



Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração

Politécnico de Coimbra



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Inês Santos Neves

**Fatores que influenciam a performance das empresas ibéricas: a
importância da *corporate governance*, do fator ambiental e da crise
pandémica**

Coimbra, outubro de 2022



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Inês Santos Neves

**Fatores que influenciam a performance das empresas
ibéricas: a importância da *corporate governance*, do fator
ambiental e da crise pandémica**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria Elisabete Neves e coorientação do Professor Doutor Pedro Pinto.

Coimbra, outubro de 2022

DEDICATÓRIA

À minha família

Aos meus amigos

AGRADECIMENTOS

Este espaço é dedicado a todas as pessoas que, direta ou indiretamente, fizeram parte deste processo e contribuíram para a realização desta dissertação.

Um especial agradecimento à minha orientadora, Professora Doutora Maria Elisabete Neves, por todo o constante apoio, incentivo e acompanhamento durante este percurso. Obrigada por ser um exemplo de profissionalismo e dedicação. Agradeço também ao meu coorientador, Professor Doutor Pedro Pinto.

À minha família, em especial aos meus pais, por todo o esforço para me apoiarem nas minhas escolhas e pela concretização deste grande objetivo. Por tudo o que sou e tenho hoje, a eles o devo. Às minhas irmãs, por também estarem sempre presentes, a celebrar cada passo desta grande caminhada.

A todos os amigos, que acompanharam este percurso, agradeço todos os momentos de partilha e todas as palavras de incentivo e de conforto. Obrigada por acreditarem sempre em mim e no meu trabalho.

E porque sozinha não seria possível, deixo o meu mais sincero agradecimento a todas estas pessoas incríveis que tenho o privilégio de ter na minha vida.

RESUMO

Esta dissertação tem como principal objetivo estudar a influência de fatores de *Corporate Governance*, um fator ambiental, características específicas das empresas e variáveis macroeconómicas na performance das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e na *Madrid Stock Exchange*.

Para alcançar o objetivo proposto, foi analisada uma amostra composta por um total de 74 empresas ibéricas, para o período compreendido entre 2015 e 2020.

A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas foi o modelo de dados em painel, especificamente o método de estimação GMM (*Generalized Method of Moments*) desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Os resultados obtidos, mostram genericamente que, as variáveis com impacto na performance das empresas variam consoante a variável de performance empresarial utilizada e conseqüentemente de acordo com os interesses de cada um dos diferentes *stakeholders*. Os resultados enfatizam ainda as nefastas conseqüências da crise provocada pela COVID-19, em todas as medidas de performance. Ao mesmo tempo, os resultados sugerem a necessidade de os gestores utilizarem mecanismos menos lícitos que permitam ultrapassar a imensa burocracia existente, com índices de corrupção elevados, para aumentar o desempenho. O efeito negativo da diversidade de género no conselho de administração sugere que os gestores e acionistas não avaliam positivamente a presença das mulheres nos Conselho de Administração. Talvez porque não acreditam no seu valor dada a aversão ao risco e decisões demasiado ponderadas que não acrescentem valor, ou pela imposição de quotas, motivada por leis e pressões sociais, o impacto do género no desempenho é negativo (tanto medido através do ROA como do ROE). A independência do Conselho de Administração é crucial na visão dos acionistas para gerar rendibilidade (medida através do ROE), no entanto na ótica dos potenciais investidores, estes não acreditam que a independência ajude na criação de oportunidades de crescimento (Q Tobin). Por fim, o esforço de assumir a responsabilidade ambiental empresarial é valorizado tanto por acionistas como sociedade civil e potenciais investidores.

Palavras-chave: *Corporate Governance*, fator ambiental, covid-19, desempenho empresarial; Portugal; Espanha.

ABSTRACT

This dissertation aims to study the influence of corporate governance determinants, environmental factors, macroeconomic variables and company-specific characteristics on the performance of companies listed on Euronext Lisbon and on the Madrid Stock Exchange.

In the present study, to achieve the proposed objective, a sample composed of a total of 74 companies was analyzed, being 60 companies listed on the Continuous Market of the Madrid Stock Exchange and 14 companies listed on Euronext Lisbon, for the period from 2015 to 2020.

The methodology used to test the formulated hypotheses was the panel data model, specifically the GMM (Generalized Method of Moments) estimation method developed by Arellano and Bover (1995) and Blundell and Bond (1998).

The results obtained, show that, the significant variables vary depending on the business performance variable used. The indebtedness and the gender diversity present a negative effect on the companies' performance, when the objective is to evaluate the internal economic environment to the companies (ROA), in contrast, the environmental factor positively influences the ROA. Size and indebtedness present a negative relationship in the financial performance of Iberian companies, when it is calculated through ROE, whereas the environmental factor presents a positive relationship. The market indicator (Tobin's Q) is positively influenced by the corruption index. Finally, there is a negative relationship between debt and Tobin's Q, and between size and Tobin's Q.

Keywords: Corporate Governance, environmental factor, covid-19, business performance; Portugal; Spain.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO	14
1. CAPÍTULO 1 – REVISÃO DE LITERATURA	18
1.1 Características-de <i>Corporate Governance</i>	18
1.1.1 Independência do Conselho de Administração.....	18
1.1.2 Diversidade de género.....	21
1.2 Fator ambiental	24
1.3 Características Específicas das Empresas.....	27
1.3.1 Endividamento.....	27
1.3.2 <i>Cash Flow</i>	29
1.3.3 Dimensão da empresa.....	31
1.4 Características do ambiente macroeconómico	33
1.4.1 Índice de Perceção de Corrupção.....	33
1.4.2 Efeito Covid	35
2. CAPÍTULO 2- METOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	37
2.1 Horizonte temporal e amostra estatística.....	37
2.2 Variáveis em estudo	38
2.2.1 Variáveis dependentes.....	38
2.2.2 Variáveis independentes.....	39

2.3	Método de Estimação	42
2.4	Testes	42
2.5	Modelos Empíricos	44
3.	CAPÍTULO 3- APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	46
3.1	Estatísticas descritivas	46
3.2	Resultados	47
3.3	Discussão Geral	53
	CONCLUSÃO	55
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	58
	APÊNDICES	69

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1.1 - Itens que compõem o fator ambiental.....	24
Tabela 2.1 - Descrição das variáveis dependentes.....	37/38
Tabela 2.2 - Descrição das variáveis independentes.....	39/40
Tabela 2.3 – Construção do fator ambiental.....	40
Tabela 3.1 - Estatísticas descritivas.....	45
Tabela 3.2 - Resultados de Estimação do Modelo 1.....	46
Tabela 3.3 - Resultados de Estimação do Modelo 2.....	48
Tabela 3.4 - Resultados de Estimação do Modelo 3.....	50

LISTA DE ABREVIATURAS, ACRÓNIMOS E SIGLAS

AEC	Arquitetura, Engenharia e Construção
CA	Conselho de Administração
CF	<i>Cash Flow</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i> (Resultados antes de Juros e Impostos)
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i> (Normas Internacionais de Relato Financeiro)
LEV	<i>Leverage</i> (Endividamento)
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
PME	Pequenas e Médias Empresas
ROA	<i>Return on Assets</i> (Rendibilidade Operacional dos Ativos)
ROE	<i>Return on Equity</i> (Rendibilidade do Capital Próprio)
RSE	Responsabilidade Social Empresarial
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SAD's	Sociedades Anónimas Desportivas
TAIEX	<i>Taiwan Capitalization Weighted Stock Index</i>

INTRODUÇÃO

O *Corporate Governance* (CG) refere-se a sistemas, mecanismos, processos e estruturas através dos quais as empresas são controladas e dirigidas (Aboagye & Otieku, 2010; Puni & Anlesinya, 2020). O melhor desempenho financeiro tem sido frequentemente referido como um dos principais benefícios que decorrem da adoção de bons mecanismos e estruturas de CG nas organizações. Estes mecanismos desempenham um papel importante na garantia da competitividade e sustentabilidade nas empresas (Aboagye & Otieku, 2010; Ehikioya, 2009).

A implementação das características de *Corporate Governance* de forma consciente, com significado e propósito por todas as partes interessadas, desencadeia uma melhoria significativa no desempenho financeiro nas empresas (Handriani & Robiyanto, 2019).

Para que as empresas cresçam no mercado devem desenvolver produtos e serviços inovadores, em relação à concorrência do mercado e, implementar comportamentos, e ações que promovam o bem-estar dos seus *stakeholders*, através de mecanismos essenciais, como as características de *Corporate Governance*, com o propósito de promover o sucesso da empresa (Almagtome, Khaghaany, & Önce, 2020).

Na sequência de falhas generalizadas de governação empresarial em diferentes países, o Governo português e espanhol, apelam a mudanças no âmbito do direito das sociedades, bem como à melhoria das práticas de *Corporate Governance*. Alguns países adotam regulamentações obrigatórias estritas, como por exemplo a Lei Sarbanes-Oxley nos EUA), enquanto outros países assumem abordagens mais flexíveis e voluntárias para orientar as práticas de *Corporate Governance*, como por exemplo as recomendações de Cadbury no Reino Unido (Bruno & Claessens, 2010). No entanto, a implementação de novas ou melhores práticas nem sempre implicam melhoria significativa da performance e do valor da empresa, como se poderá constatar no estudo pois muitas vezes o *tradeoff* custo vs benefício da adoção destas práticas não é compensador em termos de performance empresarial (Lin, Law, Ho & Sambasivan, 2019).

A composição do Conselho de Administração é uma variável relevante no estudo do *corporate governance* das empresas. A diversidade de género é vista como fator de especialização, melhoria da qualidade de decisões, maior preocupação das partes interessadas e redução de problemas de informação assimétrica, o que direciona a um melhor desempenho das empresas (Boukattaya & Omri, 2021). Contrariamente, no presente estudo, evidencia-se uma relação negativa entre a diversidade de género e a performance das empresas portuguesas e espanholas. A independência do Conselho de Administração é outra característica do Conselho de Administração relevante para no estudo do *corporate governance*. Esta variável deve contribuir para uma gestão objetiva e imparcial, com o objetivo de mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas promovendo os interesses das diversas partes interessadas (Neves, Santos, Proença & Pinho, 2022).

Devido à reduzida preocupação ambiental e às elevadas pressões de questões ambientais, as empresas pretendem concentrar-se em integrarem processos sustentáveis e amigavelmente ambientais (Muangmee, Dacko-Pikiewicz, Meekaewkunchorn, Kassakorn & Khalid, 2021). Mas, os custos elevados incorridos na adoção de práticas ambientais podem prejudicar o desempenho das empresas (Madaleno, Robaina, Dias & Meireles, 2020).

O Covid-19 afetou países de todo o mundo, interrompendo os níveis económicos e os negócios de todos os setores, além de alterar a vida quotidiana de toda a população. O tempo de incerteza vivido, a redução de produção e serviços, afetou a maioria dos desempenhos das empresas de todo o mundo, criando impactos significativos na economia global (Alessa, Alotaibie, Elmoez & Alhamad, 2021).

A presente dissertação tem como objetivo estudar de que forma os fatores de *Corporate Governance*, o fator ambiental, algumas características específicas das empresas e as variáveis macroeconómicas impactam no desempenho empresarial. Face às lacunas identificadas, este estudo surge de modo a ampliar a literatura em torno da influência de várias variáveis relevantes, como a diversidade de género, a independência do Conselho de Administração, o fator ambiental, o endividamento, o *cash flow*, o covid-19, entre outras, na performance, nomeadamente no contexto português e espanhol.

O desempenho empresarial será avaliado através de três indicadores que tradicionalmente são utilizados como *proxies* da performance, nomeadamente: a Rendibilidade Operacional do Ativo (Retur on Assets - ROA), que avalia o ambiente económico interno da empresa, normalmente de interesse da gestão, a Rendibilidade do Capital Próprio (Retur non Equity - ROE), para aferir o interesse genérico do acionista e, o Q de Tobin, que se apresenta como um indicador de mercado de interesse aos potenciais investidores, externos à empresa.

Recorreu-se à metodologia de dados em painel, especificamente ao método de estimação GMM system, proposto por Arrelano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) para testar as hipóteses formuladas de acordo com a revisão da literatura. Para alcançar o objetivo deste estudo, foram recolhidos dados de empresas cotadas em Portugal e Espanha para o período de 2015 a 2020, considerado de alguma tranquilidade em ambos os mercados e de algum crescimento económico até 2019, pré-pandemia, apresentando-se 2020 como exceção pelas consequências do Covid-19. Como variáveis independentes surge o *Corporate Governance*, a diversidade de género, a independência do Conselho de Administração e um conjunto de características empresariais (endividamento, cash-flow e a dimensão). Por fim, foram utilizados: um fator ambiental, o índice de perceção de corrupção de cada país, bem como uma variável dummy para 2020, ano da COVID-19.

Os resultados sugerem que, os determinantes da performance empresarial variam de acordo com a variável dependente utilizada, em linha com Vieira, Neves e Dias (2019). A diversidade de género do Conselho de Administração tem influência negativa nas variáveis contabilísticas de rendibilidade. Os gestores e os atuais acionistas não consideram a presença do elemento feminino como potencializador de melhores níveis de desempenho. A independência do Conselho de Administração revela-se importante na ótica dos acionistas, na medida em que proporciona melhores níveis de rendibilidade financeira. No entanto, para os *stakeholders* externos, esta independência pode ser questionável e nessa medida os potenciais investidores e os externos à empresa não acreditam que tal possa potenciar mais oportunidades de crescimento às empresas. Em diversas circunstâncias, os acionistas escolherem de alguma forma estes conselheiros e que os externos duvidam da sua idoneidade, o que é visível na perspetiva dos desafios

de sustentabilidade, nomeadamente ambientais, o esforço de assumir a responsabilidade ambiental empresarial é valorizado pelos acionistas, pela sociedade civil e potenciais investidores.

Tanto quanto se sabe este trabalho é original e espera-se que tenha contributos valiosos para um leque variado de *stakeholders*. Os académicos poderão ter neste trabalho um alicerce a outras investigações; os gestores podem perceber o impacto das suas decisões nos níveis de desempenho económico da empresa, os acionistas, potenciais investidores e sociedade civil, têm acesso à perceção dos níveis de rentabilidade financeira potenciais e dos níveis de oportunidades de crescimentos destas empresas, sob o desafio das práticas de sustentabilidade.

Esta dissertação está organizada em 3 capítulos. O primeiro capítulo apresenta a revisão de literatura e respetivas hipóteses sobre as várias dimensões de *Corporate Governance*, e características específicas da empresa assim como o fator ambiental e índice de perceção de corrupção. O segundo capítulo apresenta o *research design*, designadamente o horizonte temporal, a amostra, as variáveis o método de estimação e modelos. O terceiro capítulo apresenta e analisa os resultados. Por fim, são apresentadas as conclusões da dissertação, identificadas algumas limitações do estudo e, propostas sugestões para investigações futuras.

1. CAPÍTULO 1 – REVISÃO DE LITERATURA

Na literatura podem encontrar-se inúmeras variáveis relacionadas com o desempenho empresarial. Estas variáveis estão normalmente divididas em diferentes grupos, como por exemplo as características de CG, as características específicas das empresas e recentemente as variáveis associadas à sustentabilidade. Nesta medida, também nesta dissertação se pretende incluir um conjunto de variáveis separadas por grupos para perceber quais as características que mais influenciam o desempenho das empresas da Península Ibérica.

1.1 Características-de *Corporate Governance*

As questões relacionadas com o *Corporate Governance* são muito importantes quando se aborda os problemas financeiros corporativos. Uma boa qualidade e gestão do *corporate governance* pode reduzir conflitos de agência e aumentar a divulgação que pode limitar a assimetria de informação (Ruwanti, Chandrarin & Assih, 2019). A independência e a diversidade de género do Conselho de Administração são fatores do *corporate governance* que influenciam a performance das empresas, como é estudado seguidamente.

1.1.1 Independência do Conselho de Administração

A independência do Conselho de Administração é uma característica muito relevante para os estudos de *Corporate Governance*. Os membros independentes têm a capacidade de controlar a gestão de topo e reduzir os problemas de agência, principalmente o problema de informação assimétrica (Saidat, Silva & Seaman, 2019).

Um membro independente é aquele que não possui recursos financeiros, gestão, participação em ações ou relações familiares com outros membros do Conselho, ou quaisquer outras relações que possam afetar a sua capacidade de agir de forma independente (Sulistyowati, 2017). Singh, Tabassum, Darwish & Batsakis (2018) referem que a presença de membros independentes pode aumentar a eficácia e o desempenho global do Conselho de Administração. Podem atuar como mecanismo de

monitorização eficaz no Conselho de Administração e relativamente aos membros dependentes, revelam maior capacidade para proteger os interesses dos acionistas.

Ahmadi, Nakaa & Bouri (2018) tendo uma consideração uma amostra de 108 empresas francesas cotadas no CAC 40 entre 2011 e 2013, concluíram que, a independência do Conselho de Administração apresenta uma relação significativa e positiva com o desempenho empresarial (ROA e ROE). Argumentam que as empresas com maior número de membros independentes nos Conselho de Administração melhoram o valor, na medida em que, não há interesse pessoais envolvidos. Também Daily, Dalton e Cannella, (2003) e Fernández-Temprano e Tejerina-Gaite, (2020) referem que, um maior número de administradores independentes aumenta a supervisão e o controlo empresarial dando origem a melhor desempenho. Kao, Hodgkinson & Jaafar (2019), evidenciam também uma relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho das empresas taiwanesas, para variáveis económicas e financeiras (ROA e ROE) e de mercado (Q de Tobin).

Num estudo com o objetivo de analisar as características do Conselho de Administração que influenciam o desempenho empresarial de 34 países: África, Ásia, Europa (incluindo Portugal e Espanha), América Latina, América do Norte e Oceânia, a independência do Conselho de Administração condiciona positivamente o desempenho das empresas, aferido pelo Q de Tobin (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). Os autores referem que, os membros independentes nos conselhos de administração desempenham um papel de monitorização relevante, na defesa dos direitos dos acionistas, nomeadamente dos minoritários.

Napitupulu, Situngkir, Basuki & Nugroho (2020) com base numa amostra de 52 empresas industriais cotadas na Bolsa de Valores da Indonésia, concluíram que, o desempenho empresarial, aferido pelo ROA, melhora na presença de membros independentes no Conselho de Administração, na medida em que, fornecem orientações, diretrizes e supervisionam a gestão. Liu, Miletkov, Wei & Yang (2015) e Ben Bark & Legendre (2017) identificam também uma relação positiva entre a independência do conselho de administração e o desempenho (ROE e ROA).

Num estudo recente Neves *et al.* (2022) identificam uma relação positiva entre ROA e independência do Conselho de Administração sugerindo que a presença de membros externos e independentes da empresa pode constituir uma mais-valia, na medida em que, podem propor melhorias nas metodologias de gestão que fomentam o desempenho. No, utilizando o Q de Tobin como proxy de desempenho empresarial, referem ainda um efeito oposto, sugerindo que a presença de membros independentes possui pouca credibilidade e confiança junto dos *stakeholders* externos. Os membros independentes podem não desenvolver as suas funções de forma competente, uma vez que, exercem funções simultâneas fora da empresa.

Também, Karim, Manab & Ismail (2020) consideram que, o envolvimento excessivo dos membros independentes na atividade quotidiana das empresas, pode restringir os gestores na realização das suas atividades podendo condicionar o desempenho global

Por sua vez, Zhou, Owusu-Ansah & Maggina (2018) num trabalho realizado com empresas cotadas na Bolsa de Valores de Atenas entre 2008 e 2012, dão conta de uma relação negativa entre independência do Conselho de Administração e o desempenho empresarial, avaliado pelo ROA. Referem os autores que, os membros independentes são “outsiders” e não possuem conhecimentos específicos sobre as atividades operacionais das empresas. Também Rashid (2018) e Singh *et al.* (2018) identificam para uma relação negativa, associada ao facto de os membros independentes desenvolverem as suas funções de forma menos eficaz, uma vez que não se encontram em exclusividade.

Para Karim *et al.* (2020) a independência do Conselho de Administração afeta negativamente o valor de mercado, calculado pelo ROA e pelo Q de Tobin, das empresas na Malásia, nas quais o envolvimento excessivo dos membros independentes nas funções diárias da empresa cria obstáculos para os gestores realizarem as suas ações de forma eficaz.

Dado que não existe um consenso na literatura acerca do sinal e significância entre as variáveis em estudo, formula-se a primeira hipótese, sem sinal definido.

H₁: Existe uma relação significativa entre a independência do Conselho de Administração e a performance das empresas.

1.1.2 Diversidade de género

A diversidade de género assume não só como uma característica chave na composição dos conselhos de administração, bem como, pela relevância que lhe é atribuída no âmbito do *Corporate Governance* (Zaid, Wang, Adib, Sahyouni & Abuhijleh, 2020) e do desempenho empresarial.

A literatura sugere que a presença das mulheres proporciona contribuições valiosas para as empresas, atendendo às características cognitivas, atributos e valores que possuem. São consideradas mais influentes pelas comunidades, estimulam a comunicação entre membros, oferecem maior diversidade de perspetivas, criam bom ambiente de trabalho, são mais comunicativas e mais preocupadas com as necessidades de um número significativo de *stakeholders*. As mulheres podem proporcionar perspetivas de gestão diferentes e mais diversificadas (Gaio & Gonçalves, 2022). Benito-Osorio, Jiménez, Díaz Dávila & Zazo Vaquero (2019) afirmam que as diferenças na forma como agem e se comportam os membros de géneros opostos, relativamente a cada decisão, proporciona um enriquecimento ao nível dos procedimentos empresariais.

O ranking de igualdade de género “The Global Gender Gap Report 2021”, publicado pelo Fórum Económico Mundial, analisa a igualdade entre homens e mulheres na Participação e Oportunidade Económica, Educação, Saúde e Sobrevivência e Capacitação Política, através da avaliação de 0 a 1 (1 - plena igualdade). No ranking global, Espanha ocupa a 14^o posição e Portugal na 22^o, num total de 156 países. No ranking da Participação e Oportunidade Económica, Portugal destaca-se na 38^o posição e Espanha na 71^o posição. De forma detalhada, Portugal apresenta melhor pontuação relativamente a Espanha, na taxa de participação da força de trabalho, na igualdade salarial para trabalhos semelhantes, na estimativa de rendimentos auferidos e apresenta também melhor pontuação na subvariável legisladores, altos funcionários e gestores, ou seja, a percentagem de mulheres em cargos superiores, é maior em Portugal do que em Espanha.

Martínez & Rambaud (2019) estudam empresas espanholas cotadas na Bolsa de Valores de Madrid e, estabelecem uma relação positiva entre a diversidade de género e o desempenho financeiro (Q de Tobin). Ullah, Fang & Jebran (2019) concluíram também que, a presença feminina nos conselhos de administração, permite mitigar os conflitos de agência, uma monitorização mais eficiente e um melhor desempenho empresarial aferido pelo Q de Tobin.

De acordo com Lu & Herremans (2019) a presença de um maior número de mulheres no Conselho de Administração para formar um conselho equilibrado a nível de género, pode trazer uma maior diversidade de competências a nível de aconselhamento, legitimidade, meios de informação e assim melhorar o desempenho financeiro e ambiental das empresas. Também Assenga, Aly & Hussainey (2018) mostraram que a diversidade de género apresenta um impacto positivo no desempenho das empresas, quando aferido pelo ROE. Deste modo, a presença das mulheres nos Conselho de Administração melhora os vínculos de uma empresa com o ambiente externo, devido às preocupações que estas detêm com as partes interessadas e a sociedade em geral.

Cancela, Neves, Rodrigues & Dias (2020), utilizando uma amostra de 99 empresas não financeiras da Península Ibérica, no período de 2013 a 2017, mostram empiricamente que o ROA é influenciado positivamente pela diversidade de género.

Abdullah, Ismail & Nachum (2016) num estudo elaborado por empresas da Malásia, evidenciaram que os conselhos de administração com pelo menos uma mulher, afetam positivamente o ROA. Quando o desempenho é expresso pelo Q de Tobin, a presença das mulheres tem um impacto negativo. Ou seja, as mulheres são sujeitas a uma avaliação tendenciosa do mercado, que desvaloriza a presença destas nos conselhos de administração.

Bennouri, Chtioui, Nagati & Nekhili (2018) concluíram que, a presença de mulheres aumenta significativamente o desempenho, quando calculado pelo ROA e o pelo ROE. Quando o desempenho é avaliado pela variável de mercado, Q de Tobin, a presença das mulheres nos Conselhos de Administração influencia negativamente a variável em questão.

Campbell e Mínguez-Vera, (2008) e Rodríguez-Ruiz, Rodríguez-Duarte & Gómez-Martínez (2016) mostram que se houver elevada concorrência e, se a nomeação de mulheres para os conselhos de administração for motivada por leis e pressões sociais, o impacto do género no desempenho será negativo.

Adusei, Akomea & Poku (2017), ao analisarem 494 instituições de microfinanças (IMFs) presentes em 76 países, durante o período de 2010 a 2014, concluíram que a diversidade de género no conselho de administração tem um efeito negativo, mas sem significado, no desempenho financeiro, quando o ROA é utilizado como indicador. Este resultado pode ser explicado pelo prolongar da tomada de decisões, pela presença de diferentes objetivos aos quais podem desencadear maior número de conflitos no seio do Conselho de Administração que, diminuindo a eficácia da tomada de decisão e originar diminuição de valor empresarial.

No estudo com as 200 maiores empresas cotadas na Bursa Malaysia de 2010 a 2015, Kweh, Ahmad, Ting, Zhang & Hassan (2019) concluem que a diversidade de género no conselho se relaciona negativamente com o desempenho das empresas (ROA). Esta relação é atribuída ao facto de as mulheres não se revelarem capazes de aplicar conhecimentos, habilidades ou influências na maximização da riqueza dos acionistas ().

Comi, Grasseni, Origo & Pagani (2020) ao analisarem dados recolhidos da plataforma Amadeus, referentes ao período de 2004 a 2014, para empresas sediadas em França, Itália e Espanha, destacam uma relação negativa entre a quota de género no Conselho de Administração e o desempenho das empresas (ROA) Francesas e Espanholas. Os autores referem que a imposição de quotas vem agudizar os problemas de seleção dos membros do Conselho de Administração e que podem não ser as mulheres mais competentes a exercer os cargos. Referem ainda que, nestes contextos, qualquer efeito das políticas de quotas do conselho sobre o desempenho da empresa não decorre do género em si, mas sim da mudança nas características médias do conselho geradas pelo processo de reestruturação do conselho necessário para cumprir a lei.

A revisão da literatura refere a relevância da diversidade do género como indutora de rendibilidade, contudo, tem sido difícil reunir consenso quanto ao seu impacto, pelo que se formula a seguinte hipótese

H₂: Existe uma relação significativa entre a diversidade de género no Conselho de Administração e a performance das empresas.

1.2 Fator ambiental

É indiscutível que a principal função de uma empresa implica necessariamente a criação de valor (Damodaran, 2012). No entanto, os efeitos da globalização, as pressões políticas e sociais, os incidentes ambientais um pouco por todo o mundo, os índices visíveis de corrupção e as condições de vida e de trabalho pouco dignas, são alguns exemplos que realçam a necessidade de as decisões empresariais se tornarem mais responsáveis através da implementação de políticas que conduzam à criação de valor sustentável, com o natural propósito económico-financeiro, mas também com o compromisso social e ambiental.

Estudos anteriores analisaram as atividades de sustentabilidade empresarial classificadas em vários subtemas, adotando uma *checklist* composta por diversos itens, com subcategorias de divulgação de sustentabilidade empresarial, nas quais se inclui a divulgação ambiental (Zaid *et al.*, 2020). Os autores consideram que, a divulgação ambiental abrange a divulgação de políticas ambientais, de programas de proteção ambiental, da conservação de recursos naturais, da eficiência energética, da reciclagem de resíduos, do controlo da poluição do ar e da água, do envolvimento em organizações ambientais, da prevenção ou reparação de danos ao meio ambiente e da informação de segurança/emissão de radiação.

Tabela 1.1 – Itens que compõem o fator ambiental de acordo com Zaid et al., (2020)

Fator Ambiental	Políticas Ambientais
	Programas de Proteção Ambiental
	Conservação de Recursos Naturais
	Eficiência Energética
	Reciclagem de Resíduos
Zaid et al. (2020)	Controlo da Poluição do Ar e da Água
	Envolvimento em Organizações Ambientais
	Prevenção/Reparação de Danos ao Meio Ambiente
	Informação de Segurança/Emissão de Radiação

A política ambiental e os programas de proteção ambiental representam o modelo que a empresa adota para se relacionar com o meio ambiente e os recursos naturais, como métodos/práticas de preservar e reduzir a poluição ambiental. Atualmente, a envolvimento das empresas com políticas ambientais assume particular relevância para os *stakeholders*, que cada vez mais revelam interesse em investir em empresas com preocupações ambientais (Azadegan, Golar, Kach, & Mousavi, 2018; Wang, Li & Qi, 2020; Baah, Opoku-Agyeman, Acquah, Agyabeng-Mensah, Afum, Faibil & Abdoulaye, 2021).

De acordo com Moon, Bae & Jeong (2014) a proteção ambiental envolve adoção de tecnologias amigas do ambiente, que apresentam custos adicionais para as empresas e, benefícios, como por exemplo o impulso para a inovação, facilitando a produtividade e competitividade e económica; contudo, os benefícios só se tornam evidentes a longo prazo.

Xu, Lu, Lin & Li (2021) analisam dados financeiros de 533 empresas listadas no setor AEC (arquitetura, engenharia e construção), recolhidos da plataforma de dados Bloomberg sob a subseção “construção” e “engenharia”, com o objetivo de verificar o impacto das atividades empresariais ambientalmente responsáveis no desempenho financeiro das empresas de construção. Os resultados mostram que as empresas do setor AEC que adotam atividades empresariais ambientalmente responsáveis estão positivamente relacionadas com o desempenho financeiro de curto prazo (ROE). Ou seja, confirma-se que o esforço de assumir a responsabilidade ambiental empresarial é valorizado pelos acionistas. Também o estudo de empresas de tecnologia cotadas no

índice S&P 500, entre 2017 e 2019, evidencia que os gastos com a responsabilidade social empresarial (RSE), promovem o desenvolvimento sustentável e, melhoram o ROE e, por conseguinte, a riqueza dos acionistas (Okafor, Adeleye & Adusei, 2021).

O estudo realizado com 15 empresas industriais cotadas na Bolsa da Nigéria evidencia uma relação positiva e significativa entre os investimentos ambientais internos e o desempenho empresarial (ROA) (Shabbir & Wisdom, 2020). Os autores concluem ainda que a rentabilidade das empresas com consciência ambiental apresentam rentabilidade superior.

Boakye, Tingbani, Ahinful & Nsor-Ambala (2021) num estudo realizado com empresas do Reino Unido, mostram que, as grandes empresas adotam sistemas que garantam melhores práticas ambientais, uma vez que, são escrutinadas pelo público e pela pressão institucional, validando uma relação positiva entre práticas ambientais proativas e o desempenho empresarial (ROA e Q de Tobin). Contudo, esta relação é não linear, ou seja, em forma de U invertido, na qual a melhoria ao nível ambiental resulta num aumento do valor económico da empresa até atingir o máximo, a partir do qual, a melhoria marginal gera resultados decrescentes. Os dados permitem concluir que as empresas apresentam um nível ótimo de gestão ambiental que permite maximizar o desempenho.

Robaina & Madaleno (2020) ao analisarem 17 setores de atividade portugueses entre 2008 e 2016, evidenciam uma relação positiva entre intensidade de carbono e desempenho empresarial (ROA), o que significa que as empresas que pretendem ser mais amigas do ambiente, terão de aumentar os seus gastos, o que dará origem a um menor desempenho financeiro.

O estudo realizado com 63 303 empresas que respondem ao inquérito do European CIS 2014, conclui que a introdução de eco inovações com benefícios ambientais obtidos no interior da empresa tem um impacto negativo e significativo no crescimento do volume de negócios. Este resultado pode ser explicado pelo aumento dos gastos incorridos com a adoção das eco- inovações (Madaleno *et al.*, 2020).

Uma vez que, por um lado, a maior responsabilidade ambiental induz melhorias de desempenho e ao respeito da envolvente ambiental, valorizadas pelos *stakeholders* e, por outro, pode originar incremento de gastos que condicionam a performance, formula-se a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H₃: Existe uma relação significativa entre o fator ambiental e a performance das empresas.

1.3 Características Específicas das Empresas

O endividamento, o *cash flow* e a dimensão das empresas são as variáveis específicas das empresas que se destacam na investigação da performance das empresas ibéricas no presente estudo. Devido às controversas relações entre estas variáveis e o desempenho das empresas, em estudos anteriores, é pretendido neste subcapítulo sintetizar alguns desses estudos e, evidenciar de que forma o endividamento, o *cash flow* e a dimensão influenciam a performance das empresas de Portugal e Espanha.

1.3.1 Endividamento

O endividamento é utilizado para medir o financiamento da dívida da empresa e indica a capacidade da empresa de pagar as suas dívidas. Um nível razoável de financiamento da dívida pode beneficiar a economia para o consumo e o investimento público, mas dívidas excessivas podem expor as empresas a maiores riscos comerciais, pois as empresas podem não conseguir cumprir as obrigações financeiras devidas e, deste modo, a dependência excessiva do financiamento da dívida pode aumentar o risco do negócio, o que leva a problemas financeiros que acabam por deteriorar as atividades e o desempenho das empresas. No entanto, verificou-se que a relação entre alavancagem e desempenho da empresa é positiva em outros estudos (Hu & Zhang, 2021).

Uma correlação positiva entre endividamento e o ROE evidencia-se no estudo de Bunea, Corbos & Popescu (2019), através de uma amostra de dados selecionados a partir dos relatórios das empresas apresentados ao Ministério das Finanças da Roménia durante o período de 2013 a 2017. Esta relação decorre dos efeitos positivos da alavancagem financeiro.

Num estudo com empresas de nove países europeus (Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Portugal, Espanha e Suécia) entre 2008 e 2013, os resultados revelam que a estrutura institucional e a eficiência do sistema jurídico condicionam a relação entre dívida e desempenho empresarial (Forte & Tavares, 2019). Os resultados sugerem um efeito positivo da dívida total no desempenho das empresas, independentemente da métrica utilizada para avaliar o desempenho (ROA ou ROE). Este resultado positivo da dívida total é explicado, pelos autores, tendo em conta o elevado peso da dívida de curto prazo e da dívida de longo prazo das empresas. Já, quando se estuda apenas o efeito da dívida de longo prazo, este, apresenta um efeito negativo nos países com valores mais baixos de estrutura institucional e contrariamente, um efeito positivo nos países com valores mais elevados de estrutura institucional (Forte & Tavares, 2019).

O estudo de Kartikasari & Merianti (2016) analisa dados secundários das demonstrações financeiras de 100 empresas industriais cotadas no DIX entre 2009 e 2014 e, conclui que, o índice de endividamento tem uma relação positiva com a rentabilidade da empresa (ROA). Ou seja, o recurso ao endividamento pode melhorar a rentabilidade, quando esta proporciona um efeito de alavancagem positivo.

O trabalho realizado por Neves, Henriques & Vilas (2021) sobre uma amostra de 322 empresas portuguesas de Geração, transmissão, distribuição e comércio de energia elétrica, conclui que a alavancagem financeira evidencia uma relação positiva com o desempenho financeiro (ROE). Os autores referem ainda que, esta relação decorre do aproveitamento das vantagens proporcionadas pelos benefícios fiscais do endividamento. No mesmo sentido Neves, Baptista, Dias & Lisboa (2021), ao analisarem 457 empresas portuguesas entre 2011 e 2018, com recurso à metodologia de dados em painel identificam uma relação positiva com o EBITDA e o ROE. Este resultado sugere que as empresas de energia em Portugal têm um efeito de alavancagem positivo e contribui para o aumento da rentabilidade dos acionistas.

Por outro lado, Oware & Mallikarjunappa (2019) mostram que, a alavancagem financeira tem uma associação negativa com o ROA, mas não apresenta qualquer relação significativa quando o desempenho é aferido pelo ROE.

Li, Niskanen & Niskanen, (2018) estudam uma amostra composta por PMEs não financeiras na União Europeia e, concluem que as empresas com maior alavancagem financeira apresentam menor desempenho empresarial (ROA), associado à obrigatoriedade que decorre do mapa do serviço da dívida. Neves, Baptista, Dias & Lisboa (2021) ao estudarem empresas portuguesas concluem no mesmo sentido, quando o desempenho das empresas é avaliado pelo ROA. Idêntico resultado foi alcançado por Ullah, Pinglu, Ullah, Zaman & Hashmi (2020) quando utilizam o ROE como indicador de performance.

Em sentido idêntico, considerando uma amostra de empresas portuguesas, Miralles-Marcelo, del Mar Miralles-Quirós & Lisboa (2014) revelam uma relação negativa entre dívida e desempenho empresarial (ROA). Também Zeitun & Saleh (2015) chegaram a validar o raciocínio anterior utilizando o ROA e o Q Tobin. Num trabalho recente sobre Portugal, Vieira *et al.*, (2019) também revelam uma relação significativa negativa entre os níveis de endividamento e o Q Tobin.

O trabalho de Ibhagui & Olokoyo (2018) analisa um painel de 101 empresas cotadas na Nigéria entre 2003 e 2007 e, identifica uma relação negativa entre a alavancagem e o ROA e com o ROE (neste apenas para pequenas empresas).

Tem sido difícil reunir consenso em torno do impacto do endividamento no desempenho empresarial, pelo que se formula a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H₄: Existe uma relação significativa entre o Endividamento e a performance das empresas.

1.3.2 Cash Flow

O cash flow é um elemento importante para a sobrevivência de uma empresa e, a tomada de decisões de investimento será baseada na quantidade suficiente de cash flow para investir ou não, o que impacta o desempenho das empresas (Hu & Zhang, 2021).

Shahjahani & Bokharayan (2016) mostraram que o *cash-flow* influencia positivamente o desempenho de mercado (Q de Tobin). O montante do *cash-flow* está relacionado com

a eficiência das operações dos gestores, com a promoção da capacidade da administração para obter lucros através de fontes disponíveis, auxiliar no aumento das receitas e no valor das empresas. O estudo de Serrasqueiro, Leitão & Smallbone (2021) evidencia que o *cash-flow* estimula positivamente o crescimento das PME's portuguesas, no período antes da crise financeira, confirmando que as PME's portuguesas estão sujeitas a restrições financeiras, nomeadamente de acesso ao crédito, obrigando as empresas a financiar o crescimento com recurso a fluxos de caixa. Os autores referem a relevância das fontes de financiamento internas no crescimento das PME's, como instrumento capaz de minimizar as adversidades que decorrem da assimetria de informação com os credores. No início da crise financeira, o *cash flow* continua a influenciar positivamente a capacidade para implementar oportunidades de crescimento, mesmo registando uma queda acentuada na sua influência (Serraqueiro, Leitão & Smallbone, 2021).

Mutende, Mwangi, Njihia & Ochieng (2017) analisam empresas cotadas no NSE entre 2006 a 2015, concluindo que o *cash flow* tem um efeito positivo no desempenho empresarial (Q de Tobin), portanto uma melhor monitorização das empresas pode levar a um valor de mercado mais elevado.

Num estudo sobre empresas portuguesas, centrado no período entre 2011 e 2018, Neves *et al.* (2021) mostram um efeito positivo do *cash flow* no desempenho empresarial (ROA), pois está associado ao interesse público e ao facto dos gestores procurarem satisfazer as partes interessadas de alguma forma. Os autores concluem ainda que o ROE é também influenciado positivamente pelos fluxos de caixa já que os acionistas atribuem valor aos montantes acumulados de *cash flow*.

No entanto, Lai, Latiff, Keong & Qun (2020) ao estudarem dados de diferentes setores de empresas cotadas na Malásia, entre 2013 e 2017, identificam uma relação significativamente negativa entre o *cash flow* e o desempenho das empresas (ROA e Q de Tobin). Kadioglu, Kilic & Yilmaz (2017) mostram uma relação negativa entre *cash flow* e desempenho empresarial (Q de Tobin), em empresas cotadas na Bolsa de Istambul entre 2009 e 2015. O resultado sugere que um maior volume de *cash flow* induz gastos excessivos que não estão diretamente relacionados com as operações

empresariais desencadeando pior desempenho. Também Park & Jang (2013) para uma amostra de 308 empresas, identificam que empresas com maior fluxo de caixa revelam maior propensão para investir em projetos de investimento com valor atual líquido (VAL) negativo, podendo dar origem a problemas de *overinvestment*, condicionando negativamente o desempenho empresarial.

Pela literatura apresentada, propõem-se a segunda hipótese (sem sinal definido):

H₅: Existe uma relação significativa entre o *Cash Flow* e a performance das empresas.

1.3.3 Dimensão da empresa

Diversos autores sugerem que a performance das empresas está relacionada com a dimensão. Alguns autores concluem que a dimensão apresenta uma relação negativa com a performance, argumentado que as empresas menores geralmente têm maior nível de risco e desse modo, maior instabilidade sobre os rendimentos. Por outro lado, outros autores defendem que a dimensão apresenta uma relação positiva com a performance das empresas (Vieira, Neves & Dias, 2019).

Nanda & Panda (2018) utilizando dados de 173 empresas cotadas no S&P BSE Industrials Index, entre 2000 e 2015 e, concluem que, a dimensão da empresa influencia positiva e significativamente o ROA, pelas sinergias e economias de escala criadas.

Na análise de 120 empresas não financeiras cotadas na Bursa Malaysia, abrangidas no período entre 2012 e 2014, Alarussi & Alhaderi, (2018) evidenciam uma relação positiva entre a dimensão da empresa (vendas totais) e a rentabilidade (ROE).

Rahman & Yilun, (2021) ao utilizarem dados de todas as empresas do mercado de ações da China de 2008 a 2018, identificam uma relação positiva entre dimensão e a rentabilidade empresarial, sugerindo que, as empresas de maior dimensão tendem a ter maior poder de mercado, maiores que lhes permite melhorar os resultados e consequentemente o desempenho.

No estudo de Leal, Rocha & Neves (2022) dirigido a grandes empresas portuguesas e espanholas, cotadas nas respetivas bolsas de valores, para o período entre 2010 e 2016,

a dimensão estabelece uma relação positiva com o ROA, na medida em que as empresas de maior dimensão apresentam maior capacidade de produção, níveis de rentabilidade superior e menor custo de produção pelas economias de escala geradas.

Miralles-Marcelo *et al.* (2014) e Neves, Henriques e Vilas (2021) para uma amostra constituída por empresas portuguesas, concluem que a dimensão da empresa influencia positivamente o desempenho empresarial.

Por outro lado, num estudo de empresas ativas e cotadas na UE-28 entre o período de 2003 a 2012, evidencia que a dimensão empresarial influencia negativamente o desempenho dos negócios (ROE), para empresas não líderes, nomeadamente na Bélgica, Itália, Luxemburgo, Grécia e Portugal (Akgün & Karataş, 2020). O resultado sugere que é mais difícil uma gestão eficiente de recursos quando as empresas são de maior dimensão. Também Neves, Santos, Proença e Pinho (2022) concluem do mesmo modo utilizando o ROA e Q Tobin para uma amostra constituída por empresas Portuguesas e Espanholas.

Neves *et al.* (2021) evidenciam que uma maior dimensão das empresas origina menor rentabilidade dos ativos, sugerindo que um menor controle/monitorização pode estar associado à maior dimensão da empresa.

Hou (2019) avalia a relação entre responsabilidade social e o desempenho financeiro empresarial nas empresas tailandesas cotadas no TAIEX (Taiwan Capitalization Weighted Stock Index) entre 2010 e 2014 e, destaca que a dimensão da empresa apresenta uma relação negativa com o Q de Tobin. Também Ullah *et al.* (2020) e Sunardi, Husain & Kadim (2020), concluem que a dimensão das empresas influencia negativamente o desempenho (ROE e ROA). Num estudo realizado ao setor bancário, Neves & Proença (2021) entre 2009 e 2016 identificam uma relação negativa entre a dimensão e o ROA.

Pelo disposto, propõe-se a seguinte hipótese, (sem sinal definido):

H₆: Existe uma relação significativa entre a dimensão das empresas e a performance destas.

1.4 Características do ambiente macroeconómico

Características de ambiente macroeconómicas, são utilizadas em diversos estudos anteriores sobre a performance das empresas (Cheong & Hoang, 2021). Em relação ao índice de perceção de corrupção a vasta literatura anterior, menciona tanto relações significativamente positivas (Leff, 1964; Viglioni, Ferreira, Aveline & de Alcântara, 2022) como negativas (Brzić, Dabić, Kukura & Podobnik, 2021; Karmani & Boussaada, 2021), já em relação ao efeito do covid-19, tendo em conta a maioria da literatura recente e anterior, espera-se uma relação significativamente negativa com o desempenho das empresas (Alessa *et al.*, 2021; Wan, Xue, Linnenluecke, Tian & Shan, 2021).

1.4.1 Índice de Perceção de Corrupção

Com o objetivo de compreender melhor como a corrupção influencia o desempenho, decompõem o ROA e o ROE, na margem, no volume de negócios e nos componentes multiplicadores. Constatam que, o efeito positivo da corrupção, influencia o ROE e o ROA através da melhoria da margem e do volume de negócios. Tal resultado poderá estar conotado com a capacidade que as empresas têm de se sobrepôr à morosidade das obscuridades legais e da carga burocrática nestes países. Uma vez que, os requisitos adicionais de divulgação de informações e um maior controlo do sistema financeiro global, parecem não ter tido qualquer efeito sobre a propensão das empresas para se envolverem em práticas corruptas. Este estudo segue o trabalho seminal de Leff (1964), que argumenta que a corrupção pode ser favorável para as empresas, uma vez que burocracias ineficientes podem ser contornadas, assim como regulamentações, levando a uma maior facilidade de negociação, aumentando assim o desempenho de uma empresa (Ferris, Hanousek & Tresl, 2021).

No mesmo estudo é possível evidenciar que, após a crise financeira de 2007, a corrupção continua a relacionar-se positivamente com o ROA e com o ROE. De igual modo, Williams & Kedir (2016) também concluíram que, as empresas muitas vezes recorrem à corrupção para contornar certas burocracias demoradas e facilitar o seu crescimento a curto prazo, porque essa prática ilegal transfere “dinheiro rápido”.

Viglioni *et al.* (2022) observam empresas privadas e públicas de países da América Latina, como Brasil, Chile, México e Peru, para o período de 2012 a 2019 e, os resultados sugerem que a corrupção apresenta um efeito positivo no desempenho financeiro das empresas. Os autores concluem que a corrupção não atua como uma restrição vital no desempenho das empresas e, portanto, permite que estas atinjam os seus objetivos financeiros na presença de ineficiências de mercado. Tal resultado pode estar associado a diversas burocracias e procedimentos utilizados pelos países da América Latina, que dão a oportunidade de envolvimento em práticas corruptas e a ineficiências institucionais.

Por outro lado, Ojeka, Adegboye, Adegboye, Umukoro, Dahunsi & Ozordi (2019) com uma amostra de 135 empresas cotadas na Nigéria entre 2013 e 2017, referem que, a corrupção está negativamente relacionada com o desempenho (ROA e Q de Tobin).

Também Thakur, Kannadhasan, Charan & Gupta (2021) avaliam o efeito da corrupção no valor das empresas utilizando um conjunto abrangente de dados em painel composto por 4 236 empresas de 16 economias em mercado emergentes durante 2002 e 2015. Os autores concluíram que a corrupção em economias de mercado emergentes tem um impacto negativo no valor da empresa, quando expresso pelo Q de Tobin.

Num estudo incluindo dados, de empresas italianas cotadas e não cotadas, no período de 1996 a 2013, concluiu-se que o Índice de Perceção da Corrupção e o Índice de Controlo da Corrupção influenciam negativamente o desempenho da empresa, calculado pela variável ROA (La Rocca, Cambrea & Cariola, 2017). Ou seja, as empresas que operam em ambientes com menor índice de corrupção ou maior controlo revelam melhor desempenho relativamente aquelas que operam em ambientes alterados por comportamentos fraudulentos generalizados. Nguyen, Trang Vu, Nguyen & Luu (2022) evidenciam também que a corrupção afeta negativamente o desempenho financeiro das empresas, medido pelo ROA.

Pelo disposto, apresenta-se a hipótese seguinte (sem sinal definido):

H₇: Existe uma relação significativa entre o índice de perceção de corrupção e a performance das empresas.

1.4.2 Efeito Covid

A pandemia do Covid-19 foi entendida como uma crise de saúde pública que desencadeou uma recessão económica global (Cho & Saki, 2022).

Num estudo realizado com empresas do setor agroalimentar, na Estremadura Espanhola foi possível concluir que há um conjunto de consequências positivas e negativas que decorrem do impacto do Covid-19. As consequências negativas evidenciam-se, principalmente, na diminuição do volume de negócios, afetando a atividade económica do setor. O aumento da produção destaca-se como consequência positiva, uma vez que pode resultar na procura e diversificação de clientes e fornecedores de diferentes mercados, aumentando a utilização de novas tecnologias na atividade operacional, na comunicação e no marketing (Corchuelo Martínez-Azúa, López-Salazar & Sama-Berrocal, 2021).

Shen, Fu, Pan, Yu & Chen, (2020) ao estudarem o impacto do Covid-19 no desempenho empresarial de empresas chinesas cotadas, concluíram que o Covid-19 apresenta um impacto negativo no desempenho. O surto do Covid-19 diminuiu as escalas de investimento e reduziu a receita total das empresas. O estudo evidencia que, os setores mais afetados foram, o do turismo, da restauração e dos transportes, atendendo ao impacto negativo na produção, operação e vendas desses setores, que se refletem negativamente no desempenho.

No estudo de 4 278 empresas de 47 países, Bose, Shams, Ali & Mihret, (2022) evidenciam que todas as empresas estudadas sofreram um significativo declínio de valor, proveniente da crise pandémica do Covid-19. No entanto, o impacto negativo do Covid-19 nas mudanças no valor das empresas é menos acentuado para empresas com maior desempenho em sustentabilidade, empresas domiciliadas em países com uma cultura orientada para o valor ambiental e nas empresas sediadas em países com uma cultura orientada para os stakeholders.

Rababah, Al-Haddad, Sial, Chunmei & Cherian (2020) referem efeitos negativos graves da pandemia associada ao Covid-19 no desempenho financeiro das empresas chinesas cotadas. Evidenciam uma queda nos rendimentos, na rentabilidade e no investimento

nas empresas dos diferentes setores de atividade. Os resultados revelam sinais negativos por parte de investidores e outros *stakeholders*, levando a novas restrições financeiras no futuro. As medidas de prevenção, como a quarentena levam a uma redução de atividade económica, dando origem à diminuição da procura e ao declínio na produção.

Fu & Shen (2020) evidenciam que o Covid-19 tem um impacto negativo no desempenho corporativo (ROA) das empresas, uma vez que o covid-19 prejudicou a produtividade, fazendo com que as receitas das empresas caíssem.

Pelo disposto propõe-se a última hipótese a testar:

H₈: Existe uma relação significativa entre o Covid-19 e a performance das empresas.

2. CAPÍTULO 2- METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Neste capítulo serão apresentadas a amostra, as variáveis dependentes e independentes e o modelo subjacentes à metodologia de investigação desta dissertação. A análise baseia-se em empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa e de Madrir, *Euronext Lisbon* e *Madrid Stock Exchange* respetivamente, para o período compreendido entre 2015 e 2020.

2.1 Horizonte temporal e amostra estatística

Para contrastar as hipóteses formuladas na secção anterior utiliza-se a base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos). A informação sobre as variáveis de *Corporate Governance* e fator ambiental resultam da análise dos relatórios de *Corporate Governance* disponíveis nos websites das empresas e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). O acesso ao índice de perceção da corrupção foi obtido do site Transparência Internacional (<https://transparencia.pt/corruption-perception-index/>) no dia 08/01/2022.

Da amostra inicial constituída por todas as empresas cotadas, excluíram-se as Sociedades Anónimas Desportivas (SAD's) e as Companhias de Seguros, por incorporarem naturezas muito específicas e não relevarem interesse para o estudo (Farquhar, Machold & Ahmed, 2005), bem como as empresas financeiras, por apresentarem características distintas, que devem ser estudadas de forma isolada (Levine, 2004). A recolha de dados para quatro anos consecutivos, com o intuito de testar a correlação serial de segunda ordem, leva a que a amostra sofra nova redução, passando de 117 empresas para 74 empresas, composta por 60 empresas cotadas no Mercado Contínuo da *Madrid Stock Exchange* e 14 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

2.2 Variáveis em estudo

2.2.1 Variáveis dependentes

Com o objetivo de avaliar o desempenho empresarial de empresas portuguesas e espanholas, são identificadas três variáveis. Embora não exista consenso na literatura sobre quais as variáveis mais convenientes para aferir o desempenho empresarial, algumas, reúnem maior consenso e são utilizadas como *proxies* do desempenho, quer na ótica de contabilística como na de mercado. Destacamos neste trabalho o ROA e ROE como variáveis contabilísticas e o Q de Tobin como variável de mercado.

O ROA expresso pelo quociente entre o Resultado Antes dos Juros e Impostos (EBITA) e os Ativos Totais, como indicador de gestão permite avaliar o ambiente interno da empresa. O ROE avalia a rentabilidade dos detentores do Capital Próprio, surge com indicador de rentabilidade financeira, permitindo aferir a capacidade de a empresa gerar Resultados Líquidos para remunerar o Capital Próprio, relevante para os acionistas da empresa. Por fim, o Q de Tobin, aferido pela diferença entre o valor de mercado do capital e o custo de reposição do capital, sendo considerado um indicador de mercado e, uma variável de interesse para potenciais investidores e *stakeholders* externos à empresa.

Referir o que pretende com a Tabela seguinte

Tabela 2.1 - Descrição das variáveis dependentes

Variável	Abreviatura	Fórmula	Autores
			Neves & Branco (2020)
			Neves, Dias, Ferreira, & Henriques (2022)
Rendibilidade económica	ROA	$\frac{EBIT}{Total\ dos\ Ativos}$	Neves, Vieira, & Serrasqueiro, (2022)
			Neves, Castanheira, Dias, Silva & Cancela (2022)

			Neves <i>et al.</i> (2021)
Rendibilidade financeira	ROE	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$	Ferris <i>et al.</i> (2021). Neves, Castanheira, Dias, Silva & Cancela (2022)
			Vieira <i>et al.</i> (2019)
Q de Tobin	Tobin	$\frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios} + \text{Dívida}}{\text{Total do Ativo}}$	Pucheta-Mastínez & Gallego-Álvarez (2020) Neves, Santos, Proença, & Pinho (2022)

A rentabilidade operacional dos ativos (ROA) é considerada como um indicador de gestão, que avalia o ambiente económico interno da empresa e o modo como os recursos colocados à sua disposição estão a ser geridos. O ROA avalia o retorno operacional proporcionado pelos ativos da empresa, permitindo avaliar a qualidade de gestão (Kyeré & Ausloos, 2021; Vieira *et al.* 2019). O ROE é um indicador de rentabilidade que reflete a eficiência com que a empresa utiliza os recursos financiamentos para remunerar os Capitais Próprios e crescer (Lu, Cui & Le, 2013). Ou seja, avalia o retorno do Capital Próprio e, permite aos acionistas tomar as melhores decisões relativamente ao retorno das suas aplicações financeiras. O Q de Tobin é um indicador que reflete o valor de mercado, ou seja, incorpora a expectativa que o mercado tem sobre o desempenho das empresas (Al-ahdal, Alsamhi, Tabash & Farhan, 2020). Este indicador identifica as oportunidades de investimento da empresa e, indica se o seu valor se encontra subavaliado ou sobreavaliado (Sá, Neves & Góis, 2017). Quando apresenta valores acima da unidade, indica que os investidores estão motivadas e estão reunidas as condições necessárias para investir.

2.2.2 Variáveis independentes

A tabela seguinte apresenta as variáveis independentes incorporadas no presente estudo:

Tabela 2.2 - Descrição das variáveis independentes

Denominação das variáveis	Abreviatura	Definição	Autores
Independência do Conselho de Administração	IndCA	Relação entre os membros independentes e o número total de membros do Conselho	Karim <i>et al.</i> (2020)
			Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020)
Diversidade de Género no Conselho de Administração	DivCA	Relação entre o número de mulheres e o número total de membros do CA	Sá, Neves & Góis, (2017)
			Assenga <i>et al.</i> (2018)
Fator Ambiental	Amb		Martínez, & Rambaud (2019)
			Proença, & Neves (2022)
Endividamento	Lev	$\frac{Dívida Total}{Ativos Totais}$	Zaid <i>et al.</i> (2020)
			Sá et., al., (2017)
Cash Flow	CF	Ln(Índice de Corrupção)	Neves, Almeida, & Vieira (2022)
			Oware & Mallikarjunappa (2019)
Índice de Perceção de Corrupção	ICorr		Neves, Dias, Hermano & Serrasqueiro (2020)
			Neves <i>et al.</i> (2021).
Dimensão da Empresa	Size	Ln(Total dos Ativos da empresa)	Serrasqueiro <i>et al.</i> (2021)
			La Rocca <i>et al.</i> (2017).
			Shakyan, & Stiegert (2012)
			Neves, Henriques, & Villas (2019)
			Vieira <i>et al.</i> (2019)
			Neves, Vieira, & Serrasqueiro, (2022)

Dummy Covid-19	Dum	1 se for o ano 2020
		0 para os restantes anos

A variável independente ambiental é constituída pela soma dos indicadores ambientais, que refletem as práticas operacionais para a sustentabilidade, de acordo com Zaid *et al.* (2020).

Tabela 2.3 – Construção do fator ambiental

Denominação das variáveis	Abreviatura
Políticas Ambientais	PolAmb
Programas de Proteção Ambiental	ProtAmb
Conservação de Recursos Naturais	ConsRN
Controlo de poluição (ar e água)	ContPol
Envolvimento em organizações ambientais	OrgAmb
Prevenção ou reparação de danos no meio ambiente	RepMAmb
Informações de segurança/emissão de radiação	SegEmisRad

Para estudar cada indicador, procedeu-se à análise do conteúdo dos relatórios de sustentabilidade das empresas da amostra, para o período de 2015 a 2020. A cada indicador foi atribuída a pontuação com 0 (zero), se o indicador não é referido no relatório e a pontuação com 1 (um) se no relatório o menciona.

A Análise das Componentes Principais ou PCA (*Principal Component Analysis*) é uma técnica de redução de dimensionalidade e eliminação de sobreposições para diminuir a complexidade da análise com dados multivariados (Du, 2019). Tem como objetivo identificar um novo conjunto de variáveis, em que cada nova variável denominada por componente principal, seja uma combinação linear das variáveis originais, sem que estejam correlacionadas entre si.

A expectativa da realização da PCA é que as correlações entre as variáveis originais sejam suficientemente elevadas para que as componentes principais respondam pela maior parte da variância. Se isso se confirmar, então significa que elas podem substituir

as variáveis originais com perda mínima de informação. O PCA em questão, foi realizado com recurso ao software Stata 16.

2.3 Método de Estimação

Recorreu-se à metodologia de dados em painel e, especificamente ao modelo de estimação Generalized Method of Moments (GMM) desenvolvido por Arellano & Bover (1995) e Blundell & Bond (1998), que avalia os critérios de uma equação de regressão desenvolvida a partir do Método de Momentos (Hansen, 1982; Cancela *et al.*, 2020).

O modelo de estimação utilizado apresenta como vantagens: o controlo da endogeneidade, o controlo da perda de dados, um maior controlo da possível colinearidade entre variáveis independentes e, a minimização do problema da negligência das variáveis explicativas (Arellano & Bond, 1991; Neves, 2018).

2.4 Testes

Teste de Sargan

O Teste Sargan foi desenvolvido por Sargan (1958) e verifica se o conjunto de instrumentos utilizados são ortogonais aos resíduos estimados, verificando a validade dos instrumentos. Assim, a hipótese nula que visa testar a validade exógena dos instrumentos é a seguinte:

H0: Os instrumentos são válidos

Quando a hipótese nula é rejeitada, há evidências de que um ou mais instrumentos não são válidos. Assim, pretende-se que no teste de Sargan, o valor-p seja superior aos níveis de significância usuais, não se rejeitando desta forma a hipótese nula.

Teste de Wald

O segundo teste estatístico realizado foi o teste de Wald, que verifica se cada parâmetro estimado é significativamente diferente de zero, ou seja, testa a hipótese de que um

determinado coeficiente é nulo. Este teste segue uma distribuição, sendo a sua hipótese nula correspondente ao caso de todos os coeficientes do modelo serem significativamente diferentes de zero.

H0: Os coeficientes do modelo são conjuntamente diferentes de zero

Se o valor-p do teste de Wald for inferior ao nível de significância 5%, o modelo apresenta-se ajustado aos dados selecionados e possui um poder explicativo alto. Assim, para que o modelo seja válido, teremos de rejeitar H0, e isso ocorrerá quando o p-value for menor do que os níveis de significância geralmente utilizados (no nosso caso 5%).

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

O teste de Arellano-Bond ou de Autocorrelação de erros de primeira e segunda ordem, tal como o próprio nome indica foi proposto por Arellano e Bond (1991), utilizado para estimar modelos de dados em painel dinâmico. O principal objetivo deste teste consiste em solucionar problemas de endogeneidade, em testar se existe evidência de autocorrelação nos resíduos de primeira e segunda ordem, respetivamente designadas como AR (1) e AR (2) (Arellano & Bond, 1991).

A hipótese nula implícita é:

H0 = Ausência de auto correlação

O pretendido neste teste é não rejeitar a hipótese nula, o que significa, não existir autocorrelação entre o resíduo do ano e o resíduo do ano anterior ou dos dois anos anteriores, respetivamente para AR(1) e AR(2).

De acordo com Arellano & Bond (1991), existe inconsistência se houver autocorrelação de segunda ordem (AR2), isto é, se for rejeitada a hipótese nula AR(2). Assim, como a correlação de segunda ordem é uma suposição do GMM, e este será o método de estimação utilizado neste estudo, essa correlação deve ser testada. Assim, o painel é composto por 4 anos consecutivos, para que seja possível testar a correlação de segunda ordem (Arellano & Bond, 1991; Neves, 2018; Vieira *et al.*, 2019).

Caso AR (2) tenha um *p-value* superior a 5%, estamos perante um modelo consistente e capaz de especificar corretamente as variáveis utilizadas, não apresentando problemas de heterocedasticidade ou autocorrelação (Dahlberg, Mörk & Tovmo, 2008).

2.5 Modelos Empíricos

Este é o modelo geral:

$$Y_{it} = \beta_0 Y_{it-1} + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \beta_k X_{itk} + \varepsilon_{it} + v_i$$

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; $Y_{i,t}$ é a variável dependente; X_{it} representa as k variáveis explicativas; $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ são os coeficientes das variáveis a estimar; o termo de erro é composto por um elemento aleatório ε_{it} , que pode variar entre empresas do PSI-20 e períodos de tempo e o efeito individual (v_i).

Modelo 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 Y_{it-1} + \beta_1 IndCA_{it} + \beta_2 DivCA_{it} + \beta_3 Amb_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 CF_{it} \\ + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ICorr_{it} + \beta_8 IDum_{it} + ROA_{it-1} + \mu_{it}$$

Modelo 2:

$$ROE_{it} = \beta_0 Y_{it-1} + \beta_1 IndCA_{it} + \beta_2 DivCA_{it} + \beta_3 Amb_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 CF_{it} \\ + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ICorr_{it} + \beta_8 IDum_{it} + ROE_{it-1} + \mu_{it}$$

Modelo 3:

$$QTobin_{it} = \beta_0 Y_{it-1} + \beta_1 IndCA_{it} + \beta_2 DivCA_{it} + \beta_3 Amb_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 CF_{it} \\ + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ICorr_{it} + \beta_8 IDum_{it} + QTobin_{it-1} + \mu_{it}$$

Onde ROA_{it} , ROE_{it} e $QTobin_{it}$ são as variáveis dependentes selecionadas para avaliar o desempenho empresarial. As variáveis explicativas são: $IndCA_{it}$ (Independência do

Conselho de Administração); $DivCA_{it}$ (Diversidade de Género no Conselho de Administração); Amb_{it} (Fator ambiental); Lev_{it} (Endividamento); CF_{it} (*Cash Flow*); $Size_{it}$ (Dimensão da empresa); $ICorr_{it}$ (Índice de Corrupção); $IDum_{it}$ (Dummy Covid-19).

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 apresentação das estatísticas descritivas para as variáveis utilizadas na amostra e a discussão dos resultados empíricos deste estudo.

3.1 Estatísticas descritivas

Neste subcapítulo descrevem-se as estatísticas descritivas para as variáveis utilizadas na amostra.

Tabela 3.1- Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
ROA	4,7342	-39,147	47,218	8,6366
ROE	14,1940	-234,989	623,673	52,4268
Q de Tobin	0,9152	0,007	7,344	1,0014
IndCA	0,3677	0	0,8571	0,1860
DivCA	0,1716	0	0,5714	0,1228
Amb	0,4534	-1,0441	0,6365	0,4713
Lev	11,9818	-0,5108	17,7056	3,1121
CF1	-0,0454	-0,4256	0,9705	0,1023
Icorr	3,5671	3,3322	3,7377	0,1460
Size	13,9549	7,0171	18,6329	2,3029
Dum	0,1667	0	1	0,3731

De acordo com a informação apresentada na tabela anterior, realça-se o facto de a maioria das médias das variáveis independentes e dependentes que constam no estudo apresentarem valores positivos. Relativamente à variável dependente ROA, esta apresenta um valor médio baixo de (4,7342%), o que revela que a operacionalização média dos ativos das empresas não se mostra muito eficiente. Relativamente a variável ROE apresenta um valor positivo de 14,1940%, o que comprova que a alavancagem financeira, das empresas em estudo, é bem gerida, ou seja, podem ser consideradas rentáveis. Quando à variável Q de Tobin, apresenta um valor próximo de um, mas ainda que inferior (0,9152%), o que prova que o preço de mercado das empresas em estudo é inferior ao custo de reposição, ou seja, investir nestas empresas não é rentável.

3.2 Resultados

Neste subcapítulo são apresentados os resultados estimados usando o GMM-system e atendendo a cada uma das variáveis dependentes, de acordo com as diferentes percepções dos *stakeholders*.

Tabela 3.2 - Resultados de Estimação do Modelo 1

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Z	P-value
ROA(L1)	0,1879	0,0868	2,16	0,030**
IndCA	0,5519	3,8810	0,14	0,887
DivCA	-10,3474	3,7299	-2,77	0,006***
Amb	-0,0034	0,1171	-0,03	0,977
Lev	0,3178	0,3101	1,02	0,305
CF1	-6,3726	3,4799	-1,83	0,067*
Size	-1,0311	0,5100	-2,02	0,043**
Icorr	2,4085	1,2683	1,90	0,058*
Dum	-1,4893	0,4880	-3,05	0,002***
Wald			41,73(8)	0,000
Sargan			11,08(13)	0,6042
m1			-2,602	0,0093
m2			0,6999	0,5029

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 do 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.

O estudo do ROA tem como objetivo, identificar a capacidade que as empresas têm para gerar resultados a partir dos seus ativos, destacando a importância para a tomada de decisão dos gestores.

De acordo com os resultados da tabela 3.2 é possível perceber antes de mais que o ano de 2020 condicionou negativamente a rentabilidade económica destas empresas pelas consequências nocivas da pandemia do COVID-19. Também se nota que a rentabilidade do ano anterior condiciona a rentabilidade do ano corrente pelo que este resultado sugere que o gestor é reticente em diminuir os níveis de desempenho conseguidos, talvez por receio de algum escrutínio de mercado e/ou eventuais compensações ligadas ao

desempenho alcançado (Proença & Neves, 2022). No que respeita às características de CG, apenas a diversidade de género é significativa para explicar o desempenho empresarial, permitindo corroborar a hipótese 2. A relação negativa entre género e desempenho pode ser explicada pelo facto de tanto em Portugal como em Espanha existir a chamada lei de imposição de quotas. Assim, se houver maior concorrência e se a nomeação de mulheres para os conselhos de administração for motivada por leis e pressões sociais, o impacto do género no desempenho é negativo (Campbell e Mínguez-Vera, 2008; Rodríguez-Ruiz *et al.*, 2016). Este resultado está ainda em linha com Comi *et al.*, (2020) que garantem que qualquer efeito das políticas de quotas do conselho sobre o desempenho da empresa não decorre do género em si, mas sim da mudança nas características médias do conselho geradas pelo processo de reestruturação do conselho necessário para cumprir a lei. Para além desta explicação, também pode este resultado estar aliado ao facto de as mulheres serem menos propensas ao risco e tomarem decisões mais cautelosas que não conduzam para acrescentar valor empresarial neste período da amostra, ao menos na ótica do gestor (Shehata, Salhin & El-Helaly, 2017).

Relativamente ao fator ambiental como determinante dos níveis de desempenho operacional, é de referir a não significância deste fator, o que pode sugerir que o gestor ainda não está consciente da necessidade de mudança, no curto prazo, relativamente às questões da sustentabilidade ambiental e dos objetivos de desenvolvimento sustentável definidos na agenda das Nações Unidas até 2030 e que têm o intuito de promover a paz, a justiça e a eficácia na gestão das instituições, tanto a nível sócio económico como ambiental.

No que diz respeito às características específicas das empresas os resultados mostram que quanto maior o *cash flow* gerado, menor o nível de desempenho empresarial. Este resultado vai ao encontro do que preconiza, por exemplo, por Park e Jang (2013) quando referem que estes valores podem ser mal utilizados, em projetos de investimento com VAL negativos, destruindo valor à empresa. Este resultado permite-nos corroborar a hipótese 5.

Relativamente à dimensão da empresa, o sinal negativo e significativo mostra que quanto mais ativos tiver a empresa, mais difícil será a sua gestão eficiente e, portanto,

menor nível de desempenho. Este resultado corrobora a hipótese 6 e vai ao encontro do obtido, por exemplo por Neves *et al.* (2022).

Finalmente, no que concerne à variável de índice de percepção de corrupção, verifica-se que este índice tem um impacto positivo na performance, provavelmente porque os níveis de burocracia destes dois países ainda são muito elevados e o gestor quando consegue superar isso por meios “menos lícitos” atinge melhores margens e, desse modo, melhores níveis de rentabilidade. Este resultado corrobora a hipótese 7 e as conclusões de Leff (1964) ou Williams & Kedir (2016).

Tabela 3.3 - Resultados de Estimação do Modelo 2

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Z	P-value
ROE(L1)	0,1239	0,2066	5,99	0,000***
IndCA	34,5878	18,9943	1,82	0,069*
DivCA	-41,8447	11,3153	-3,70	0,000***
Amb	22,8436	6,7393	3,39	0,001***
Lev	1,9469	2,0018	0,97	0,331
CF1	-13,9613	14,4568	-0,97	0,334
Size	-4,3815	2,6996	-1,62	0,105
Icorr	13,5354	6,5878	2,05	0,040**
Dum	-7,6622	1,9848	-3,86	0,000***
Wald			221,92(8)	0,000
Sargan			11,3674(13)	0,5801
m1			-2,2113	0,0207
m2			-0,8198	0,4123

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 do 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.

O ROE tem por objetivo de avaliar se as empresas estão a remunerar de forma correta o investimento dos seus acionistas.

Os resultados da tabela 3.3 permitem concluir que o ROE do ano anterior influencia positivamente o ROE do ano corrente (ROE L1, $p < 0,1$). Como medida de desempenho que interessa principalmente aos acionistas, é natural que eles não queiram diminuir seus níveis de rentabilidade de um ano para o outro (Neves, Afonso, Dias & Lisboa,

2021). Uma vez mais se denota que os efeitos da pandemia tiveram efeitos negativos na rentabilidade financeira, mostrando que nem decisões económicas nem financeiras conseguiram assegurar o desempenho das empresas ibéricas num período que ninguém sabia ao certo como atuar já que faltou consumo, vida quotidiana e crescimento económico.

Ainda de acordo com os resultados da tabela 3.3 é possível perceber que no que respeita às características de CG, ambas as variáveis são significativas e por isso importantes na explicação dos níveis de desempenho pretendido pelos acionistas. A independência dos membros do conselho de administração é um fator relevante na ótica do acionista pois para estes será uma garantia de mais retorno com menos problemas de agência. Maior número de administradores independentes aumenta a supervisão e o controle empresarial levando a melhores desempenhos (Daily *et al.*, 2003, ou Fernández-Temprano e Tejerina-Gaite, 2020). Este resultado permite corroborar a nossa hipótese 1.

No que respeita à diversidade de género, mantem-se o mesmo sinal e significância relativamente ao indicador anterior de desempenho baseada em dados contabilísticos, a ROA. Também aqui corroboramos a hipótese proposta, sendo que, os resultados voltam a sugerir que, também o acionista compreende que, dada a imposição legal, podem não ser as mulheres mais competentes as que fazem parte do Conselho de Administração, condicionando as melhores decisões de rentabilidade financeira.

Uma diferença significativa relativamente aos resultados anteriores prende-se com a importância do fator ambiental na rentabilidade do acionista (ROE). O sinal positivo entre as variáveis vem sugerir que na perspetiva do acionista, atento ao escrutínio do mercado e à visão de mais longo prazo da empresa, a preocupação ambiental é muito relevante para garantir a imagem de mercado, muitas vezes por pressão do *stakeholders*, e, por conseguinte, pode potenciar a oportunidade de maiores resultados e melhores níveis de performance. Este resultado corrobora a hipótese 3 de acordo com as conclusões de Xu *et al.* (2021) que expõem que o esforço de assumir a responsabilidade ambiental empresarial é valorizado pelos acionistas. Para o acionista, nenhuma das variáveis específicas à própria empresa são determinantes para o ROE, no entanto o

índice de percepção de corrupção volta a ter significância positiva na rendibilidade. Também o acionista, ao lado do gestor, tem a percepção que dado os elevados níveis de burocracia destes países, a capacidade de os superar de forma ilegal, mas rápida, potencia o desempenho (Leff, 1964 e Williams & Kadir, 2016).

Tabela 3.4 - Resultados de Estimação do Modelo 3

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Z	P-value
Q de Tobin(L1)	0,2182	0,6700	3,26	0,001***
IndCA	-0,6110	0,2594	-2,36	0,019**
DivCA	0,1114	0,2282	0,49	0,625
Amb	2,0995	0,8279	2,51	0,012**
Lev	-0,3170	0,0459	-6,90	0,000***
CF1	-0,5321	0,4364	-1,22	0,223
Size	0,2492	0,0604	4,12	0,000***
Icorr	0,2433	0,0792	3,07	0,002***
Dum	-0,0678	0,0191	-3,56	0,000***
Wald			1986,67(8)	0,000
Sargan			21,0396(13)	0,0721
m1			-1,5382	0,1240
m2			1,3988	0,1619

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 do 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.

O Q de Tobin é uma variável de mercado que reflete o potencial de oportunidades de crescimento da empresa e por esse motivo é do interesse de potenciais investidores e outros *stakeholders* externos à empresa (Neves *et al*, 2021, 2022 ou Proença & Neves, 2022). Nessa medida é compreensível que os valores desta variável no ano anterior sejam relevantes para a obtenção dos do ano corrente, dado que o investidor não pretende investir numa empresa que esteja estagnada em termos de crescimento futuro (TobinQ L1, $p < 0,1$).

No que respeita às variáveis de CG, do ponto de vista de mercado, os potenciais investidores destes países vizinhos não acreditam na efetiva independência do Conselho de Administração pelo que existe uma relação significativa negativa entre esta variável e o Q de Tobin, corroborando a hipótese 1. Também os resultados de Rashid (2018) e

Singh *et al.* (2018) sugerem que os membros independentes possuem pouca credibilidade e confiança junto aos investidores. Os membros externos podem não ser suficientemente competentes no desenvolvimento das suas funções, uma vez que podem exercer funções simultâneas fora da empresa (Neves *et al.*, 2022).

Quanto ao fator ambiental considerado de acordo com Zaid *et al.* (2020), também na ótica do investidor, externo à empresa, tem um impacto significativo positivo na performance de longo prazo das empresas. A agenda 2030 para o desenvolvimento sustentável da organização das Nações Unidas no sentido de proteger o ambiente e combater as alterações climáticas está a exercer forte pressão nos *stakeholders* externos das empresas, que pretendem viver num mundo mais seguro, limpo e justo. A consciência ambiental é já uma realidade, talvez pela visibilidade/publicidade ao longo dos últimos anos. Este resultado permite corroborar a hipótese 3, à semelhança, por exemplo, de Moon *et al.* (2014).

Relativamente às variáveis específicas da empresa, o efeito negativo da dívida no desempenho empresarial está relacionado com a perceção que os *stakeholders* externos têm de que o endividamento implica despesas regulares, com pagamento de juros e amortizações de capital, com consequências na redução dos resultados e, deste modo, no desempenho. Este resultado vai ao encontro do obtido por Miralles-Marcelo *et al.* (2014); Zeitun & Saleh (2015) ou Neves *et al.*, (2019) permitindo corroborar a nossa hipótese 4. Ao contrário da visão do gestor, os interessados nas empresas que estão fora da organização, veem a dimensão como algo positivo no desempenho já que acreditam na possibilidade de aproveitamento de sinergias (Miralles-Marcelo *et al.*, 2014 e Neves *et al.*, 2021).

Finalmente no que respeita ao índice de perceção de corrupção e tal como acontece na visão do gestor e do acionista, também os potenciais investidores e outros *stakeholders* externos acreditam que esta potencia mais negócios e mais oportunidades de investimento futuro levando ao crescimento das empresas.

3.3 Discussão Geral

Tendo em conta as estimações realizadas, é perceptível que os sinais e a significância estatística das variáveis independentes, variam de acordo com a variável selecionada para aferir o desempenho empresarial, o que revela que as variáveis explicativas do desempenho se alteram com as diferentes percepção dos *stakeholders*, de acordo com Vieira *et al.*, (2019) ou Neves *et al.*, (2022).

Assim, alguns dos resultados que importa reforçar tanto para a comunidade académica como para gestores, acionistas e potenciais investidores ou sociedade civil dizem respeito às diferenças de sinal obtidos de acordo com cada modelo.

A título de exemplo, a variável independência do conselho de administração é significativa para ambos os modelos 2 e 3; no entanto os seus efeitos nas duas medidas de desempenho são opostos. A relação positiva quando o ROE é utilizado como medida de desempenho está em linha com os resultados obtidos por Bem Barka e Legendre (2017) ou Fernández-Temprano e Tejerina-Gaite (2020). Este resultado sugere que a presença de membros externos e independentes da empresa pode representar uma mais-valia, uma vez que estes membros podem sugerir bons métodos de gestão que produzam melhores resultados e, portanto, níveis de rendibilidade superior para o acionista. No entanto, resultado oposto é sustentado pelo ponto de vista do mercado, sugerindo que os membros independentes possuem pouca credibilidade e confiança junto dos investidores potenciais. Os membros externos podem não ser suficientemente competentes no desenvolvimento das suas funções de acordo com Rashid (2018) e Singh *et al.* (2018).

Relativamente à diversidade de género, tanto gestores como acionistas, não percecionam que o elemento feminino acresça valor às decisões e, por conseguinte, à rendibilidade, talvez porque a sua presença decorra de uma imposição legal. No entanto quem está no mercado, externo à empresa, não tem ainda uma opinião precisa sobre o impacto das mulheres nos níveis de desempenho das empresas da península ibérica.

Outro aspeto que merece ser referido prende-se com a importância que tanto acionistas como os potenciais investidores atribuem às preocupações ambientais das empresas.

Conclui-se que estas assumem cada vez mais relevância acrescentando valor sustentável às empresas.

Finalmente, os nossos resultados sugerem que os índices de corrupção nestes dois países vizinhos e culturalmente próximos são elevados, mas que tal potencia mais negócios e desempenho, talvez pela capacidade, talvez ilícita, que estas empresas têm de ter para ultrapassar os difíceis e morosos problemas burocráticos ainda persistentes.

CONCLUSÃO

A presente dissertação tem como principal objetivo avaliar em que medida as características de *Corporate Governance*, o fator ambiental, os fatores macroeconómicos, que incluem o índice de corrupção e o impacto do covid-19, bem como os determinantes específicos das empresas condicionam a performance empresarial. O estudo contempla empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon* e *Madrid Stock Exchange*, entre 2015 a 2020.

Com recurso à metodologia de dados em painel foi possível observar que os indutores do desempenho das empresas variam de acordo com os indicadores de avaliação de desempenho.

Pelos resultados apresentados e devido a tratar-se de uma zona geográfica com elevados níveis de perceção de corrupção, no entendimento dos vários tipos de *stakeholders*, tal pode conduzir a que os vários intervenientes das empresas possam agirem talvez de forma ilícita, mas rápida, para superar as burocracias dos negócios, conduzindo a desempenhos positivos.

Os resultados também enfatizam os nefastos efeitos da pandemia do COVID-19 com repercussões negativas em todas as medidas de desempenho, mostrando a devastadora dimensão desta crise sem precedentes e sem soluções que se tivessem demonstrado suficientes para dinamizar a economia e as empresas em 2020.

Relativamente às variáveis de CG, salienta-se o efeito negativo da diversidade do Conselho de Administração em ambas as medidas de rendibilidade, ROA e ROE, mostrando o papel pouco relevante que no entendimento de gestores e acionistas têm ainda as mulheres. Este resultado pode estar associado não tanto às decisões cautelosas destas mulheres e da sua aversão ao risco, mas talvez à imposição de quotas, que leva os *stakeholders* a desconfiar das melhores opções para os Conselho de Administração. O que leva à desconfiança de que sejam as mais competentes dentro das organizações. No que diz respeito à independência do Conselho de Administração, também aqui só os acionistas atuais das empresas percecionam o impacto positivo das decisões destes

elementos na melhoria dos níveis da rentabilidade (ROE). No entanto os *stakeholders* externos às empresas, potenciais investidores e sociedade civil, percecionam de forma distinta a efetiva independência da composição deste órgão, na medida em que muitas vezes estes membros têm várias ligações a outras empresas.

Finalmente, numa era de necessários desafios de sustentabilidade e de cumprimentos dos objetivos da agenda 2030 é imperativo que as empresas contribuam para um futuro mais sustentável e inclusivo, comprometendo-se com as várias metas dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). O efeito positivo do fator ambiental, obtido através de um conjunto alargado de variáveis, tanto na ótica dos acionistas como da opinião pública, no exterior da empresa, espelham esta pressão e corroboram as iniciativas já implementadas para uma sociedade mais limpa e segura por parte das empresas ibéricas.

Espera-se que este trabalho possa ter diversas contribuições. Em primeiro lugar para os investigadores e académicos que podem alicerçar novos trabalhos de investigação a partir deste documento. Também os gestores e acionistas atuais podem perceber as variáveis que contribuem para os níveis de desempenho económico e financeiro respetivamente, podendo melhorar a tomada de decisão de acordo com os resultados obtidos no presente estudo. Os potenciais investidores, sociedade civil e demais *stakeholders* externos, percebem os níveis de desenvolvimento de *corporate governance* destas empresas assim como a influência do ambiente macroeconómico e características específicas que podem potenciar mais oportunidades de crescimento destas empresas e por conseguinte mais crescimento económico, sob o desafio das práticas de sustentabilidade.

A concretização deste estudo vem colmatar a carência de estudos nesta área temática, na Península Ibérica, e demonstrar que, o desempenho empresarial é influenciado por fatores externos e internos às empresas.

O estudo apresenta limitações, nomeadamente, na recolha de dados não financeiros. Os elementos de CG não estão publicados de forma uniforme nos relatórios das empresas, bem como as variáveis que contribuem para percecionam o fator ambiental.

Em futuros trabalhos seria interessante acrescentar outras variáveis de sustentabilidade, alargar os países em estudo, de acordo com os sistemas em que desenvolvem a sua atividade (Anglo-saxónico vs. Continental) e, identificar o estágio de desenvolvimento de cada país em torno dos objetivos do desenvolvimento sustentável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdullah, S. N., Ismail, K. N. I. K., & Nachum, L. (2016). Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate governance in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 37(3), 466-476.
- Aboagye, A.Q. and Otioku, J. (2010), "Are Ghanaian MFIs' performance associated with corporate governance?", *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 10 No. 3, pp. 307-320.
- Adusei, M., Akomea, S. Y., & Poku, K. (2017). Board and management gender diversity and financial performance of microfinance institutions. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1360030.
- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218-226.
- Akgün, A.İ. and Memiş Karataş, A. (2021), "Investigating the relationship between working capital management and business performance: evidence from the 2008 financial crisis of EU-28", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 17 No. 4, pp. 545-567. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2019-0294>
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083.
- Alarussi, A. S., & Alhaderi, S. M. (2018). Factors affecting profitability in Malaysia. *Journal of Economic Studies*.
- Alessa, A. A., Alotaibie, T. M., Elmoez, Z., & Alhamad, H. E. (2021). Impact of COVID-19 on entrepreneurship and consumer behaviour: A case study in Saudi Arabia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 201-210.
- Almagtome, A., Khaghaany, M., & Önce, S. (2020). Corporate governance quality, stakeholders' pressure, and sustainable development: An integrated approach. *International Journal of Mathematical, Engineering and Management Sciences*, 5(6), 1077-1090.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.

- Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Azadegan, A., Golara, S., Kach, A., & Mousavi, N. (2018). Corporate environmental investments: A cross-national study on managerial decision making. *International journal of production economics*, 199, 47-64.
- Baah, C., Opoku-Agyeman, D., Acquah, I. S. K., Agyabeng-Mensah, Y., Afum, E., Faibil, D., & Abdoulaye, F. A. M. (2021). Examining the correlations between stakeholder pressures, green production practices, firm reputation, environmental and financial performance: evidence from manufacturing SMEs. *Sustainable Production and Consumption*, 27, 100-114.
- Ben Barka, H., & 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.
- Benito-Osorio, D., Jiménez, A., Díaz Dávila, C., & Zazo Vaquero, M. (2019). La diversidad de género en los consejos de administración y el rendimiento empresarial: perspectivas actuales y futuras. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 23(2), 12-22.
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters?. *Journal of Banking & Finance*, 88, 267-291.
- Blundell, R., & Bond, S. (2000). GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions. *Econometric reviews*, 19(3), 321-340.
- Boakye, D. J., Tingbani, I., Ahinful, G. S., & Nsor-Ambala, R. (2021). The relationship between environmental management performance and financial performance of firms listed in the Alternative Investment Market (AIM) in the UK. *Journal of Cleaner Production*, 278, 124034.
- Bose, S., Shams, S., Ali, M. J., & Mihret, D. (2022). COVID-19 impact, sustainability performance and firm value: international evidence. *Accounting & Finance*, 62(1), 597-643.
- Boukattaya, S., & Omri, A. (2021). Impact of board gender diversity on corporate social responsibility and irresponsibility: Empirical evidence from France. *Sustainability*, 13(9), 4712.
- Bruno, V., & Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing?. *Journal of Financial Intermediation*, 19(4), 461-482.

- Brzić, B., Dabić, M., Kukura, F., & Podobnik, B. (2021). The effects of corruption and the fraction of private ownership on the productivity of telecommunication companies. *Technology in Society*, 65, 101532.
- Bunea, O. I., Corbos, R. A., & Popescu, R. I. (2019). Influence of some financial indicators on return on equity ratio in the Romanian energy sector-A competitive approach using a DuPont-based analysis. *Energy*, 189, 116251.
- Campbell, K. and Mínguez-Vera, A. (2008), “Gender diversity in the boardroom and firm financial performance”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 83 No. 3, pp. 435–451.
- 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*.
- Cheong, C., & Hoang, H. V. (2021). Macroeconomic factors or firm-specific factors? An examination of the impact on corporate profitability before, during and after the global financial crisis. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1959703.
- Cho, B., & Saki, Z. (2022). Firm performance under the COVID-19 pandemic: The case of the US textile and apparel industry. *The Journal of the Textile Institute*, 113(8), 1637-1647.
- Comi, S., Grasseni, M., Origo, F., & Pagani, L. (2020). Where women make a difference: gender quotas and firms’ performance in three European countries. *ILR Review*, 73(3), 768-793.
- Corchuelo Martínez-Azúa, B., López-Salazar, P. E., & Sama-Berrocal, C. (2021). Impact of the COVID-19 Pandemic on Agri-Food Companies in the Region of Extremadura (Spain). *Agronomy*, 11(5), 971.
- Dahlberg, M., Mörk, E., & Tovmo, P. (2008). Power properties of the Sargan test in the presence of measurement errors in dynamic panels. *Applied Economics Letters*, 15(5), 349-353.
- Daily, C., M., Dalton, D., R. and Cannella, A., A. (2003), “Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data”. *The Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Danso, A., Adomako, S., Amankwah-Amoah, J., Owusu-Agyei, S., & Konadu, R. (2019). Environmental sustainability orientation, competitive strategy and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 28(5), 885-895.

- Du, T. Y. (2019). Dimensionality reduction techniques for visualizing morphometric data: Comparing principal component analysis to nonlinear methods. *Evolutionary Biology*, 46(1), 106-121.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(3), 231-243.
- Farquhar, S., Machold, S., & Ahmed, P. K. (2005). Governance and football: an examination of the relevance of corporate governance regulations for the sports sector. *International Journal of Business Governance & Ethics*.
- Fernández-Temprano, M.A. and Tejerina-Gaite, F. (2020), “Types of director, board diversity and firm performance”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 No. 2, pp. 324–342.
- Ferris, S. P., Hanousek, J., & Tressl, J. (2021). Corporate profitability and the global persistence of corruption. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101855.
- Forte, R., & Tavares, J. M. (2019). The relationship between debt and a firm’s performance: the impact of institutional factors. *Managerial Finance* 45(9), 1272–1291.
- Fu, M., & Shen, H. (2020). COVID-19 and corporate performance in the energy industry. *Energy Research Letters*, 1(1), 12967.
- Gaio, C., & Gonçalves, T. C. (2022). Gender diversity on the board and firms’ corporate social responsibility. *International Journal of Financial Studies*, 10(1), 15.
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2019). Institutional Ownership, Independent Board, The Board Size, And Firm Performance: Evidence From Indonesia. *Contaduría Y Administración*, 64(3), 10.
- Hassan, R., Marimuthu, M., & Johl, S. K. (2017). Bridging and bonding: How gender diversity influence organizational performance. *Global Business and Management Research*, 9(1s), 117.
- Hou, T. C. T. (2019). The relationship between corporate social responsibility and sustainable financial performance: Firm-level evidence from Taiwan. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), 19-28.
- Hu, S., & Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International review of economics & finance*, 74, 365-372.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57-82.

- Kadioglu, E., Kilic, S., & Yilmaz, E. A. (2017). Testing the relationship between free cash flow and company performance in Borsa Istanbul. *International Business Research*, 10(5), 148-158.
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Karim, S., Manab, N. A., & Ismail, R. B. (2020). Assessing the governance mechanisms, corporate social responsibility and performance: the moderating effect of board independence. *Global Business Review*, 0972150920917773
- Karmani, M., & Boussaada, R. (2021). Corporate social responsibility and firm performance: does institutional quality matter?. *Journal of Applied Accounting Research*.
- 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.
- Kweh, Q. L., Ahmad, N., Ting, I. W. K., Zhang, C., & Hassan, H. (2019). Board gender diversity, board independence and firm performance in Malaysia. *Institutions and Economies*, 1-20.
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871-1885.
- La Rocca, M., Cambrea, D. R., & Cariola, A. (2017). The role of corruption in shaping the value of holding cash. *Finance Research Letters*, 20, 104-108.
- Lai, E. K. S., Latiff, A. R. A., Keong, O. C., & Qun, T. C. (2020). The Impact of Free Cash Flow on Firm's Performance: Evidence from Malaysia. In *Eurasian Economic Perspectives* (pp. 3-16). Springer, Cham.
- Leal, C., Rocha, D., & Neves, E. (2022). Impact of Short-Term Management on Portuguese and Spanish Firms' Performance.
- Lee, K. H., Cin, B. C., & Lee, E. Y. (2016). Environmental responsibility and firm performance: the application of an environmental, social and governance model. *Business Strategy and the Environment*, 25(1), 40-53
- Leff, N. H. (1964). Economic development through bureaucratic corruption. *American behavioral scientist*, 8(3), 8-14.
- Levine, R. (2004). *The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence* (Vol. 3404). World Bank Publications.

- Li, K., Niskanen, J., & Niskanen, M. (2018). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference?. *Managerial Finance*.
- Lin, W. L., Law, S. H., Ho, J. A., & Sambasivan, M. (2019). The causality direction of the corporate social responsibility–Corporate financial performance Nexus: Application of Panel Vector Autoregression approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, 401-418.
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of corporate Finance*, 30, 223-244.
- Lu, J., & Herremans, I. M. (2019). Board gender diversity and environmental performance: An industries perspective. *Business Strategy and the Environment*, 28(7), 1449-1464.
- Lu, Y., Cui, Q., & Le, Y. (2013). Turning green to gold in the construction industry: Fable or fact? *Journal of Construction Engineering and Management*, 139(8), 1026-1036.
- Madaleno, M., Robaina, M., Dias, M. F., & Meireles, M. (2020). Dimension effects in the relationship between eco-innovation and firm performance: A European comparison. *Energy Reports*, 6, 631-637.
- Martínez, M. D. C. V., & Rambaud, S. C. (2019). Women on corporate boards and firm's financial performance. In *Women's Studies International Forum* (Vol. 76, p. 102251). Pergamon.
- Martínez-Jiménez, R., Hernández-Ortiz, M.J., & Fernández, A.I. (2020). Gender diversity influence on board effectiveness and business performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20, 307-323.
- 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.
- Moon, S. G., Bae, S., & Jeong, M. G. (2014). Corporate sustainability and economic performance: An empirical analysis of a voluntary environmental program in the USA. *Business Strategy and the Environment*, 23(8), 534-546.
- Muangmee, C., Dacko-Pikiewicz, Z., Meekaewkunchorn, N., Kassakorn, N., & Khalid, B. (2021). Green entrepreneurial orientation and green innovation in small and medium-sized enterprises (SMEs). *Social Sciences*, 10(4), 136.
- Mutende, E. A., Mwangi, M., Njihia, J. M., & Ochieng, D. E. (2017). The moderating role of firm characteristics on the relationship between free cash flows and financial performance of firms

listed at the Nairobi securities exchange. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 6(4), 1-3.

Nanda, S., & Panda, A. K. (2018). The determinants of corporate profitability: an investigation of Indian manufacturing firms. *International Journal of Emerging Markets*.

Napitupulu, I. H., Situngkir, A., Basuki, F. H., & Nugroho, W. (2020). Optimizing good Corporate Governance Mechanism to Improve Performance: Case in Indonesia's Manufacturing Companies. *Global Business Review*, 0972150920919875.

Neves, E., & Proença, C. (2021). Intellectual capital and financial performance: evidence from portuguese banks. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 18(1), 93-108.

Neves, E., Castanheira, P., Dias, A., Silva, R., and Cancela, B., (2022). Determinants Factors of the performance of metallurgical companies in northern Portugal: New evidence using panel data, *International Journal of Accounting and Information Management*, forthcoming.

Neves, E., Dias, A., Ferreira, M., & Henriques, C. (2022). Determinants of wine firms' performance: the Iberian case using panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*.

Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2–22.

Neves, M. E. D., Baptista, L., Dias, A. G., & Lisboa, I. (2021). What factors can explain the performance of energy companies in Portugal? Panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*.

Neves, M. E., Almeida, D., & Vieira, E. S. (2022). The cultural dimension in companies' leverage. New evidence using panel data for a European macroeconomic context. *Cross Cultural & Strategic Management*.

Neves, M. E., Henriques, C., & Vilas, J. (2021). Financial performance assessment of electricity companies: Evidence from Portugal. *Operational Research*, 21(4), 2809-2857.

Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 465-495.

Neves, M. E., Vieira, E., & Serrasqueiro, Z. (2022). Management or market variables in the assessment of corporate performance? Evidence on a bank-based system. *International Journal of Accounting & Information Management*.

- 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*.
- Neves, M.E., Santos, A., Proença, C. and Pinho, C. (2022), "The influence of corporate governance and corporate social responsibility on corporate performance: an Iberian panel data evidence", *EuroMed Journal of Business*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/EMJB-01-2022-0002>
- Nguyen, H. T., Trang Vu, K., Nguyen, L. Q. T., & Luu, H. N. (2022). CEO culture, corruption and firm performance. *Applied Economics Letters*, 29(7), 630-634.
- Nguyen, P. A., Nguyen, A. H., Ngo, T. P., & Nguyen, P. V. (2019). The relationship between productivity and firm's performance: evidence from listed firms in Vietnam stock exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 131-140.
- Ojeka, S., Adegboye, A., Adegboye, K., Umukoro, O., Dahunsi, O., & Ozordi, E. (2019). Corruption perception, institutional quality and performance of listed companies in Nigeria. *Heliyon*, 5(10), e02569.
- Okafor, A., Adeleye, B. N., & Adusei, M. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from US tech firms. *Journal of Cleaner Production*, 292, 126078.
- Oware, K. M., & Mallikarjunappa, T. (2019). Corporate social responsibility investment, third-party assurance and firm performance in India: the moderating effect of financial leverage. *South Asian Journal of Business Studies*.
- Park, K. and Jang, S.S. (2013), "Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: a holistic analysis", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 33, pp. 51-63.
- Proença, C., & Neves, M. E. (2022). Determinants of Iberian Companies' Performance: Corporate boards and the non-linearity of gender diversity. *Gender in Management: an International Journal*, (forthcoming).
- 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.
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169.
- Rababah, A., Al-Haddad, L., Sial, M. S., Chunmei, Z., & Cherian, J. (2020). Analyzing the effects of COVID-19 pandemic on the financial performance of Chinese listed companies. *Journal of Public Affairs*, 20(4), e2440.

- Rahman, J. M., & Yilun, L. (2021). Firm size, firm age, and firm profitability: evidence from China. *Journal of Accounting, Business and Management*, 28(1), 101-115.
- Rashid, A. (2018), "Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh", *Future Business Journal*, Vol. 4 No. 1, pp. 34–49.
- Robaina, M., & Madaleno, M. (2020). The relationship between emissions reduction and financial performance: Are Portuguese companies in a sustainable development path?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1213-1226.
- Rodríguez-Ruiz, Ó., Rodríguez-Duarte, A. and Gómez-Martínez, L. (2016), "Does a balanced gender ratio improve performance? The case of Spanish banks (1999-2010)", *Personnel Review*, Vol. 45 No. 1, pp. 103–120.
- Ruwanti, G., Chandrarin, G., & Assih, P. (2019). Corporate social responsibility and earnings management: The role of corporate governance. *Humanities & Social Sciences Reviews*, 7(5), 1338-1347.
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management and Governance*, 21(4), pp. 841-878. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9361-5>
- Saidat, Z., Silva, M. and Seaman, C. (2019), "The relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from Jordanian family and nonfamily firms", *Journal of Family Business Management*, Vol. 9 No. 1, pp. 54-78.
- Sargan, J. D. (1958). The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables. *Econometrica*, 26(3), 393–415.
- Serrasqueiro, Z., Leitão, J., & Smallbone, D. (2021). Small-and medium-sized enterprises (SME) growth and financing sources: Before and after the financial crisis. *Journal of Management & Organization*, 27(1), 6-21.
- Shabbir, M. S., & Wisdom, O. (2020). The relationship between corporate social responsibility, environmental investments and financial performance: evidence from manufacturing companies. *Environmental Science and Pollution Research*, 27(32), 39946-39957.
- Shahjahani, R., & Bokharayan, M. (2016). The Relationship between capital structure, free cash flow, diversification and firm performance. *Journal of Management and Accounting Studies*, 4(04), 22-31.

- Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance: evidence from the UK SMEs. *Applied Economics*, 49(48), 4817-4832.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230.
- 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.
- Sulistyowati, Y. (2017). Pencatatan Pelaporan Keuangan Umkm (Study Kasus Di Kota Malang). *Referensi: Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi*, 5(2), 49-55.
- Sunardi, N., Husain, T., & Kadim, A. (2020). Determinants of Debt Policy and Company's Performance. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8(4), 204-213.
- Thakur, B. P. S., Kannadhasan, M., Charan, P., & Gupta, C. P. (2021). Corruption and firm value: Evidence from emerging market economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(4), 1182-1197.
- Ullah, A., Pinglu, C., Ullah, S., Zaman, M., & Hashmi, S. H. (2020). The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan. *Heliyon*, 6(8), e04741.
- Ullah, I., Fang, H., & Jebran, K. (2019). Do gender diversity and CEO gender enhance firm's value? Evidence from an emerging economy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Vieira, E. S., Neves, M. E., & Dias, A. G. (2019). Determinants of Portuguese firms' financial performance: panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*.
- Viglioni, M. T. D., Ferreira, M. P., Aveline, C. E. S., & de Alcântara, J. N. (2022). Corruption, R&D and performance: firm-level evidence from Latin America. *Journal of Applied Accounting Research*.
- Wan, D., Xue, R., Linnenluecke, M., Tian, J., & Shan, Y. (2021). The impact of investor attention during COVID-19 on investment in clean energy versus fossil fuel firms. *Finance Research Letters*, 43, 101955.
- Wang, L., Li, W., & Qi, L. (2020). Stakeholder pressures and corporate environmental strategies: A meta-analysis. *Sustainability*, 12(3), 1172.

- Williams, C. C., & Kedir, A. M. (2016). The impacts of corruption on firm performance: Some lessons from 40 African countries. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 21(04), 1650022. <https://doi.org/10.1142/S1084946716500229>.
- Xu, Q., Lu, Y., Lin, H., & Li, B. (2021). Does corporate environmental responsibility (CER) affect corporate financial performance? Evidence from the global public construction firms. *Journal of Cleaner Production*, 315, 128131.
- Zaid, M. A., Wang, M., Adib, M., Sahyouni, A., & Abuhijleh, S. T. (2020). Boardroom nationality and gender diversity: Implications for corporate sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*, 251, 119652.
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: evidence from GCC countries. *EuroMed Journal of Business*.
- 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.

APÊNDICES

Empresas cotadas na *Euronext Lisbon* consideradas no estudo.

Empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

Conduril- Engenharia S.A.	Lisgráfica- Impressão e Artes Gráficas, S.A.
CTT Correios de Portugal	Merlin Properties
EDP – Energias de Portugal, S.A.	Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.
Flexdeal SIMFE, S.A.	Pharol
Galp Energia- Nom	Ramada- Investimentos e Indústrias, S.A.
Glantt	REN- Redes Energéticas Nacionais, SPGS, S.A.
Jerónimo Martins, SPGS, S.A.	Semapa- Soc. De Inv. e Gestão, SPGS, S.A.

Empresas cotadas no Mercado Contínuo da *Madrid Stock Exchange*

Acciona, S.A.	Fluidra, S.A.
Acerinox, S.A.	Global Dominion Access, S.A.
ACS – Actividades de Construcción y Servicios, S.A.	Grupo Catalana Occidente, S.A.
AEDAS Homes, S.A.	Grupo Empresarial San Jose, S.A.
Aena, S.M.E, S.A.	Grupo Ezentis, S.A.
Airtificial Intelligence Structures, S.A.	Indústria de Diseño Textil, S.A.
Amadeus IT Group, S.A.	Inmobiliaria Del Sur, S.A.
Applus Services, S.A.	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S. A.
Arima Real Estate Socimi, S.A.	Lar España Real Estate Socimi, S. A.
Atresmedia Corporacion de Medios de Comunicacion, S.A.	Libertas 7, S.A.
Audax Renovables, S.A.	Lingotes Especiales, S.A.
Ayco Grupo Inmobiliario, S.A.	Metrovacesa, S.A.
Azkoyen, S.A.	Miguel y Costas e Miguel, S. A.
Baron de Ley, S.A.	Minerales y Productos Derivados, S. A.
Bodegas Riojanas, S.A.	Montebalito, S.A.
Borges Agricultural e Industiral Nuts, S.A.	Naturgy Energy Group, S.A.
Cellnex Telecom, S.A.	Nicolas Correa, S.A.
Cementos Molins, S.A.	Pescanova, S.A.
CIE Automotive, S.A.	Prim, S.A.
Clínica Baviera, S.A.	Realia Business, S.A.
Colonial	Repsol, S.A.
Compañía de Distribucion Integral Logista Holdings, S.A.	Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.
Deoleo, S.A.	Talgo, S.A.
Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A.	Telefonica, S.A.
Distribuidora Internacional de Alimentacion, S.A.	TR Hotel Jardin Del Mar, S.A.
Ebro Foods, S.A.	Tubacex, S.A.
EDP Renováveis, S.A.	Tubos Reunidos, S.A.
Elecnor, S.A.	Vidrala, S.A.
Enagas, S.A.	Viscofan, S.A.
Ence Energia y Celulosa, S.A.	Zardoya otis, S.A.

Empresas cotadas na *Madrid Stock Exchange* consideradas no estudo.