor de contribuir para o pilar ambiental do desenvolvimento sustentável. Deste modo, o objetivo da ISO 14001:2015 é “proporcionar às Organizações um enquadramento para proteger o ambiente e responder às alterações das condições ambientais, em equilíbrio com as necessidades socioeconómicas” (APCER, 2016, p. 38).

Assim, a ISO 14001 refere os benefícios de adotar a abordagem sistemática à gestão ambiental numa perspetiva estratégica e de longo prazo. Para isso, reúne uma série de objetivos com o intuito de contribuir para o desenvolvimento sustentável. Tais como:

- Proteção ambiental;
- Mitigação de riscos para a organização;
- Cumprimento das obrigações de conformidade;

- Melhoria do desempenho ambiental;
- Perspetiva de ciclo de vida;
- Obtenção de benefícios financeiros e operacionais;
- Comunicação da informação ambiental.

Posteriormente, em 1989, a *Social Accountability International* (SAI) criou a SA 8000. Esta é uma norma de certificação internacional que incentiva as organizações a desenvolver, manter e aplicar práticas socialmente aceitáveis no local de trabalho.

A SA8000 é orientada para o incremento da capacidade competitiva de qualquer organização que voluntariamente garanta a componente ética do seu processo e ciclo produtivo, prevendo a adequação à legislação nacional e ao cumprimento dos seus nove requisitos:

- Trabalho infantil;
- Trabalho forçado;
- Saúde e segurança;
- Liberdade de associação e direito à negociação coletiva;
- Discriminação;
- Práticas disciplinares;
- Horário de trabalho;
- Remuneração;
- Sistema de gestão.

Adotar a certificação SA 8000 significa que a organização deve levar em consideração o impacto social das suas operações, além das condições sob as quais seus funcionários, parceiros e fornecedores trabalham. Pode ser aplicada a qualquer empresa, de qualquer dimensão, em todo o mundo.

Christofi, Christofi e Sisaye (2012), referem que o desenvolvimento sustentável continuou a elevar-se e, por esse motivo, foi necessário criar um modelo em que se abrange a divulgação das três dimensões, seguindo o conceito TBL.

Neste sentido, a *Global Reporting Initiative* (GRI), veio expor a sua visão, referindo que os relatórios de desempenho económico, ambiental e social elaborados por todas as organizações deveriam tornar-se tão comuns e proveitosos quanto os tradicionais relatórios financeiros. Desta forma, a GRI elaborou um modelo de relatório cujo pressuposto incide na igualdade de importância das três dimensões de desenvolvimento

sustentável (GRI, 2006). É em 2006 que se estreia o modelo denominado *Sustainability Reporting Guidelines G3*, cuja sua estrutura inclui diversos indicadores de natureza económica, ambiental e social. Nesta fase, o GRI reforça a necessidade de uma auditoria externa nas organizações para assim aumentarem a credibilidade do seu relato.

Mais tarde, em 2013, o GRI divulgou o modelo G4, sendo este que se mantém em vigor nos dias de hoje. Comparativamente com a versão anterior, G3 de 2006, as diretrizes G4 têm a materialidade como principal critério para a sua implementação. O destaque dado à materialidade incentiva as organizações a fornecer informação que seja crítica para o seu negócio e para os diversos *stakeholders*. Assim, a G4 permite a elaboração de relatórios que se concentram nos impactos relevantes para as organizações e para a sociedade, ou seja, documentos estratégicos, focados, credíveis e mais fáceis de consultar por todas as partes interessadas da empresa.

1.3 Determinantes da performance empresarial

1.3.1 Determinantes de *Corporate Governance*

A governação das sociedades tem vindo a adquirir destaque na comunidade empresarial e, segundo Handriani e Robiyanto (2019), pode ser vista como uma excelente estrutura e sistema de gestão empresarial, uma vez que permite à organização reunir ferramentas que permitam a criação de valor para a empresa e, simultaneamente, criar condições para envolver os diversos *stakeholders*. A seriedade com que as medidas que concernem ao CG têm vindo a ser tratadas é crescente, e é perceptível a influência que este aspeto tem para com as diversas partes interessadas da empresa.

Os mecanismos de *Corporate Governance* estudados até à atualidade remetem essencialmente para aspetos relacionados com a dimensão do conselho de administração, bem como a sua independência, a estrutura acionista e a existência do conselho de auditoria.

1.3.1.1 Dimensão do conselho de administração

O conselho de administração das empresas (que na secção da metodologia será tratada como na maioria dos artigos científicos, por *board size*) é considerado um importante mecanismo de controlo interno. Este representa o elo de ligação entre os acionistas e a gestão da empresa e detém a capacidade de monitorizar a qualidade de toda a informação que consta nos relatórios financeiros da instituição, a fim de assegurar a transparência da empresa na divulgação da informação e a redução dos custos de agência (Kalsie & Shrivastav, 2016; Dias, Rodrigues, & Craig, 2017; García-Sánchez, *et al.*, 2019; Merendino & Melville, 2019).

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários não evidencia uma dimensão ótima para o conselho de administração, referindo que esta característica deve ser definida tendo em consideração a dimensão e particularidades da empresa. Deste modo, no contexto português não é feita qualquer recomendação acerca da dimensão ótima do conselho de administração (CMVM, 2006). Por outro lado, segundo a informação contemplada pelo *Código de Buen Gobierno*, o número de membros que compõe o conselho de administração deverá ter a dimensão exata para conseguir um funcionamento eficaz e participativo, sugerindo que a sua composição deverá ser ajustada à dimensão

empresarial, considerando prudente situar o número de membros numa faixa mais ampla, definindo o total de membros do conselho de administração entre cinco a quinze.

Johl, Kaur e Cooper (2015), segundo uma amostra constituída por 700 empresas presentes na *Bursa Malaysia*, e Manna, Sahu e Gupta (2016), segundo uma amostra de empresas indianas presentes na *National Stock Exchange*, mostraram que quando o número de membros do conselho de administração aumenta, aumenta também a *performance* da empresa.

De acordo com Kalsie e Shrivastav (2016), que analisaram 145 empresas da *National Stock Exchange of India Ltd.* e testaram a relação entre as duas variáveis, abordando o rácio de mercado, QTobin, e o rácio económico, ROA, existe uma relação estatisticamente significativa e positiva entre a dimensão do conselho de administração e ambas as variáveis referidas. Os autores acrescentam que as empresas de maior dimensão exigem um conselho de administração também maior, uma vez que precisam de conter um conjunto amplo de competências e habilidades para atender às diversas necessidades, apresentando as suas conclusões em consonância com os pressupostos defendidos pela Teoria de Agência.

Também Tulung e Ramdani (2018), mostraram que existe uma relação significativamente positiva entre a dimensão do conselho de administração e a variável económica ROA. No mesmo sentido, Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020), concluíram que conselhos de administração de maior dimensão tendem a aumentar a *performance* empresarial.

Num estudo realizado recentemente por Pekovic e Vogt (2020), mostraram que conselhos de administração de maior dimensão moderam positivamente a relação entre responsabilidade social e desempenho empresarial, sugerindo que um maior número de membros no conselho permitirá contemplar mais experiência e qualidade dos membros que o integram, e estão associados a melhor desempenho financeiro da empresa.

Contrariamente, Terjesen, Couto e Francisco (2016), ao analisarem 3876 empresas de 47 países diferentes, Palaniappan (2017) que baseia o seu estudo em 275 empresas presentes na *Nairobi Securities Exchange*, e Orozco, Vargas e Galindo-Dorado (2018), segundo empresas colombianas, comprovaram a importância desta determinante no desempenho empresarial e atestam a existência de uma relação negativa entre a variável de *Corporate Governance* e o desempenho empresarial.

Merendino e Melville (2019), estudaram empresas italianas e encontram um efeito positivo do desempenho da empresa para dimensões menores do conselho de administração, e efeitos negativos do desempenho empresarial para dimensões maiores do conselho de administração. Este resultado sugere que poderá ser benéfico encontrar uma dimensão ótima para o conselho de administração, uma vez que, quanto maior o número de conselheiros, maior a probabilidade de terem outros compromissos externos e maior a possibilidade de a presença desses membros no conselho afetar negativamente o desempenho da empresa.

Posteriormente, Vieira *et al.* (2019), utilizando dados de 37 empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, mostraram que não existe uma relação significativa presente entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho empresarial económico.

Dada a diversidade de resultados pelos autores enunciados, propõe-se testar a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H1: Existe uma relação significativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho empresarial.

1.3.1.2 Independência do conselho de administração

Denomina-se por independência do conselho de administração (que na secção da metodologia será tratada como na maioria dos artigos científicos, por *board independence*), a relação entre o número total de membros independentes no conselho de administração e o total de membros que o constituem. Considera-se que estes membros devem ser externos à organização e que a sua presença deve funcionar como mecanismo de controlo interno, uma vez que contribuem para uma gestão objetiva e imparcial, e possuem capacidade arbitrária em situações de divergência entre gestores, procurando mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas e promovendo os interesses dos diversos *stakeholders* (Fama, 1980; Sá, Neves, & Góis, 2017).

Em Portugal, a sua quantificação é regradada através das recomendações elaboradas pelo Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, que define a existência de um conselho de administração não totalmente independente, mas cuja proporção de administradores independentes seja superior a 25%. Por seu turno, Em Espanha, a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* define que o número de membros independentes deve representar, no mínimo, metade do número total de membros do conselho de administração, no entanto, se existir um acionista que controle mais de 30% do capital

social, o número de administradores independentes terá de representar pelo menos um terço do número total de membros do conselho de administração.

De acordo com Manna *et al.* (2016) e Barka e Legendre (2017), a independência do conselho reflete-se de forma clara no aumento do desempenho económico empresarial. No mesmo sentido Tulung e Ramdani (2018), conferem uma relação significativamente positiva, considerando a ROA como variável dependente. Também Alqatan, Chbib e Hussainey (2019), que estudaram empresas não financeiras do Reino Unido, e Handriani e Robiyanto (2019), que analisaram empresas de manufatura, sugerem que a independência do conselho de administração tem um impacto positivo na variável QTobin, utilizada como medida de performance.

Posteriormente, Fernández-Temprano e Gaité (2020), concluíram que a independência do conselho de administração é um dos fatores mais influentes da governação das sociedades, reconhecido como essencial para o seu papel de supervisão. Os autores, baseados na amostra de 87 empresas não financeiras espanholas, mostram que a independência do conselho de administração apresenta uma relação significativamente positiva com a performance empresarial. Recentemente, Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020), num estudo aplicado a empresas de 34 países de zonas geograficamente dispersas, sugerem que algumas características, nomeadamente a independência do conselho de administração, se encontra positivamente associada à performance das empresas, acrescentando ainda que é uma das características de especial interesse para potenciais investidores.

Por outro lado, Cavaco, Challe, Crifo, Rebérioux e Roudaut (2016), de acordo com uma amostra constituída por empresas presentes na *Euronext-Paris* e utilizando o ROA como variável de performance, concluíram que a proporção de diretores independentes apresenta uma relação negativa com o desempenho empresarial. Em linha com os resultados anteriores, Rashid (2018), após a análise de empresas de Bangladesh, concluiu que a independência do conselho está negativamente relacionada com a performance. De forma similar, Singh, Tabassum, Darwish e Batsakis (2018), para uma amostra constituída por empresas paquistanesas, mostram que a independência do conselho de administração apresenta uma relação negativa com o desempenho empresarial que, segundo os autores, se deve à estreita associação entre administradores internos e externos à empresa.

Por outro lado, Johl *et al.*, (2015), num estudo realizado em 700 empresas presentes na Bursa Malaysia para o ano de 2009, concluíram que a independência do conselho não afeta o desempenho da empresa.

Em conformidade com a literatura apresentada, propõe-se a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H2: Existe uma relação significativa entre a independência dos membros do conselho de administração e o desempenho empresarial.

1.3.1.3 Comissão de auditoria

O *Corporate Governance* assume-se como um sistema de regras e condutas relativas ao exercício de direção e controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação no mercado regulamentado. Estas regras têm vindo a sofrer algumas alterações ao longo do tempo, a fim de potenciar o desenvolvimento empresarial (Tricker, 2009). De entre estas alterações, está compreendida a formalização da comissão de auditoria (que na secção da metodologia será tratada como na maioria dos artigos científicos, como *audit committee*).

A comissão de auditoria, comum no modelo Anglo-saxónico, é composta por uma parte dos membros do conselho de administração, os quais são administradores não executivos por não terem funções de administração. Esta comissão atua como órgão de fiscalização, e de entre as suas funções, estão compreendidas a obtenção de informação interna, o seu reporte e a supervisão da informação que é divulgada aos *stakeholders*, para que seja apresentada de forma justa e verdadeira (Tricker, 2009; Zhou, Owusu-Ansah, & Maggina, 2018; Dakhlallah, Rashid, Abdullah, & Al Shehab, 2020).

No que respeita à composição quantitativa, segundo o artigo 423.º-B n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais (CSC), o conselho de auditoria em empresas cotadas, deve ser composto no mínimo por três membros efetivos e, segundo o n.º 5 do mesmo artigo, os membros da comissão devem ser na sua maioria independentes. Em Espanha, a existência desta comissão é essencial e, como se observará mais adiante, está presente na estrutura organizacional de todas as empresas.

Willim (2015), de acordo com uma investigação sobre empresas presentes na *Indonesia Stock Exchange*, conclui que a presença deste órgão na estrutura organizacional influencia positivamente o desempenho empresarial. Também Fauzi, Basyith e Foo (2017), concluiu

que a comissão de auditoria apresenta um impacto significativamente positivo na variável de mercado QTobin. Mohammed, Flayyih, Mohammed e Abbood (2019), que estudaram empresas presentes na *Iraqi Stock Exchange*, também concluíram que a presença da comissão de auditoria permite a melhoria do desempenho empresarial. Para além disso, Dakhlallh *et al.* (2020), sugerem que a dimensão da comissão de auditoria, a sua independência e a experiência financeira dos membros que a compõe, possuem uma relação positiva e significativa com o desempenho da empresa.

Ainda assim, alguns autores relatam uma relação negativa entre estas variáveis. Hassan, Naser e Hijazi (2016), investigaram empresas presentes na *Palestinian Stock Exchange* e mostraram que a existência da comissão de auditoria se apresenta negativamente relacionada com a performance empresarial, quando medida através da variável ROA. Também Puni e Anlesinya (2020), que analisaram 38 empresas cotadas do Gana, concluem que a presença desta comissão apresenta um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas, e ainda justificam esta relação com uma possível falta de independência e conhecimentos especializados dos membros que a compõem.

Contrariamente, Zhou *et al.* (2018), constataam uma associação fraca entre a presença de comissão de auditoria e o desempenho empresarial. Estes autores sugerem que as empresas formam a sua comissão de auditoria essencialmente para cumprirem requisitos regulamentares e não para servir qualquer outro propósito, tal como aumentar a transparência da organização e, conseqüentemente, o desempenho organizacional.

De acordo com os resultados da literatura acima descrita, considera-se a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H3: Existe uma relação significativa entre a presença da comissão de auditoria e o desempenho empresarial.

1.3.1.4 Concentração de propriedade

Concentração de propriedade (que na secção da metodologia será tratada como na maioria dos artigos científicos, por *ownership concentration*) consiste num mecanismo interno de governação corporativa que determina o poder e o controlo atribuídos ao órgão de administração e ao proprietário, cuja determinação é designada por estrutura de propriedade.

O debate acerca da importância da estrutura de propriedade não é totalmente recente. Este tema baseia-se essencialmente em Jensen e Meckling (1976), que sugeriram que a separação da propriedade e do controlo conduziria a potenciais conflitos de agência, que por sua vez, afetariam o desempenho empresarial. Assim, esta separação resulta em conflitos de propriedade e gestão, o que amplifica a assimetria de informação entre diferentes partes e, conseqüentemente, origina os denominados custos de agência. Esta situação observa-se quando os gestores agem em proveito próprio, ao invés de irem ao encontro dos interesses dos acionistas (Belghitar, Clark, & Kassimatis, 2011; Elbadry, Gounopoulos, & Skinner, 2015).

A forma como os investidores avaliam o pagamento de dividendos depende muito do grau de concentração de propriedade, aliado à possibilidade de contestação ou conluio entre o maior e o segundo maior acionista. Neves (2014), sugere que quando existe um alto grau de concentração de propriedade pelo acionista maioritário, juntamente com a presença de um segundo acionista, o sentimento do investidor impacta positivamente o índice de pagamento de dividendos e conseqüentemente a performance empresarial.

Mandac e Gumus (2010), para empresas presentes no Índice de Sustentabilidade Empresarial, Gaur, Bathula e Singh (2015), para uma amostra de empresas presentes *New Zealand Stock Exchange*, e ainda Farooque, Buachoom e Sun (2019), num estudo de empresas não financeiras presentes na *Thai Stock Exchange*, confirmam que a elevada concentração de propriedade tem um impacto significativamente positivo no desempenho empresarial, uma vez que há maior controlo e supervisão na gestão da organização.

Numa investigação que contempla 309 empresas do setor não financeiro presentes na *Pakistan Stock Exchange*, os autores Waheed e Malik (2019), verificam que a elevada concentração de propriedade permite superar os problemas de agência presentes na organização, conduzindo a melhores resultados de desempenho empresarial. De igual modo, Iwasaki e Mizobata (2020), conferem a presença de um efeito estatisticamente significativo e positivo da concentração de propriedade no desempenho empresarial.

Contrariamente, Altaf e Shah (2018), ao investigar o impacto da concentração da propriedade no desempenho de empresas de manufatura indianas, constataram que baixos níveis de concentração de propriedade apresentam um impacto positivo no desempenho das empresas. Recentemente, Pekovic e Vogt (2020), atestam que a concentração de propriedade modera negativamente a relação existente entre

responsabilidade social e corporativa e o desempenho financeiro de uma empresa. Os seus resultados sugerem que uma vez que a concentração de propriedade tende a aumentar a assimetria de informação, as decisões de gestores e acionistas majoritários em investir em políticas de CSR são impulsionados por comportamentos oportunistas, realizados apenas para seu benefício próprio.

Por outro lado, Lisboa e Esperança (2010), analisam empresas presentes na Euronext-Lisbon, e conferem resultados opostos, isto é, para mercados financeiros maiores, sugerem que a maior concentração de propriedade leva a um desempenho empresarial maior e, contrariamente, para mercados financeiros menores, uma maior concentração de propriedade provoca um decréscimo no desempenho empresarial.

De acordo com o exposto, propõe-se estudar a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H4: Existe uma relação significativa entre a concentração de propriedade e o desempenho empresarial.

1.3.2 Determinantes de *Corporate Social Responsibility*

Aos longos dos últimos anos, a CSR tem-se destacado na investigação da performance empresarial. O reconhecimento da relação direta que existe entre CSR e desempenho das empresas tem atraído muito o interesse de diversos autores. Esta variável, para além de recente, também é controversa, uma vez que a relação entre ambos pode ser complexa, apresentando muitas vezes resultados ambíguos (Saeidi *et al.*, 2015).

1.3.2.1 Remuneração do órgão executivo

Entende-se por remuneração do órgão executivo (que na secção da metodologia será tratada como *CEO Remuneration*), o total de valores auferidos na qualidade de salário, bonificações, remuneração através de ações, gratificações e outros benefícios pessoais (Hoi, Wu, & Zhang, 2019). Se as medidas de *Corporate Governance* de uma empresa forem fracas, verifica-se que os gestores têm maior influência no valor e na composição da sua própria remuneração. Por essa razão, os órgãos executivos podem receber salários excessivos e serem protegidos no que respeita à responsabilização sobre o mau desempenho da organização e, deste modo, diminuir a relação entre a sua remuneração e o desempenho da empresa. Ainda assim, o valor da remuneração pode servir como incentivo a um comportamento ético e ambicioso (Bebchuk, Fried, & Walker, 2002; Bertrand & Sendhil, 2003).

Edmans, Gabaix e Jenter (2017), defendem que uma forma de alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas passa por associar as remunerações ao desempenho.

Manna *et al.* (2016), num estudo que inclui empresas indianas presentes na *National Stock Exchange*, evidenciam uma associação significativamente positiva entre a remuneração auferida pelo órgão executivo que ocupa o cargo de CEO da empresa e a variável de mercado QTobin. No mesmo sentido, Elsayed e Elbardan (2018), de acordo com dados de empresas presentes na *Financial Times and Stock Exchange*, encontram fortes evidências que comprovam a existência de uma relação positivamente significativa estabelecida entre a remuneração auferida pelos órgãos executivos e o desempenho empresarial. Os autores referem ainda que estes resultados se encontram alinhados com a teoria de agência, uma vez que o CEO e os restantes membros executivos são compensados pela sua intenção de agir em benefício dos proprietários da organização. Acrescentam ainda que, a longo prazo, o CEO e administradores executivos apresentam um melhor desempenho, que porventura provêm da estrutura remuneratória antecedente. Recentemente, Rehman *et al.* (2021), analisaram a relação entre as práticas remuneratórias de 860 empresas não financeiras e o respetivo desempenho empresarial das mesmas e concluíram que a remuneração do órgão executivo apresenta uma relação significativamente positiva com performance da empresa que integra.

Contrariamente ao exposto anteriormente, Carter, Li, Marcus e Tehranian (2016) concluíram que remunerações bastante elevadas assinalam problemas de agência no seio organizacional e conferem um desempenho inferior à empresa. De igual modo, para um conjunto de dados que contempla 33 empresas estatais comerciais na África do Sul, os autores Marimuthu e Kwenda (2019), encontraram uma relação inversa entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro.

Smirnova e Zavertiaeva (2017), observaram 330 empresas de diversos países europeus (Grã-Bretanha, Alemanha, França, Suíça, Itália, Espanha e Holanda), e os autores mostram que a remuneração do CEO está relacionada e influencia o desempenho da empresa. No entanto, os autores mostram que apenas as bonificações auferidas pelo CEO permitem o aumento do desempenho económico, avaliado através da variável económica ROA, realçando que os bónus dados como remuneração variável, fornecem um incentivo particularmente bom para melhorar os resultados corporativos. Por outro lado, os

resultados sugerem que os membros executivos com salários relativamente altos não estão suficientemente motivados para aumentar o desempenho de mercado, conclusão esta que resulta da relação negativa entre a variável de remuneração total auferida e a variável dependente QTobin.

De acordo com a literatura, a hipótese que se propõe testar a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H5: Existe uma relação significativa entre a remuneração do CEO e o desempenho empresarial.

1.3.2.2 Comissão de responsabilidade social e corporativa

A existência de uma comissão de responsabilidade social e corporativa figura maioritariamente a orientação e o compromisso do conselho de administração com o desenvolvimento sustentável (Hussain *et al.*, 2018). A presença da comissão de RSC (que na secção da metodologia será tratada como *CSR Committee*), é considerada uma boa prática de governação, capaz de evitar a corrupção e a exposição da empresa a possíveis falhas no âmbito da responsabilidade social e, por isso, deve apresentar na sua constituição pelo menos um especialista em questões ambientais e sociais, que tenha autonomia suficiente para estabelecer ligação com os profissionais que certificam e atestam os relatórios e sistemas de gestão ambiental da organização (García-Sánchez *et al.*, 2019; Gennari & Salvioni, 2019).

Martín e Herrero (2020), defendem que a criação de uma comissão de RSC permite alinhar os objetivos do conselho com os da sociedade e ainda fortalece o compromisso da empresa com as questões ambientais. Desta forma, os autores afirmam que deve ser redigida legislação nesta área, a fim de aumentar o compromisso de longo prazo das empresas com o meio ambiente.

De acordo com Spitzeck (2009), as empresas que criam uma comissão de responsabilidade social e corporativa na sua estrutura organizacional, apresentam um desempenho social corporativo superior, quando comparadas a empresas que não possuam este órgão na sua estrutura organizacional.

Também Martínez-Ferrero *et al.* (2021), revelam que a existência de uma comissão de responsabilidade social e corporativa permite criar mecanismos que garantem um maior

empenho no âmbito da responsabilidade social e económica da empresa, proporcionando um maior desempenho empresarial.

Os autores Cancela, Neves, Rodrigues e Dias (2020), revelam que não existe uma relação significativa entre a comissão de responsabilidade social e corporativa e as variáveis ROA e QTobin, para as empresas da península ibérica.

Tendo em consideração a escassez de evidência empírica acerca da existência de uma comissão de responsabilidade social e corporativa, formula-se a seguinte hipótese:

H6: Existe uma relação significativa entre a presença da comissão de responsabilidade social e corporativa e o desempenho empresarial.

1.3.2.3 Despesas sociais

A estrutura de remuneração dos colaboradores (que na secção da metodologia será tratada como *Employee Compensation*) é considerada fundamental para o funcionamento organizacional, uma vez que os empregadores dependem das competências e desempenho profissional dos seus recursos humanos para manter a atividade e respetiva competitividade no mercado (Gupta & Shaw, 2014).

Segundo Yperen (2003), o desempenho dos colaboradores deve apresentar-se em consonância com os objetivos definidos internamente pela empresa, e cabe à organização encontrar o método que permita concretizar esse alinhamento. Não obstante, o autor defende que, sejam quais forem os mecanismos escolhidos, a dimensão salarial irá fomentar o esforço dos trabalhadores, uma vez que os resultados do seu estudo mostram que organizações que apresentam um vínculo robusto entre remunerações e desempenho empresarial, suportam custos de agência menores e apresentam um desempenho empresarial elevado. Em consonância, Iverson e Zatzick (2011) referem que empresas que revelam preocupação com o bem-estar dos seus colaboradores são mais produtivas. Edmans (2012), assegura que a satisfação com o emprego está positivamente relacionada com o retorno acionista a longo prazo. Recentemente, Wei, Nan e Wei (2020), afirmam que as empresas que mostram preocupação com o bem-estar dos seus colaboradores são normalmente empresas inovadoras e lucrativas. Simultaneamente, Cao e Rees (2020) mostram que, independentemente das despesas de pessoal que provocam gastos inerentes à gestão da empresa, estes podem permitir maior eficiência no investimento em pessoal e, deste modo, promover o desempenho da empresa.

Por outro lado, Gupta e Shaw (2014), defendem que o argumento de que a remuneração como incentivo profissional não é eficaz, muitas vezes é contrariado. Esta posição propõe que, quando o dinheiro está ligado aos comportamentos dos colaboradores, estes evidenciam comportamentos funcionais e disfuncionais, de forma a garantir que obtêm efetivamente o dinheiro desejado, agindo maioritariamente de acordo com os seus interesses próprios. Também Kim e Jang (2020), ao analisarem os efeitos da remuneração no desempenho empresarial, mostram que a curto prazo o efeito é negativo, porém, salientam que, fazer-se pequenos, mas contínuos aumentos na remuneração dos colaboradores, fará com que os resultados de desempenho se tornem elevados a longo prazo.

Deste modo, dada a escassez de informação empírica relativa a esta variável, propõe-se testar a seguinte hipótese:

H7: Existe uma relação significativa entre as despesas sociais e o desempenho empresarial.

1.3.3 Determinantes específicos das empresas

O foco principal deste estudo é o impacto das características de CG e CSR na performance das empresas ibéricas. No entanto, precisamos de controlar outros atributos que possam potencialmente afetar a performance empresarial das empresas não financeiras em estudo. Para isso, são definidas como variáveis de controlo a dimensão da empresa (que na secção da metodologia será tratada como *Size*) e o endividamento empresarial (que na secção da metodologia será tratada como *Leverage*).

Os autores Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós e Lisboa (2014), para uma amostra constituída por empresas portuguesas, concluem que a performance empresarial é positivamente influenciada pela dimensão da organização. De igual modo, Zeitun e Saleh (2015), utilizando empresas do setor industrial dos seis países do Conselho de Cooperação do Golfo (Omã, Emirados Árabes Unidos, Arábia Saudita, Qatar, Bahrein e Kuwait), concluem que a dimensão da empresa tem impacto positivo no seu desempenho económico. Segundo os autores, grandes empresas apresentam maior capacidade de diversificar o seu investimento, possibilidade de reduzir o seu risco de incumprimento, maior facilidade de acesso a mercados de capitais, redução dos custos de financiamento e consequente melhoria de resultados e performance.

Recentemente, Neves, Henriques e Vilas (2019), que avaliaram o desempenho financeiro de 743 empresas reguladas que operam no mercado da eletricidade portuguesa, e Makridou, Doumpos e Galariotis (2019), que analisaram uma amostra de 19 países da União Europeia, afirmam que a relação entre a dimensão empresarial e a performance se revela positivamente significativa.

Contrariamente aos estudos anteriores, Vintila e Nenu (2015), segundo uma análise a empresas presentes na *Bucharest Stock Exchange*, numa perspetiva de mercado, afirmam que a dimensão está negativamente relacionada com o desempenho empresarial, acrescentando que uma elevada quantidade de ativos não é necessariamente garantia de maiores investimentos em desenvolvimento ou de maior estabilidade. À semelhança desse resultado, também Kartikasari e Merianti (2016), demonstraram que o total de ativos da empresa tem um impacto significativamente negativo na rendibilidade operacional do ativo. E, de igual modo, Alqatan *et al.* (2019), para uma amostra de 100 empresas não financeiras do Reino Unido, concluíram que a dimensão empresarial influencia de forma negativa a performance da empresa.

Por outro lado, Vieira *et al.* (2019) não encontraram relação entre a dimensão das empresas portuguesas e o seu nível de desempenho.

Relativamente à característica de endividamento, confere-se grande importância uma vez que, por um lado, ela nos fornece evidências acerca da dependência da empresa relativamente a terceiros, e por outro, pode revelar capacidade da mesma em gerar retornos adicionais e maximizar o desempenho empresarial.

De acordo com Kartikasari e Merianti (2016), a alavancagem financeira apresenta um efeito significativo no desempenho da organização, sugerindo que as empresas são capazes de administrar a sua dívida de forma eficiente, de modo a gerar lucros futuros. Em concordância com os resultados anteriores, Neves *et al.* (2019), Afolabi, Olabisi, Kajola e Asaolu (2019), conferem a existência de uma relação positiva entre o endividamento empresarial e a performance da organização. Estes resultados apresentam-se em linha com os resultados de Bărbuță-Mișu, Madaleno e Ilie (2019), que também sugerem a existência de uma relação positiva entre o endividamento empresarial e o desempenho organizacional.

Por outro lado, Zeitun e Saleh (2015) mostram que o endividamento apresenta um efeito significativamente negativo no desempenho empresarial. Javed, Rao, Akram e Nazir

(2015), sugerem que há uma associação negativa entre a dívida e a ROA. De igual modo, Pais e Gama (2015), segundo uma análise a empresas não-financeiras portuguesas, atestaram uma relação significativamente negativa entre o nível de dívida financeira e a performance empresarial, medida através da ROA.

Vieira *et al.* (2019) analisando uma amostra de empresas cotadas, mostram empiricamente que existe uma relação fortemente negativa entre os níveis de endividamento e a performance destas empresas, em linha com outros trabalhos que estudam empresas portuguesas como Serrasqueiro e Nunes (2008), ou Miralles-Marcelo *et al.* (2014).

2 CAPÍTULO 2 - METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

2.1 Dados

O presente estudo empírico tem como objetivo compreender e analisar a influência da governação corporativa e da responsabilidade social e corporativa no desempenho empresarial, atendendo ainda às características específicas das empresas enquanto variáveis de controlo.

Esta análise assenta em empresas cotadas presentes na *Euronext Lisbon* e *Madrid Stock Exchange*. Para a construção da amostra e obtenção da respetiva informação financeira recorreu-se à base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e respetivos Relatórios de *Corporate Governance*¹ obtidos através dos websites das empresas, bem como da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários para as empresas portuguesas e *Comisión Nacional del Mercado de Valores* para as empresas espanholas. A amostra contempla dados para o período compreendido entre 2011 e 2018. Após a recolha de dados, estes foram compilados em painel e testados através do software STATA 16.

Com os dados obtidos, verificou-se necessidade de depurar a amostra. Inicialmente foram retiradas da amostra todas as instituições financeiras e companhias de seguros, dada a singularidade do sistema contabilístico e especificidade da atividade e da estrutura de capital. Posteriormente, foram removidas todas as Sociedades Anónimas Desportivas (SAD's), uma vez que não apresentam atividades comerciais e dependem em larga escala de financiamento governamental. De seguida, retiraram-se todas as empresas que se encontravam em situação de falência técnica. Por último, foram extraídas as empresas que não apresentavam informação para um período de 4 anos consecutivos (condição necessária para a utilização do método GMM (Neves, 2018)). Após as exclusões acima referidas, a amostra final contempla um total de 93 empresas, composta por 60 empresas espanholas cotadas na *Madrid Stock Exchange* e 33 empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*.

¹ Denominados por Relatório do Governo da Sociedade em Portugal e *Informe de Gobierno Corporativo* em Espanha.

2.2 Variáveis a incluir no modelo

2.2.1 Variáveis dependentes

Uma vez que não existe consenso relativamente às medidas que melhor explicam o desempenho das empresas (Vieira *et al.*, 2019), para estudar o desempenho empresarial serão utilizadas as variáveis ROA (rácio de natureza contabilística, variável intrínseca à gestão) e QTobin (rácio de natureza de mercado, variável do interesse de potenciais investidores e stakeholders externos à empresa).

A tabela seguinte expõe as variáveis dependentes em estudo.

Tabela 2.1 - Descrição das variáveis dependentes

Denominação das variáveis (PT)	Denominação das variáveis (ING)	Definição/Proxy	Autores
Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA)	Return On Assets (ROA)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total do Ativo}}$	Vieira <i>et al.</i> (2019) Neves & Branco (2020) Neves, Serrasqueiro, Dias & Hermano (2020)
QTobin	QTobin	$\frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios} + \text{Dívida}}{\text{Total do Ativo Líquido}}$	Palaniappan, G. (2017) Vieira <i>et al.</i> (2019) Pekovic & Vogt (2020) Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)

A ROA é um indicador de rentabilidade que permite a avaliação da qualidade da gestão (Vieira *et al.*, 2019). Deste modo, conclui-se que quanto maior for o valor de ROA, maior será o desempenho empresarial na utilização dos seus ativos. O QTobin é um indicador de mercado que expõe a relação entre o valor de mercado do ativo das empresas e o custo de reposição dos mesmos. Este rácio revela a oportunidade de investimento de uma empresa, indicando se o valor da mesma se encontra subavaliado ou sobreavaliado (Sá *et al.*, 2017). Quando apresenta valores acima de um, indica que as empresas se sentem motivadas e reúnem as condições necessárias para investir.

2.2.2 Variáveis independentes

De acordo com o capítulo anterior, as variáveis explicativas que compõem o modelo em estudo, são as que a seguir se apresentam:

Tabela 2.2 - Descrição das variáveis independentes

Denominação das variáveis (PT)	Denominação das variáveis no modelo	Definição/Proxy	Autores
Caraterísticas de Corporate Governance			
Dimensão do conselho de administração	(BSize)	Número total de diretores existentes no conselho de administração	Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020) Orozco, Vargas, & Galindo-Dorado (2018) Vieira, Neves, & Dias (2019)
Independência do conselho de administração	(BInd)	$\frac{\text{Total de membros independentes no CA}}{\text{total de membros do CA}}$	Fernández-Temprano & Gaite (2020) Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)
Comissão de auditoria	(AudCom)	Variável dummy que representa a predominância (1) ou não (0) da comissão de auditoria	Mohammed, Flayyih, Mohammed & Abbood (2019) Puni & Anlesinya (2020)
Concentração de propriedade	(OwnC)	% de concentração pelos maiores acionistas	Neves (2014) Farooque, Buachoom, & Sun (2019) Iwasaki & Mizobata (2020)
Caraterísticas de Corporate Social Responsibility			
Remuneração do órgão executivo	(RemCEO)	Ln (Total remuneração auferida anualmente)	Elsayed & Elbardan (2018) Rehman, Ali, Hussain, & Waheed (2021)
Comissão de responsabilidade social e corporativa	(CSRCom)	Variável dummy que representa a predominância (1) ou não (0) da comissão de CSR	Martínez-Ferrero, Lozano, & Vivas (2021) Cancela, Neves, Rodrigues, & Dias (2020)
Despesas sociais	(EmpComp)	Ln (Total de gastos com pessoal)	Wei, Nan, & Wei (2020) Kim & Jang (2020)
Caraterísticas específicas da empresa			
Dimensão da empresa	(Size)	Ln (Ativo Total da empresa)	Neves, Henriques, & Vilas (2019) Vieira <i>et al.</i> (2019)
Endividamento	(Lev)	$\frac{\text{Capital Alheio}}{\text{Ativo Total}}$	Neves <i>et al.</i> (2019) Bărbuță-Mișu, Madaleno, & Ilie (2019) Vieira <i>et al.</i> (2019)

2.3 Metodologia

A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas no Capítulo I foi a metodologia de dados em painel, que permite trabalhar com observações repetidas de uma compilação de informações temporais e *cross-section* (Arellano, 2003).

A metodologia adotada compreende inúmeras vantagens relativamente a outros modelos, dos quais se destaca a capacidade de eliminar a heterogeneidade inobservável das variáveis que possam vir, eventualmente, a alterar os resultados (Neves, 2018). E, não obstante, esta metodologia provê dados mais informativos e com maior variabilidade, redução da colinearidade entre as variáveis explicativas, maior número de graus de liberdade e, conseqüentemente, maior eficiência na estimação, e ainda maior precisão na inferência dos parâmetros do modelo em análise (Arellano & Bond, 1991; Baltagi, 2005, Neves, Serrasqueiro, Dias e Hermano, 2020).

O método de estimação utilizado neste estudo foi o *Generalized Method of Moments* (GMM), desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Os autores defendem que este modelo dinâmico anula efeitos não observados, apesar da existência de variáveis omitidas, potenciando a fiabilidade dos resultados. Neste sentido, o GMM System, serve-se de variáveis instrumentais, as quais produzidas através de valores desfasados da variável dependente, assim como de valores desfasados das variáveis independentes que possam, eventualmente, sofrer de endogeneidade (Cancela *et al.*, 2020). Considerando este método de estimação aplicado a um painel desequilibrado, constata-se que as perdas de dados são muito reduzidas, a endogeneidade é corrigida, e a heterogeneidade inobservável é controlada (Badu & Appiah, 2017). Considera-se que este método tem maior controlo da endogeneidade das variáveis independentes (Neves, 2018).

2.3.1 Testes

Em consonância com o procedimento adotado por Neves, Gouveia e Proença (2020) para validação dos resultados do estudo, procedeu-se à realização dos três testes elucidados de seguida.

Teste de Sargan

O primeiro teste estatístico a ser realizado foi o teste de Sargan. Este teste, foi proposto por John Denis Sargan (1958) e visava identificar erros de simultaneidade e de medições de variáveis exógenas. Mais tarde, Hansen (1982) reformulou as derivações deste teste e mostrou que este poderia estender-se para o método GMM num contexto de séries temporais. Tem por objetivo identificar a validade dos instrumentos, ou seja, verificar se os instrumentos escolhidos são independentes do termo de erro (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998).

Deste modo, pretende-se testar a validade exógena dos instrumentos através da hipótese nula:

H_0 = As restrições de sobre identificação são válidas.

Relativamente aos resultados observados do teste em questão, quanto maior for o *p-value* da estatística de Sargan, melhores serão os resultados.

Teste de Wald

Este teste consiste num teste estatístico qui-quadrado que tem como hipótese nula o facto de todos os coeficientes serem significativamente diferentes de zero.

$H_0 \neq 0$

Para que o modelo seja válido, a significância do teste de Wald terá de ser inferior a 5%, e deste modo, estamos perante um modelo ajustado aos dados em estudo e que apresenta um elevado poder explicativo

Teste de Arellano-Bond ou de Autocorrelação de erros de primeira e segunda ordem.

Por fim, realizou-se o teste de Arellano-Bond que se apresenta como um método avaliador de momentos, utilizado para estimar modelos de dados em painel dinâmico. O seu principal objetivo é solucionar problemas de endogeneidade, através de testes de autocorrelação, medindo a correlação serial de primeira e segunda ordem, respetivamente designadas como AR(1) e AR(2) (Arellano & Bond, 1991).

Desta forma, a hipótese nula subjacente é:

H_0 = Ausência de autocorrelação entre resíduos do ano e do ano anterior

Relativamente aos resultados observados, caso AR(2) apresenta um *p-value* superior a 0,05, é possível afirmar que estamos perante um modelo consistente e capaz de especificar corretamente as variáveis utilizadas, acrescentando ainda que não apresenta quaisquer problemas de heterocedasticidade ou autocorrelação.

2.4 Modelo Empírico

De forma genérica, o modelo de estimação apresenta-se da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \varepsilon_{it}$$

Onde:

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

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

$N \times T$ representa o número total de observações

X_{it} representa as variáveis explicativas referentes aos indivíduos i no período de tempo t

Desta forma, os modelos propostos são:

Modelo 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BInd_{it} + \beta_3 AudCom_{it} + \beta_4 OwnC_{it} + \beta_5 CEORem_{it} \\ + \beta_6 CSRCom_{it} + \beta_7 EmpComp_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Lev_{it}$$

Modelo 2:

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BInd_{it} + \beta_3 AudCom_{it} + \beta_4 OwnC_{it} + \beta_5 CEORem_{it} \\ + \beta_6 CSRCom_{it} + \beta_7 EmpComp_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Lev_{it}$$

Em que ROA_{it} e $QTobin_{it}$ são as variáveis dependentes que apresentam a Rendibilidade Operacional do Ativo (*Retur on Assets*) e QTobin, respetivamente. Relativamente às variáveis independentes, são dadas por $BSize$ (*Board Size*), $BInd$ (*Board Independence*), $AudCom$ (*Audit Committee*), $OwnC$ (*Ownership Concentration*), $CEORem$ (*Chief Executive Officer Remuneration*), $CSRCom$ (*Corporate Social Responsibility Committee*), $EmpComp$ (*Employee Compensation*), $Size$ e Lev (*Leverage*).

3 CAPÍTULO 3 - APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Uma vez definidas as variáveis em estudo, bem como a metodologia a adotar, segue-se no presente capítulo a discussão dos resultados empíricos deste estudo.

Inicialmente serão apresentadas e analisadas as estatísticas descritivas referentes às amostras Portugal, Espanha e Península Ibérica, respetivamente. Numa segunda fase, serão apresentados os resultados obtidos através da metodologia adotada (GMM) e que serão interpretados e discutidos à luz da literatura existente.

3.1 Estatística Descritiva

Tabela 3.1 - Estatísticas descritivas para a amostra Portugal

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
ROA	3,914	-45,285	157,423	12,796
QTobin	0,513	0,007	6,864	0,99
BSize	8,603	2	21	4,06
BInd	0,252	0	1,714	0,304
AudCom	0,344	0	1	0,476
OwnC	2,05	1	4	1,12
CEORem	12,655	9,962	15,875	1,064
CSRCom	0,117	0	1	0,322
EmpComp	10,918	2,04	13,593	1,566
Size	13,392	7,869	17,602	1,803
Lev	66,308	2,261	244,083	29,625

A presente tabela apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes utilizadas no estudo e relativas a Portugal.

De acordo com a informação apresentada na tabela supra, realça-se o facto de a média de todas as variáveis que constam no estudo apresentarem valores positivos. Relativamente à variável dependente ROA, esta apresenta um valor médio baixo (3,914), o que demonstra que a operacionalização média dos ativos das empresas não se mostra muito eficiente. Quanto à variável QTobin, idealmente este rácio devia apresentar valores acima de um, como prova de que as empresas estão motivadas na realização de investimento, o que não se verifica. De salientar a variável que apresenta maior dispersão (Lev), mostra que o Capital Alheio tem um peso significativo na estrutura de capital das empresas (66,308), sugerindo que é a principal fonte de financiamento das empresas portuguesas.

Tabela 3.2 - Estatísticas descritivas para a amostra Espanha

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
ROA	5,621	-57,958	425,396	22,399
QTobin	0,854	0	7,418	1,123
BSize	10,341	3	19	3,423
BInd	0,366	0	0,889	0,169
AudCom	1	1	1	0
OwnC	2,346	1	6	1,596
CEORem	13,287	8,294	16,503	1,357
CSRCCom	0,123	0	1	0,328
EmpComp	11,505	4,478	16,221	2,353
Size	13,975	8,704	18,681	2,282
Lev	60,861	3,993	271,64	26,569

A presente tabela apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes utilizadas no estudo e relativas a Espanha.

À semelhança do que acontece na estatística descritiva da Tabela anterior, também a informação relativa à amostra espanhola mostra que a média das variáveis, dependentes e independentes surgem com valores positivos. Relativamente à variável dependente ROA, apresenta uma média baixa (5,621), o que demonstra que a operacionalização média dos ativos é reduzida. Quanto ao QTobin, este apresenta um valor próximo de um, ainda que inferior (0,854), o que revela que as empresas espanholas não possuem capacidades ótimas de investimento. A variável Lev é a que apresenta o valor mais elevado de dispersão (26,569), o que mostra que existem realidades opostas no que concerne à obtenção de dívida. Relativamente às características de *Corporate Governance*, segundo a CNMV, o conselho de administração deve contar com cinco a quinze elementos na sua constituição, o que acontece efetivamente com uma média de 10,341, porém o número mínimo (3) encontra-se abaixo do limiar definido e o número máximo (19) encontra-se acima do que é recomendado. Relativamente à existência da comissão de auditoria, verifica-se que este órgão existe em todas as empresas que constam nesta amostra.

3.2 Discussão de Resultados

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos para a amostra de Portugal, Espanha e Península Ibérica medidos através do ROA e QTobin, e apresentados nas tabelas 3.3 e 3.4, respetivamente.

Tabela 3.3 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra Portugal

	ROA					Q Tobin				
	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P Value		Coeficiente	Erro Padrão	Z	P Value	
Constante	114,191	11,705	9,76	0,000	***	-0,7	1,112	-0,63	0,529	
L1	-0,188	0,001	-278,34	0,000	***	0,356	0,005	71,63	0,000	***
BSize	-0,139	0,202	-0,69	0,492		0,072	0,013	5,35	0,000	***
BInd	11,87	3,68	3,23	0,001	***	-0,601	0,17	-3,53	0,000	***
AudCom	-129,367	11,562	-11,19	0,000	***	6,028	0,741	8,14	0,000	***
CEORem	-4,083	0,34	-12,01	0,000	***	0,236	0,015	15,49	0,000	***
CSRCom	-27,211	6,84	-3,98	0,000	***	0,911	0,18	5,07	0,000	***
EmpComp	22,041	0,465	47,4	0,000	***	-0,021	0,083	-0,25	0,804	
Size	-14,698	0,596	-24,64	0,000	***	-0,322	0,156	-2,07	0,039	**
Lev	-0,908	0,003	-302,27	0,000	***	-0,001	0,003	-0,51	0,613	
Sargan			22,345	0,616				23,972	0,521	
Wald			9,29E+06	0,000				455053,57	0,000	
m1			-1,105	0,269				-2,246	0,025	
m2			-0,587	0,557				-0,891	0,373	

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. De salientar que: i)*** indica nível de significância a 1%; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis to teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5%, o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância , com graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem; v)) O teste m2 tem distribuição normal N (0,1) e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de auto correlação de segunda ordem; vi) A variável OwnConc foi incluída no modelo todavia foi retirada por colinearidade exata.

Pela leitura da tabela é perceptível que os sinais e significância das variáveis explicativas variam de acordo com a variável selecionada para medir a performance empresarial.

Relativamente à variável dependente ROA L1, é possível perceber que esta variável dependente tem efeito significativo ($p < 0,01$) e negativo, o que sugere que um aumento na rendibilidade operacional dos ativos observado no período anterior, não indica necessariamente maiores níveis de rendibilidade operacional do ativo do presente período. Contrariamente, a variável QTobin L1 apresenta-se estatisticamente positiva ($p < 0,01$), o que indicia que valores elevados tomados pelo QTobin no ano anterior, preveem valores elevados para o ano corrente. Tal pode sugerir que os stakeholders externos, mais atentos ao indicador QTobin do que à ROA, reconhecem que os níveis de performance de uma empresa têm que ser mantidos, pelo que os valores de um ano terão que influenciar os de outro.

No que se refere às variáveis de *Corporate Governance*, a dimensão do conselho de administração (BSize), quando explicada através da variável QTobin, apresenta resultados significativamente positivos ($p < 0,01$), permitindo corroborar a hipótese 1, de acordo com Kalsie e Shrivastav (2016), Manna *et al.* (2016), Pekovic e Vogt (2020) e Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020). Este resultado vai ao encontro da Teoria de Agência, uma vez que um aumento dos membros no conselho de administração leva à diluição de poderes na tomada de decisão, potenciando o rigor na gestão da empresa, e consequentemente, proporcionando uma melhor imagem perante o mercado. De facto, este resultado permite uma vez mais reforçar que o QTobin é uma variável de interesse externo à empresa e que eventualmente potenciais investidores apreciam esta característica. Já os gestores, não veem que esta seja relevante na obtenção de maiores níveis de performance económica.

O total de membros independentes presentes no conselho de administração (BInd) mostrou-se significativo ($p < 0,01$), para os modelos 1 e 2. A relação positiva obtida quando se usa a ROA como medida de performance, vai ao encontro dos resultados obtidos por Barka e Legendre (2017), Tulung e Ramdani (2018), Fernández-Temprano e Gaite (2020), sugerindo que a presença de membros externos e independentes à organização pode representar uma mais valia, uma vez que estes membros podem sugerir diferentes métodos e perspetivas de gestão que, eventualmente, possam vir a acrescentar valor à empresa. Todavia, na perspetiva de mercado, verifica-se o resultado oposto, sugerindo que os membros independentes apresentam pouca credibilidade e confiança

perante os investidores, uma vez que, sendo membros externos, podem não ser suficientemente competentes no desenvolvimento das suas funções, por desempenharem em simultâneas funções externas à empresa. Desta forma, corrobora-se a hipótese 2, de acordo com os estudos de Rashid (2018) e Singh *et al.* (2018).

Quanto à presença da comissão de auditoria na empresa (AudCom), uma vez mais se verifica um sinal antagónico para as variáveis de performance. De facto, esta variável apresenta uma relação significativa em ambos os modelos ($p < 0,01$). O modelo 1 apresenta uma relação negativa entre as variáveis. Este resultado permite corroborar a hipótese 3, de acordo com os resultados de Hassan *et al.* (2016) e Puni e Anlesinya (2020), sendo uma possível explicação a que se centra na existência deste órgão unicamente por razões regulamentares, o que provoca gastos acrescidos e desnecessários à organização, não contribuindo para o seu desempenho. Por outro lado, verifica-se uma relação positiva no modelo 2, corroborando a hipótese 3, de acordo com Willim (2015), Fauzi *et al.* (2017) e Dakhallh *et al.* (2020). Este resultado sugere que o mercado aprecia o investimento da organização em órgãos de fiscalização e revela preocupação na transparência da divulgação da informação financeira.

Atendendo às variáveis de *Corporate Social Responsibility*, a remuneração auferida pelo CEO da empresa (CEORem) mostra-se, em ambos os modelos, estatisticamente significativa ($p < 0,01$), corroborando deste modo a hipótese 5. No entanto, para o modelo 1, a variável mostra-se negativamente relacionada com a ROA, de acordo com o estudo de Carter *et al.* (2016) e Marimuthu e Kwenda (2019), o que pode sugerir que um aumento excessivo da remuneração do CEO pode levar a uma sobrevalorização do seu trabalho, e deste modo tornar-se pouco eficiente para o desempenho empresarial, ao mesmo tempo que se pode revelar um gasto desnecessário no seio da gestão empresarial. Ou seja, na ótica da gestão, um aumento da remuneração dos órgãos executivos, não indica que este cumpra os seus deveres na sua plenitude.

Contrariamente, na perspetiva dos investidores, a remuneração auferida pelo CEO revela-se um fator influente, uma vez que os resultados mostram que quanto maior for a sua remuneração, maior será o desempenho empresarial, corroborando os resultados de Manna *et al.* (2016) e Elsayed e Elbardan (2018). Este resultado sugere que o mercado vê a compensação do CEO como uma forma de agradecimento e estímulo para alcançar resultados crescentes no futuro.

Quanto à presença de uma comissão de responsabilidade social e corporativa (CSRCom), os dois modelos apresentam significância estatística ($p < 0,01$), porém com sinais contrários. De acordo com o modelo 1, a presença deste órgão na estrutura organizacional mostra-se negativamente relacionada com a rendibilidade operacional dos ativos, o que sugere que a presença desta comissão pode acarretar custos elevados para a empresa, influenciando de forma significativa o seu desempenho, de acordo com os resultados de Cancela *et al.* (2020). Inversamente, quando avaliada a performance segundo a variável de mercado, estas mostram-se positivamente relacionadas. Este resultado seria totalmente expectável, uma vez que Portugal está a dar os seus primeiros passos na área da responsabilidade social e, deste modo, na visão dos investidores, a existência deste órgão na estrutura organizacional mostra a preocupação e o compromisso que a organização assume perante a sociedade relativamente à sustentabilidade empresarial. Assim, corroboramos igualmente a hipótese 6, de acordo com a literatura apresentada por Spitzeck (2009) e Martínez-Ferrero *et al.* (2021).

Ainda sobre as características de responsabilidade social e corporativa, a variável gastos com pessoal (EmpComp), mostra-se estatisticamente significativa e positiva para o modelo 1 ($p < 0,01$). Assim, validam-se os resultados dos autores enunciados Iverson e Zatzick (2011), Kim e Jang (2020) e Wei *et al.* (2020), corroborando a hipótese 7, uma vez que os custos com pessoal correspondem essencialmente ao valor por eles auferidos, este resultado pode ser justificado pelo facto de o aumento das remunerações levar a uma maior motivação por parte do pessoal para exercer eficazmente as suas funções, agindo em conformidade com os objetivos da empresa e, consequentemente, proporcionando melhores resultados.

Relativamente às variáveis de controlo, temos em primeiro lugar, a dimensão empresarial (Size). Esta apresenta resultados estatisticamente significativos e negativos, para os modelos 1 e 2 ($p < 0,01$ e $p < 0,05$, respetivamente), corroborando os estudos de Vintila e Nenu, (2015), Kartikasari e Merianti (2016) e Alqatan *et al.* (2019).

Deste modo, conclui-se que quanto maior o total de ativos detidos pela empresa, menor será o seu desempenho empresarial. Este resultado pode indiciar que uma maior dimensão da empresa pode levar a uma falha na gestão da mesma, o que pode ser prejudicial tanto a nível interno, levando a um decréscimo dos resultados operacionais, como ao nível de mercado, passando uma imagem pouco favorável da organização.

Por último, o nível de endividamento (Lev) apresenta-se estatisticamente significativa ($p < 0,01$) para o modelo 1, evidenciando uma relação negativa. Este resultado sugere que empresas mais endividadas, apresentam menor performance económica, na ótica do gestor. Estes resultados mostram-se consonantes com autores enunciados, Serrasqueiro e Nunes (2008), Miralles-Marcelo *et al.* (2014), Javed *et al.* (2015), Pais e Gama (2015), Zeitun e Saleh (2015), Vieira *et al.* (2019), sugerindo que mais dívida implica mais compromissos assumidos com terceiros que envolvem desembolsos de capital e, por conseguinte, conduzem a menores resultados, logo, menos performance.

Tabela 3.4 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra Espanha

	ROA				Q Tobin			
	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P Value	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P Value
Constante	38,738	24,361	1,59	0,112	-5,689	0,653	-8,71	0,000 ***
L1	0,058	0,013	4,49	0,000 ***	0,143	0,021	6,7	0,000 ***
BSize	1,074	0,403	2,67	0,008 ***	-0,012	0,011	-1,08	0,279
BInd	-8,437	6,262	-1,35	0,178	0,566	0,158	3,57	0,000 ***
CEORem	0,524	0,829	0,63	0,527	0,047	0,012	3,77	0,000 ***
CSRCom	91,866	75,703	1,21	0,225	-5,21	2,284	-2,28	0,023 **
EmpComp	29,173	1,444	20,2	0,000 ***	0,817	0,044	18,36	0,000 ***
Size	-36,151	2,238	-16,16	0,000 ***	-0,237	0,045	-5,28	0,000 ***
Lev	1,787	0,035	51,26	0,000 ***	0,008	0,001	11,76	0,000 ***
Sargan			33,616	0,116			32,752	0,137
Wald			13555,36	0,000			1370,66	0,000
m1			-1,446	0,148			-1,712	0,087
m2			-0,031	0,976			1,154	0,249

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. De salientar que: i) *** e ** indica nível de significância a 1% e 5%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis to teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5%, o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal N (0,1) e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de auto correlação de segunda ordem; vi) As variáveis OwnCon e AudCom foram incluídas no modelo todavia foram retiradas por colinearidade exata.

De acordo com a tabela acima, verifica-se que as variáveis de CG e de CSR são manifestamente mais importantes para os investidores espanhóis do que para os gestores, dado o número de variáveis significativas para cada um dos modelos em causa.

Em ambos os modelos em análise, as variáveis dependentes mostram-se estatisticamente significativas e positivas ($p < 0,01$). Deste modo, conclui-se que um aumento da rendibilidade operacional dos ativos do período anterior levará a um aumento da rendibilidade operacional do ativo no presente período. No mesmo sentido, quanto maiores forem os valores tomados pelos QTobin no ano anterior, maiores serão os valores por si assumidos no ano corrente.

Relativamente às características de *Corporate Governance*, a dimensão do conselho de administração (BSize) apresenta uma relação estatisticamente positiva ($p < 0,01$) e significativa com a rendibilidade operacional dos ativos da empresa. Este resultado sugere que o aumento de membros no conselho de administração irá eventualmente potenciar um aumento da preocupação relativa à estratégia de gestão adotada pela empresa, procurando melhorar alguns aspetos de forma a aumentar os resultados organizacionais e, consequentemente, a performance da empresa. Deste modo, os resultados permitem aceitar a hipótese 1, corroborando os resultados de Johl *et al.* (2015), Manna *et al.* (2016), Kalsie e Shrivastav (2016) ou Tulung e Ramdani (2018).

A independência do conselho de administração (BInd) mostra-se estatisticamente significativa ($p < 0,01$) e com relação positiva com o QTobin. Deste modo, os resultados apresentam-se em consonância com os resultados obtidos com os autores Manna *et al.* (2016), Alqatan *et al.* (2019), Handriani e Robiyanto (2019) ou Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez (2020), permitindo corroborar a hipótese 2. Este resultado evidencia que um maior número de membros independentes no conselho de administração transmitirá segurança ao mercado, uma vez que membros independentes possuem capacidade arbitrária em situações de conflito e contribuem para uma gestão imparcial e transparente.

Relativamente às características de *Corporate Social Responsibility*, a remuneração auferida pelo CEO da empresa (CEORem), mostra-se estatisticamente significativa no modelo 2 ($p < 0,01$), apresentando relação positiva com a variável dependente QTobin. Desta forma, corrobora-se a hipótese 5, de acordo com os autores Manna *et al.* (2016) ou Elsayed e Elbardan (2018). Este resultado sugere-nos que o aumento da remuneração auferida pelo CEO pode indiciar que a empresa se encontra economicamente sólida e,

simultaneamente, preocupada com o bem-estar social e económico dos órgãos internos à organização. Ao mesmo tempo, os resultados sugerem que quando o CEO está motivado, via compensação do trabalho, toma e ajuda a tomar as melhores decisões que conduzem a maior desempenho, visível tanto internamente, como para os stakeholders externos.

A existência da comissão de CSR (CSRCom) apresenta uma relação significativamente negativa com a variável de mercado ($p < 0,05$). Os resultados apresentam-se assim em consonância com os estudos de Cancela *et al.* (2020). Assim, conclui-se que a presença da comissão de CSR não influencia positivamente a performance da empresa, uma vez que a existência deste órgão na estrutura organizacional, na visão dos investidores, não é significativa, sendo que a sua presença é de carácter obrigatório e a sua existência pode ser entendida como mero cumprimento de requisitos legais.

Relativamente às despesas sociais (EmpComp), os resultados mostram uma relação significativamente positiva em ambos os modelos ($p < 0,01$). Deste modo, corroboramos a hipótese 7, de acordo com Iverson e Zatzick (2011), Edmans (2012), Wei *et al.* (2020) e Kim e Jang (2020). Os resultados obtidos sugerem que um aumento dos gastos sociais irá refletir-se no bem-estar dos colaboradores, fazendo-os sentir mais motivados em exercer as suas funções na empresa, o que levará à obtenção de melhores resultados e, consequentemente, um maior desempenho empresarial. Na perspetiva de mercado, os *stakeholders* consideram que este cenário mostra preocupação social e cuidados por parte da organização para com os seus recursos humanos.

Relativamente às características específicas das empresas, a funcionar como variáveis de controlo, a dimensão organizacional (Size) apresenta sinais negativos em ambos os modelos. Assim, conclui-se que quanto maior o total dos ativos de uma dada organização, menor será o seu desempenho empresarial. Segundo os resultados, um valor elevado de ativos pode sugerir que a empresa pode não ter capacidade suficiente para os controlar, o que consequentemente se irá refletir nos resultados da empresa e de seguida no decréscimo da performance empresarial. Estes resultados corroboram os resultados apresentados por Vintila e Nenu (2015), Kartikasari e Merianti (2016) ou Alqatan *et al.* (2019).

Por último, o endividamento (Lev) apresenta uma relação significativamente positiva com o desempenho empresarial ($p < 0,01$). Este resultado indicia que a alavancagem financeira pode contribuir para mais investimento produtivo que conduzirá a melhores

resultados e a maiores níveis de desempenho, corroborando os resultados de Kartikasari e Merianti (2016), Afolabi, *et al.* (2019), Bărbuță-Mișu *et al.* (2019) ou Neves *et al.* (2019).

Em suma, os nossos resultados realçam que apesar dos países em análise serem próximos, tanto geograficamente como através das suas transações comerciais e financeiras, as conclusões mostram-se bastante distintas entre eles.

De salientar, que para ambos os países o total de ativos detidos pela empresa mostra-se negativamente relacionado com a performance empresarial, tanto com a variável de gestão, como com a variável de mercado. Este resultado sugere que no território ibérico, uma elevada detenção de ativos não significa elevado desempenho empresarial e que por sua vez, também não identifica a empresa como benéfica em termos de investimento.

Do mesmo modo, ambos os países estão em concordância relativamente ao investimento na melhoria das condições de vida dos colaboradores, por via da remuneração auferida, e este resultado é especialmente verificado quando se utiliza a ROA como variável de desempenho. Ainda é de salientar que a remuneração do CEO é para os stakeholders externos um fator preponderante no aumento dos níveis de desempenho empresarial da península ibérica.

Atendendo concretamente às determinantes que influenciam vincadamente a performance empresarial em Portugal, destaca-se também a existência da comissão de responsabilidade social, uma vez que é um órgão relativamente recente e que mostra ter imensa influência na decisão de investimento por membros externos à empresa. Deste modo, conclui-se que de acordo com a teoria das partes interessadas, esta comissão permite salvaguardar os interesses de todos os elementos da organização, levando à geração de ganhos para a empresa e consequentemente possibilitando um aumento do desempenho empresarial da mesma.

Uma variável com resultado antagónico entre os países e que merece destaque é a dimensão do conselho de administração. Entendida inúmeras vezes como uma variável muito importante no desempenho, os nossos resultados vêm ilustrar que os stakeholders externos às empresas portuguesas, são os únicos que acreditam que mais elementos no CA pode implicar mais desempenho. Pode isto sugerir que os stakeholders externo têm algum tipo de desconfiança no efetivo funcionamento do nosso sistema de *Corporate Governance*? Este resultado é ainda mais interessante se percebermos que também a

existência de uma comissão de auditoria só influencia positivamente o desempenho, quando apreciado por externos à organização, em Portugal. Será que esta comissão virá “repor” alguma transparência no funcionamento das empresas cotadas?

Relativamente às características capazes de explicar o desempenho empresarial das empresas espanholas, podemos verificar que, na ótica da gestão, os valores auferidos pelos recursos humanos afetos à empresa apresentam uma influência positiva. Do mesmo modo, também os stakeholders externos atribuem importância à forma como a organização cuida de todos os membros afetos à empresa, e essa conclusão verifica-se através do sinal e significância atribuídos às variáveis de gastos com pessoal e remuneração do CEO. Quanto à existência de uma comissão de responsabilidade social e corporativa, a dúvida que suscita é se este resultado se verifica unicamente pela descredibilização dada a um órgão cuja sua existência é obrigatória nas empresas espanholas, ou se realmente os stakeholders externos consideram que a preocupação com o meio social e ambiental provoca gastos e gera preocupação capazes de diminuir o desempenho empresarial?

Os nossos resultados, permitem, por fim, corroborar o estudo de Vieira et. al. (2019) na medida em que, os determinantes da performance das empresas, variam em função da variável considerada como medida de performance. Neste caso, a ROA, entendida como uma variável intrínseca à própria gestão e o QTobin como uma medida de mercado, de interesse dos stakeholders externos à organização.

CONCLUSÃO

A presente dissertação tinha como principal objetivo estudar os determinantes da performance empresarial, especificamente as características de *Corporate Governance* e características de *Corporate Social Responsibility*, através de diferentes medidas de desempenho, definidas segundo a ótica de gestão e a ótica de mercado. A investigação incidiu sobre empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon* e *Madrid Stock Exchange*, no período de 2011 a 2018. As análises foram realizadas para Portugal e Espanha, separadamente, contemplando um total de 33 empresas portuguesas e 60 empresas espanholas em estudo.

Em linha com os resultados de Vieira *et al.* (2019), os nossos resultados demonstram que os determinantes da performance das empresas variam consoante a variável usada para medir o desempenho.

Os dois países em estudo apresentam estruturas governamentais, sociais e económicas distintas.

Especificamente, os nossos resultados sugerem que os gestores internos às empresas portuguesas apresentam maior preocupação relativamente ao peso que os membros independentes que integram a estrutura organizacional da empresa possuem, e relativamente à remuneração auferida pelos seus funcionários, uma vez que estes fatores permitem o aumento do desempenho empresarial. Por outro lado, um potencial investidor, irá ter em conta a dimensão do conselho de administração, a existência de uma comissão de auditoria e de uma comissão de responsabilidade social, bem como a remuneração auferida pelo membro executivo que ocupa o cargo de CEO.

Deste modo, é de ressaltar as diferenças existentes entre as determinantes da performance empresarial, uma vez que os membros internos à gestão das empresas espanholas conferem mais valor à dimensão do conselho de administração, despesas sociais e endividamento. Quanto aos membros externos à empresa, as características que mais apreciam são o peso dos administradores independentes, o grau de endividamento, e as remunerações auferidas pelos trabalhadores e também pelo CEO.

Um potencial investidor de empresas ibéricas valoriza de forma diferente as variáveis sugerindo que tem a perceção de níveis de desenvolvimento de sustentabilidade

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

empresarial muito dispare nos dois países que afinal são fronteiriços e com relações comerciais históricas.

Pelos resultados apresentados, acredita-se no potencial interesse deste trabalho, em primeiro lugar a gestores e acionistas, na medida em que foi exatamente pelas suas diferentes perspetivas de visualização das empresas que as variáveis de desempenho foram selecionadas. Os gestores podem encontrar neste trabalho a essência daquilo que são as preocupações de gestão/manipulação nas maiores empresas ibéricas. Os investidores ficam com melhor perceção da importância das variáveis que o gestor não controla e dos níveis de desenvolvimento da sustentabilidade empresarial. Esta conclusão é relevante na medida em que é hoje cada vez mais premente a consciência da necessidade de gestão sustentável dos negócios. Para além disto, é possível que este trabalho seja importante para reguladores e ordens contabilísticas, no sentido de tornarem a informação voluntária de sustentabilidade, mais rica, com relato mais integrado e de uma maneira mais uniformizada.

A presente investigação apresenta limitações, nomeadamente no facto de nem todas as empresas presentes na amostra apresentarem informação completa para o período em análise e para o total das variáveis em estudo.

Futuramente, seria interessante realizar uma análise segundo amostras definidas por setores de atividade, bem como utilizar diferentes variáveis independentes, tais como variáveis culturais para diferentes ambientes institucionais, onde a proteção legal ao investidor, desenvolvimento de mercados e forma de financiamento, sejam distintas. Para além disto, seria interessante utilizar metodologias híbridas para perceber que variáveis terão influência na eficiência das empresas mais sustentáveis, por exemplo utilizando GMM com DEA.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Afolabi, A., Olabisi, J., Kajola, S. O., & Asaolu, T. O. (2019). Does leverage affect the financial performance of Nigerian firms?. *Journal of Economics & Management*, 37, 5-22. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/335907720_Does_leverage_affect_the_financial_performance_of_Nigerian_firms. doi: 10.22367/jem.2019.37.01
- Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic Corporate Governance Models: A Systematic Review. *International Journal Of Law And Management*. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJLMA-10-2014-0057/full/html> doi: 10.1108/IJLMA-10-2014-0057
- Alqatan, D., Chbib, I., & Hussainey, K. (2019). How does board structure impact on firm performance in the UK?. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 15(2). Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3501960
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2018). Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter?. *Journal of Indian Business Research*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIBR-01-2017-0009/full/html>. doi: 10.1108/JIBR-01-2017-0009
- Arellano, M. (2003). *Panel Data Econometrics*. Reino Unido: Oxford University Press.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for Panel Data - Monte-Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. Disponível em <https://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=1&sid=992431d5-d86f-4f19-b1d6-4354f7af8158%40sessionmgr101> doi: 10.2307/2297968
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/030440769401642D?via%3Di> hub doi: 10.1016/0304-4076(94)01642-D
- Bărbuță-Mișu, N., Madaleno, M., & Ilie, V. (2019). Analysis of Risk Factors Affecting Firms' Financial Performance—Support for Managerial Decision-Making. *Sustainability*, 11(18), 4838. Disponível em <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/18/4838>. doi: 10.3390/su11184838
- Badu, L. A., & Appiah, K. O. (2017). The Impact of Corporate Board Size on Firm Performance: Evidence from Ghana and Nigeria. *Research in Business and Management*, 4(2), 1–12. Disponível em <http://www.macrothink.org/journal/index.php/rbm/article/view/11721>. doi: 10.5296/rbm.v4i2.11721
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Data Panel*. England: John Wiley & Sons Ltd.

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Barka, H. B., & Legendre, F. (2017). Effect Of The Board Of Directors And The Audit Committee On Firm Performance: A Panel Data Analysis. *Journal Of Management & Governance*, 21(3), 737-755. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-016-9356-2> doi: 10.1007/s10997-016-9356-2
- Bebchuk L, Fried J, Walker D, (2002). Managerial Power And Rent Extraction In The Design Of Executive Compensation. *University Of Chicago Law Review*, 69: 751-846. Disponível em <https://www.nber.org/papers/w9068> doi: 10.3386/w9068
- Belghitar, Y., Clark, E., & Kassimatis, K. (2011). The prudential effect of strategic institutional ownership on stock performance. *International Review of Financial Analysis*, 20(4), 191-199. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521911000408> doi: 10.1016/j.irfa.2011.04.002
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management journal*, 42(5), 488-506. Disponível em <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/256972>. doi: 10.5465/256972
- Bertrand M, Sendhil M, (2003). Enjoying The Quiet Life? Managerial Behavior Following Anti-Takeover Legislation. *Journal Of Political Economy*, 11: 1043-1075. Disponível em <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/376950> doi: 10.1086/376950
- Bhasa, M. P. (2004). Global corporate governance: debates and challenges. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14720700410534930/full/html> doi: 10.1108/14720700410534930
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304407698000098?via%3Dihub> doi: 10.1016/S0304-4076(98)00009-8
- Bobillo, A. M., Rodríguez-Sanz, J. A., & Tejerina-Gaite, F. (2018). Corporate governance drivers of firm innovation capacity. *Review of International Economics*, 26(3), 721-741. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/roie.12321>. doi: 10.1111/roie.12321
- Cancela, B. L., Neves, M. E. D., Rodrigues, L. L., & Dias, A. C. G. (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*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJAIM-05-2020-0068/full/html> doi: 10.1108/IJAIM-05-2020-0068

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Cao, Z., & Rees, W. (2020). Do employee-friendly firms invest more efficiently? Evidence from labor investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 65, No. Ahead of print. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119920301887?via%3Dihub> Doi: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101744
- Carter, M. E., Li, L., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2016). Excess pay and deficient performance. *Review of Financial Economics*, 30(1), 1-10. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1016/j.rfe.2015.08.003>. doi: 10.1016/j.rfe.2015.08.003
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2016). Board Independence And Operating Performance: Analysis On (French) Company And Individual Data. *Applied Economics*, 48(52), 5093-5105. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00036846.2016.1170936> doi: 10.1080/00036846.2016.1170936
- Cernat, L. (2004). The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, Or Still The Century Of Diversity?. *Journal Of European Public Policy*, 11(1), 147-166. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1350176042000164343> doi: 10.1080/1350176042000164343
- Christofi, A., Christofi, P., & Sisaye, S. (2012). Corporate sustainability: Historical development and reporting practices. *Management Research Review*, 35(2), 157–172. Disponível em <https://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/01409171211195170>. doi: 10.1108/01409171211195170
- Cremers, M. (2017). What corporate governance can learn from catholic social teaching. *Journal of Business Ethics*, 145(4), 711-724. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-016-3127-5>. doi: 10.1007/s10551-016-3127-5
- Cuadrado-Ballesteros, B., Garcia-Sanchez, I. M., & Ferrero, J. M. (2016). How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry. *Management Decision*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MD-10-2015-0454/full/html?fullSc=1&mbSc=1>. doi: 10.1108/MD-10-2015-0454
- Dakhlallh, M. M., Rashid, N., Abdullah, W. A. W., & Al Shehab, H. J. (2020). Audit Committee and Tobin's Q As A Measure of Firm Performance among Jordanian Companies. *Jour of Adv Research in Dynamical & Control Systems*, 12(1). Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Mohammad-Dakhlallh/publication/338428011_Audit_Committee_and_Tobin%27s_Q_As_A_Measure_of_Firm_Performance_among_Jordanian_Companies/links/5e15e915299bf10bc39bdab2/Audit-Committee-and-Tobins-Q-As-A-Measure-of-Firm-Performance-among-Jordanian-Companies.pdf. doi: 10.5373/JARDCS/V12I1/20201005

- Demb, A., & Neubauer, F. F. (1992). The Corporate Board: Confronting The Paradoxes. *Long Range Planning*, 25(3), 9-20.
- Dias, A., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2017). Corporate Governance Effects on Social Responsibility Disclosures. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), 3–22. Disponível em <http://ro.uow.edu.au/aabfj/vol11/iss2/2/>. doi: 10.14453/aabfj.v11i2.2
- Dias, A., Rodrigues, L. L., Craig, R., & Neves, M. E. (2019). Corporate social responsibility disclosure in small and medium-sized entities and large companies. *Social Responsibility Journal*, 15(2), 137-154. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/SRJ-05-2017-0090/full/html> doi: 10.1108/SRJ-05-2017-0090
- Edmans, A. (2012). The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility. *Academy of Management Perspectives*, 26(4), 1-19. Disponível em <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amp.2012.0046>. doi: 10.5465/amp.2012.0046
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. *The handbook of the economics of corporate governance*, 1, 383-539. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405438017300108>. doi: 10.1016/bs.hecg.2017.11.010
- Elbadry, A., Gounopoulos, D., & Skinner, F. (2015). Governance quality and information asymmetry. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2-3), 127-157. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/fmii.12026> doi: 10.1111/fmii.12026
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37–51. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1002/tqem.3310080106>. doi: 10.1002/tqem.3310080106
- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance. *Journal of Applied Accounting Research*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JAAR-03-2015-0027/full/html> doi: 10.1108/JAAR-03-2015-0027
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307. Disponível em <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/260866> doi: 10.1086/260866
- Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2019). Board, Audit Committee, Ownership And Financial Performance—Emerging Trends From Thailand. *Pacific Accounting Review*. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/PAR-10-2018-0079/full/html> doi: 10.1108/PAR-10-2018-0079
- Fauzi, F., Basyith, A., & Foo, D. (2017). Committee on board: Does it matter? A study of Indonesian Sharia-listed firms. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1316547. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2017.1316547>. doi: 10.1080/23322039.2017.1316547

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Fernandez, W. D., & Sundaramurthy, C. (2020). Boards' relevant experience and international strategy: A recipe for success or a case of too many cooks?. *Global Strategy Journal*, 10(4), 726-749. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/gsj.1392> doi: 10.1002/gsj.1392
- Fernández-Temprano, M. A., & Tejerina-Gaite, F. (2020). Types Of Director, Board Diversity And Firm Performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-03-2019-0096/full/html> doi: 10.1108/CG-03-2019-0096
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Nova Jersey: Prentice-Hall
- García-Sánchez, I. M., Gómez-Miranda, M. E., David, F., & Rodríguez-Ariza, L. (2019). Board independence and GRI-IFC performance standards: The mediating effect of the CSR committee. *Journal of Cleaner Production*, 225, 554-562. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0959652619310534> doi: 10.1016/j.jclepro.2019.03.337
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance. *Management Decision*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MD-08-2014-0519/full/html?fullSc=1>. doi: 10.1108/MD-08-2014-0519
- Gennari, F., & Salvioni, D. M. (2019). CSR committees on boards: The impact of the external country level factors. *Journal of management and Governance*, 23(3), 759-785. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-018-9442-8>. doi: 10.1007/s10997-018-9442-8
- Gupta, N., & Shaw, J. D. (2014). Employee Compensation: The Neglected Area Of Hrm Research. *Human Resource Management Review*, 24(1), 1-4. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1053482213000429> doi: 10.1016/j.hrmr.2013.08.007
- Halaoua, S., Hamdi, B., & Mejri, T. (2017). Earnings management to exceed thresholds in continental and Anglo-Saxon accounting models: The British and French cases. *Research in International Business and Finance*, 39, 513-529. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531916303063>. doi: 10.1016/j.ribaf.2016.09.019
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2019). Institutional Ownership, Independent Board, The Board Size, And Firm Performance: Evidence From Indonesia. *Contaduría Y Administración*, 64(3), 10. Disponível em http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0186-10422019000400014 doi: 10.22201/fca.24488410e.2018.1849
- 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

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Hapsoro, D., & Fadhilla, A. F. (2017). Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market. *The South East Asian Journal of Management*, 11(2), 164–183. Disponível em <http://journal.ui.ac.id/index.php/tseajm/article/view/8526>. doi: 10.21002/seam.v11i2.8526
- Hassan, Y. M., Naser, K., & Hijazi, R. H. (2016). The influence of corporate governance on corporate performance: evidence from Palestine. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(3), 269-287. Disponível em <https://www.inderscienceonline.com/doi/abs/10.1504/AAJFA.2016.079296>. doi: 10.1504/AAJFA.2016.079296
- Hoi, C. K. S., Wu, Q., & Zhang, H. (2019). Does social capital mitigate agency problems? Evidence from Chief Executive Officer (CEO) compensation. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 498-519. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X1930042X>. doi: 10.1016/j.jfineco.2019.02.009
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411–432. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-016-3099-5>. doi: 10.1007/s10551-016-3099-5
- Iverson, R. D., & Zatzick, C. D. (2011). The effects of downsizing on labor productivity: The value of showing consideration for employees' morale and welfare in high-performance work systems. *Human resource management*, 50(1), 29-44. Disponível em https://scihub.do/https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/hrm.20407?casa_token=vFwW8G8A-OIAAAAA:mQGg8od8n8UfKPWp4sHLDebdWYQy_nlisXzlRlVR4EmZBgG304JcD5G38JvWoz2qWEREQxggRMC-nA. doi: 10.1002/hrm.20407
- Iwasaki, I., & Mizobata, S. (2020). Ownership concentration and firm performance in European emerging economies: A meta-analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 32-67 disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1540496X.2018.1530107>. doi: 10.1080/1540496X.2018.1530107
- Javed, Z. H., Rao, H. H., Akram, B., & Nazir, M. F. (2015). Effect Of Financial Leverage On Performance Of The Firms: Empirical Evidence From Pakistan. *Spoudai-Journal Of Economics And Business*, 65(1-2), 87-95. Disponível em <https://spoudai.unipi.gr/index.php/spoudai/article/view/137>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X> doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Johl, S. K., Kaur, S., & Cooper, B. J. (2015). Board characteristics and firm performance: Evidence from Malaysian public listed firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), 239-243. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Shireenjit-Johl/publication/271293514_Board_Characteristics_and_Firm_Performance_Evidence_from_Malaysian_Public_Listed_Firms/links/5650fe0008ae1ef92972258a/Board-Characteristics-and-Firm-Performance-Evidence-from-Malaysian-Public-Listed-Firms.pdf
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis Of Board Size And Firm Performance: Evidence From Nse Companies Using Panel Data Approach. *Indian Journal Of Corporate Governance*, 9(2), 148-172. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/full/10.1177/0974686216666456> doi: 10.1177/0974686216666456
- Kartikasari, D., & Merianti, M. (2016). The effect of leverage and firm size to profitability of public manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 409-413. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2769118
- Kim, H. S., & Jang, S. S. (2020). The Effect Of Increasing Employee Compensation On Firm Performance: Evidence From The Restaurant Industry. *International Journal Of Hospitality Management*, 88, 102513. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278431920300657#!> doi: 10.1016/j.ijhm.2020.102513
- Kocmanová, A., Hrebíček, J., & Dočekalová, M. (2011). Corporate Governance and Sustainability. *Economics and Management*, 16, 543–549. Disponível em <https://www.taylorfrancis.com/books/9780203390122>.
- Licht, A. N., Goldschmidt, C., & Schwartz, S. H. (2005). *Culture, law, and corporate governance*. *International review of law and economics*, 25(2), 229-255.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1–33. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/2352631>. doi: 10.1086/296120
- Lisboa, I., & Paulo Esperança, J. (2010). Ownership Structure And Performance: Evidence From Portugal. *Corporate Ownership And Control*, 7(3), 25. Disponível em virtusinterpress.org/IMG/pdf/COC__Volume_7_Issue_3_Spring_2010_-2.pdf#page=23
- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., & Salman, T. (2018). Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. *Sustainability*, 10(1), 1–20. Disponível em <http://www.mdpi.com/2071-1050/10/1/207>. doi: 10.3390/su10010207
- Mainardes, E. W., Alves, H., & Raposo, M. (2011). Stakeholder Theory: Issues To Resolve. *Management Decision*, 49(2), 226-252. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/00251741111109133/full/html> doi: 10.1108/00251741111109133

- Makridou, G., Doumpos, M., & Galariotis, E. (2019). The financial performance of firms participating in the EU emissions trading scheme. *Energy Policy*, 129, 250-259. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0301421519301090>. doi: 10.1016/j.enpol.2019.02.026
- Mandac, P., & Gumus, G. (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership And Firm Performance: Evidence From Turkey. *South East European Journal Of Economics And Business*, 5(1), 57-66. Disponível em [https://content.sciendo.com/configurable/contentpage/journals\\$002fjeb\\$002f5\\$002f1\\$002farticle-p57.xml](https://content.sciendo.com/configurable/contentpage/journals$002fjeb$002f5$002f1$002farticle-p57.xml) doi: 10.2478/v10033-010-0005-4
- Manna, A., Sahu, T. N., & Gupta, A. (2016). Impact of ownership structure and board composition on corporate performance in Indian companies. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(1), 44-66. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0974686216635787> doi: 10.1177/0974686216635787
- Marimuthu, F., & Kwenda, F. (2019). The relationship between executive remuneration and financial performance in South African State-owned entities. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-18. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Ferina-Marimuthu/publication/335964513_The_Relationship_between_Executive_Remuneration_and_Financial_Performance_in_South_African_State-Owned_Entities/links/5d9117c9458515202b748aa5/The-Relationship-between-Executive-Remuneration-and-Financial-Performance-in-South-African-State-Owned-Entities.pdf
- Martín, C. J. G., & Herrero, B. (2020). Do Board Characteristics Affect Environmental Performance? A Study Of Eu Firms. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 27(1), 74-94. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/csr.1775> doi: 10.1002/csr.1775
- 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. Disponível em <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/3/1586>. doi: 10.3390/su13031586
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-06-2018-0211/full/html>. doi: 10.1108/CG-06-2018-0211
- Miralles-Marcelo, J. L., del Mar Miralles-Quirós, M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156-168. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1877858514000308> doi: 10.1016/j.jfbs.2014.03.002

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Mohammed, B. H., Flayyih, H. H., Mohammed, Y. N., & Abbood, H. Q. (2019). The effect of audit committee characteristics and firm financial performance: An empirical study of listed companies in Iraq stock exchange. *Journal of Engineering and Applied Science*, 14(4), 4919-4926.
- Neves, E. D. (2014). Ownership structure and investor's sentiments for dividends. *International Journal of Financial Research*, 5(2), 35. Disponível em <http://www.sciedu.ca/journal/index.php/ijfr/article/view/4539> doi: 10.5430/ijfr.v5n2p35
- Neves, M., & Branco, J. (2020). Determinants of R&D on European high technology industry: panel data evidence. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MRJIAM-11-2019-0969/full/html>. doi: 10.1108/MRJIAM-11-2019-0969
- Neves, M. E., Henriques, C., & Vilas, J. (2019). Financial performance assessment of electricity companies: evidence from Portugal. *Operational Research*, 1-49. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007%2Fs12351-019-00504-1>. doi: 10.1007/s12351-019-00504-1
- Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2-22. Disponível em <https://sci-hub.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. Disponível em <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/4/67/htm> doi: 10.3390/jrfm13040067
- Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention. *International Journal of Accounting & Information Management*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJAIM-08-2019-0094/full/html>. doi: 10.1108/IJAIM-08-2019-0094
- Orozco, L. A., Vargas, J., & Galindo-Dorado, R. (2018). Trends on the relationship between board size and financial and reputational corporate performance. *European Journal of Management and Business Economics*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/EJMBE-02-2018-0029/full/html>. doi: 10.1108/EJMBE-02-2018-0029

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Pais, M. A., & Gama, P. M. (2015). Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence. *International journal of managerial finance*. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/278162113_Working_capital_management_and_SMEs_profitability_Portuguese_evidence doi: 10.1108/IJMF-11-2014-0170
- Palaniappan, G. (2017). Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry. *European Journal of Management and Business Economics*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/EJMBE-07-2017-005/full/html>. doi: 10.1108/EJMBE-07-2017-005
- Pekovic, S., & Vogt, S. (2020). The fit between corporate social responsibility and corporate governance: the impact on a firm's financial performance. *Review of Managerial Science*, 1-31. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11846-020-00389-x>. doi: 10.1007/s11846-020-00389-x
- Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/0022-1082.00115>. doi: 10.1111/0022 1082.00115
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. Disponível em <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/250042>. doi: 10.1086/250042
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251-1297. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11846-019-00330-x>. doi: 10.1007/s11846-019-00330-x
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*. Disponível em https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJLMA-03-2019-0076/full/html?skipTracking=true&utm_source=TrendMD&utm_medium=cpc&utm_campaign=Managerial_Law_TrendMD_1&WT.mc_id=Emerald_TrendMD_1. doi: 10.1108/IJLMA-03-2019-0076
- Rashid, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34-49. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2314721016300238>. doi: 10.1016/j.fbj.2017.11.003
- Rehman, A. U., Ali, T., Hussain, S., & Waheed, A. (2021). Executive remuneration, corporate governance and corporate performance: Evidence from China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-26. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1331677X.2020.1867214>. doi: 10.1080/1331677X.2020.1867214

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), 137-151. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943615000791>. doi: 10.1016/j.brq.2015.08.001
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 841–878. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-016-9361-5#citeas> doi: 10.1007/s10997-016-9361-5
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341–350. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296314002215>. doi: 10.1016/j.jbusres.2014.06.024
- Sanchez-Marin, G., Lozano-Reina, G., Baixauli-Soler, J. S., & Lucas-Perez, M. E. (2017). Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(4), 226-239. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943617300439> . doi: 10.1016/j.brq.2017.07.001
- 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
- Schmidt, R. H., & Tyrell, M. (1997). Financial systems, corporate finance and corporate governance. *European Financial Management*, 3(3), 333-361. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-036X.00047> doi: 10.1111/1468-036X.00047
- Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195-217. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-007-9092-8#citeas> doi: 10.1007/s11187-007-9092-8
- Shrivastava, P., & Addas, A. (2014). The impact of corporate governance on sustainability performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(1), 21–37. Disponível em <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/20430795.2014.887346>. doi: 10.1080/20430795.2014.887346
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2018). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171-190. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-8551.12237>. doi: 10.1111/1467-8551.12237

- Smirnova, A. S., & Zavertiaeva, 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. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531916302616> doi: 10.1016/j.ribaf.2017.07.009
- Sorensen, D. P., & Miller, S. E. (2017). Financial accounting scandals and the reform of corporate governance in the United States and in Italy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-05-2016-0125/full/html>. doi: 10.1108/CG-05-2016-0125
- Spitzeck, H. (2009). The development of governance structures for corporate responsibility. *Corporate Governance: The international journal of business in society*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14720700910985034/full/html>. doi: 10.1108/14720700910985034
- Srivastava, V., Das, N., & Pattanayak, J. K. (2018). Corporate governance: mapping the change. *International Journal of Law and Management*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJLMA-11-2016-0100/full/html>. doi: 10.1108/IJLMA-11-2016-0100
- 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 and Governance*, 20(3), 447–483. doi: 10.1007/s10997-014-9307-8
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2020). Corporate Social Performance and Firm Performance: Comparative Study among Developed and Emerging Market Firms. *Sustainability*, 12(1), 26. Disponível em <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/1/26>. doi: 10.3390/su12010026
- Toms, S. (2019). Financial scandals: a historical overview. *Accounting and Business Research*, 49(5), 477-499. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00014788.2019.1610591>. doi: 10.1080/00014788.2019.1610591
- Tong, S., & Junarsin, E. (2013). Do Private Firms Outperform Soe Firms After Going Public In China Given Their Different Governance Characteristics? *Gadjah Mada International Journal Of Business*, 15(2). Disponível em <https://search.informit.org/doi/abs/10.3316/informit.486267206940121>
- Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 1ª Edição. United States: Oxford University Press.
- Tulung, J. E., & Ramdani, D. (2018). Independence, size and performance of the board: An emerging market research. *Corporate Ownership & Control*, 15(2). Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3133857
- Vieira, E., Neves, E., & Dias, A. (2019). Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJPPM-06-2018-0210/full/html> doi: 10.1108/IJPPM-06-2018-0210

- Vintila, G., & Nenu, E. A. (2015). An Analysis of determinants of corporate financial performance: Evidence from the bucharest stock exchange listed companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(3). Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Alexandra-Nenu/publication/282376649_An_Analysis_of_Determinants_of_Corporate_Financial_Performance_Evidence_from_the_Bucharest_Stock_Exchange_Listed_Companies/links/5ba0b7db45851574f7d2a0b4/An-Analysis-of-Determinants-of-Corporate-Financial-Performance-Evidence-from-the-Bucharest-Stock-Exchange-Listed-Companies.pdf
- Voinea, M. M., & Hromei, A. S. (2014). Valuation And Creative Accounting. *Cross-Cultural Management Journal*, 16(1). Disponível em https://seaopenresearch.eu/Journals/articles/CMJ2014_I1_16.pdf
- Waheed, A., & Malik, Q. A. (2019). Board characteristics, ownership concentration and firms' performance: A contingent theoretical based approach. *South Asian Journal of Business Studies*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/SAJBS-03-2018-0031/full/html>. doi: 10.1108/SAJBS-03-2018-0031
- Wei, Y., Nan, H., & Wei, G. (2020). The impact of employee welfare on innovation performance: Evidence from China's manufacturing corporations. *International Journal of Production Economics*, 228, 107753. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0925527320301389>. doi: 10.1016/j.ijpe.2020.107753
- Willim, A. P. (2015). Price book value & tobin's Q: Which one is better for measure corporate governance. *Eur. J. Bus. Manage*, 7(27), 74-79. Disponível em <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.735.6836&rep=rep1&type=pdf>
- Yperen, N. V. (2003). The Perceived Profile Of Goal Orientation Within Firms: Differences Between Employees Working For Successful And Unsuccessful Firms Employing Either Performance-Based Pay Or Job-Based Pay. *European Journal Of Work And Organizational Psychology*, 12(3), 229-243. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13594320344000110> doi: 10.1080/13594320344000110
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic Performance, Financial Leverage And Financial Crisis: Evidence From Gcc Countries. *Euromed Journal Of Business*. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/278795044_Dynamic_performance_financial_leverage_and_financial_crisis_evidence_from_GCC_countries doi: 10.1108/EMJB-08-2014-0022
- Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability*, 10(8), 2607. Disponível em <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/8/2607>. doi: 10.3390/su10082607

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica

- Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board Of Directors, Audit Committee, And Firm Performance: Evidence From Greece. *Journal Of International Accounting, Auditing And Taxation*, 31, 20-36. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1061951818300673> doi: 10.1016/j.intaccaudtax.2018.03.002
- 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. Disponível em <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=596096>.

APÊNDICES

APÊNDICE 1. EMPRESAS COTADAS NA *EURONEXT LISBON* PRESENTES NO ESTUDO

Empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

Altri, SPGS, S.A.	Mota Engil, SPGS, S.A.
Cofina, SPGS, S.A.	NOS, SPGS, S.A.
Corticeira Amorim, SPGS, S.A.	Novabase – Soc. Gest. de Particip. Sociais, S.A.
EDP – Energias de Portugal, S.A.	Ramada – Investimentos e Indústria, S.A.
Estoril Sol, SPGS, S.A.	Reditus – Soc. Gest. de Part. Sociais, S.A.
Galp Energia, SPGS, S.A.	REN – Redes Energéticas Nacionais, SPGS, S.A.
Glintt – Global Intelligent Technologies, S.A.	Semapa – Soc. De Inv. e Gestão, SPGS, S.A.
Grupo Media Capital, SPGS, S.A.	Sonae, SPGS, S.A.
Ibersol, SPGS, S.A.	Sonae Capital, SPGS, S.A.
Imobiliária Contrutora Grão Pará, S.A.	Sonae Indústria, SPGS, S.A.
Impresa – Soc. Gestora de Particip. Sociais, S.A.	Sonaecom, SPGS, S.A.
Inapa – Invest., Participações e Gestão, S.A.	Sumol+Compal, S.A.
Jerónimo Martins, SPGS, S.A.	Teixeira Duarte, S.A.
Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, S.A.	The Navigator Company, S.A.
Litho Formas, S.A.	Toyota Caetano Portugal, S.A.
Luz Saúde, S.A.	VAA – Vista Alegre Atlantis, S.A.
Martifer, SPGS, S.A.	

APÊNDICE 2. EMPRESAS COTADAS NA MADRID STOCK EXCHANGE PRESENTES NO ESTUDO

Empresas cotadas na Madrid Stock Exchange	
Acciona, S.A.	Industria de Diseño Textil, S.A.
Acerinox, S.A.	Inmobiliaria Colonial Socimi, S.A.
ACS, Act. de Construcción y Servicios, S.A.	Inmobiliaria del Sur, S.A.
Adolfo Dominguez, S.A.	Laboratorios Reig Jofre, S.A.
Amadeus It Group, S.A.	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.
Applus Services, S.A.	Lingotes Especiales, S.A.
Atresmedia Corp. de Medios de Comunicación, S.A.	Liwe Española, S.A.
Ayco Grupo Inmobiliario, S.A.	Minerales y Productos Derivados, S.A.
Azkoyen, S.A.	Miquel y Costas & Miquel, S.A.
Baron de Ley, S.A.	Montebalito, S.A.
Bodegas Riojanas, S.A.	Naturgy Energy Group, S.A.
Cementos Molins, S.A.	Nicolas Correa, S.A.
Cie Automotive, S.A.	Nyesa Valores Corporación, S.A.
Clinica Baviera, S.A.	Obrascon Huarte Lain, S.A.
Compañía de Dist. Int. Logística Holdings, S.A.	Prim, S.A.
Compañía Lev. de Edif. y Obras Públicas, S.A.	Prosegur Compañía de Seguridad, S.A.
Corporación Emp. de Materiales de Construcción, S.A.	Realia Business, S.A.
Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A.	Red Electrica Corporación, S.A.
Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A.	Repsol, S.A.
Ebro Foods, S.A.	Sacyr, S.A.
Ecolumber, S.A.	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.
Elecnor, S.A.	Sniace, S.A.
Enagas, S.A.	Telefonica, S.A.
Ence Energía y Celulosa, S.A.	TR Hotel Jardin del Mar, S.A.
Endesa, S.A.	Tubacex, S.A.
Ercros, S.A.	Tubos Reunidos, S.A.
Faes Farma, S.A.	Urbar Ingenieros, S.A.
Fluidra, S.A.	Vidrala, S.A.
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	Viscofan, S.A.
Iberdrola, S.A.	Zardoya Otis, S.A.

APÊNDICE 3. ESTATÍSTICA DESCRITIVA PARA PENÍNSULA IBÉRICA

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
ROA	5,017	-57,958	425,396	19,552
QTobin	0,734	0	7,418	1,09
BSize	9,721	2	21	3,753
BInd	0,326	0	1,714	0,233
AudCom	0,764	0	1	0,425
OwnC	2,181	1	6	1,357
CSRCom	0,12	0	1	0,325
CEORem	13,051	8,294	16,503	1,292
EmpComp	11,297	2,04	16,221	2,126
Size	13,769	7,869	18,681	2,141
Lev	62,79	2,261	271,64	27,792

A presente tabela apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes utilizadas no estudo e relativas à Península Ibérica

Relativamente à estatística descritiva infracitada, os resultados apresentam-se muito semelhantes aos da tabela 3.2, uma vez que esta amostra é constituída na sua maioria por empresas espanholas (aproximadamente 65%). Previsivelmente, os valores das variáveis dependentes tomam valores pouco favoráveis, o que demonstra genericamente que as empresas da Península Ibérica apresentam uma operacionalização média dos ativos pouco eficiente e simultaneamente, que não se encontram motivadas para a realização de eventuais investimentos.

De acordo com o que se constatou nas tabelas anteriores, a variável Lev é a que apresenta um maior valor de dispersão (27,792), ao mesmo tempo que apresenta o maior valor médio (62,79), o que prova que as empresas em análise apresentam uma forte dependência de capital de terceiros.

APÊNDICE 4. RESULTADOS OBTIDOS PARA PENÍNSULA IBÉRICA

	ROA				QTOBIN			
	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P Value	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P Value
Constante	170,688	23,837	7,16	0,000 ***	-5,716	2,071	-2,76	0,006 ***
L1	-0,212	0,002	-107,52	0,000 ***	-0,012	0,006	-1,97	0,049 **
BSize	0,766	0,065	11,82	0,000 ***	0,048	0,008	5,87	0,000 ***
BInd	16,985	2,046	8,3	0,000 ***	-0,686	0,163	-4,22	0,000 ***
AudCom	-112,603	4,989	-22,57	0,000 ***	5,488	1,414	3,88	0,000 ***
OwnConc	-32,059	11,421	-2,81	0,005 ***	-1,068	0,384	-2,78	0,005 ***
CEORem	0,14	0,364	0,38	0,700	0,063	0,007	8,84	0,000 ***
CSRCom	-164,958	45,808	-3,6	0,000 ***	-11,767	3,434	-3,43	0,001 ***
EmpComp	8,345	0,855	9,76	0,000 ***	-0,739	0,039	-19,09	0,000 ***
Size	-5,019	1,137	-4,42	0,000 ***	1,014	0,077	13,16	0,000 ***
Lev	-0,897	0,003	-316,33	0,000 ***	-0,006	0,001	-5,66	0,000 ***
Sargan			27,591(23)	0,232			27,448(23)	0,237
Wald			3,71E+06(10)	0,000			1347,76(10)	0,000
m1			-1,184	0,237			-1,708	0,088
m2			-0,854	0,393			0,597	0,550

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. De salientar que: i) *** e ** indica nível de significância a 1% e 5%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis to teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5%, o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal N (0,1) e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de auto correlação de segunda ordem.

A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica