

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M MESTRADO
Finanças Empresariais

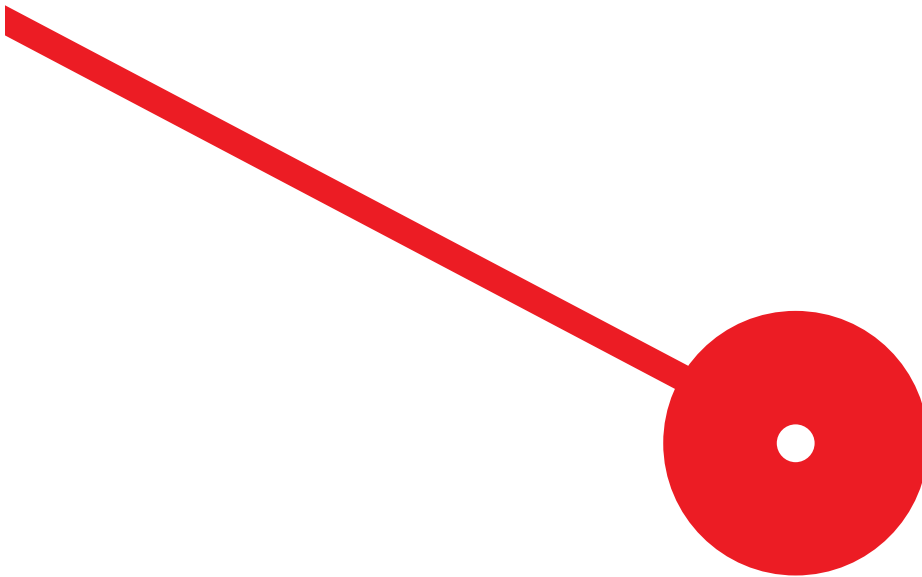
A Preponderância do Corporate Governance e da Social Responsibility no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal

Edgar Abreu Soares

10/2023

Edgar Abreu Soares. A Preponderância do Corporate Governance e da Social Responsibility no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal

10/2023



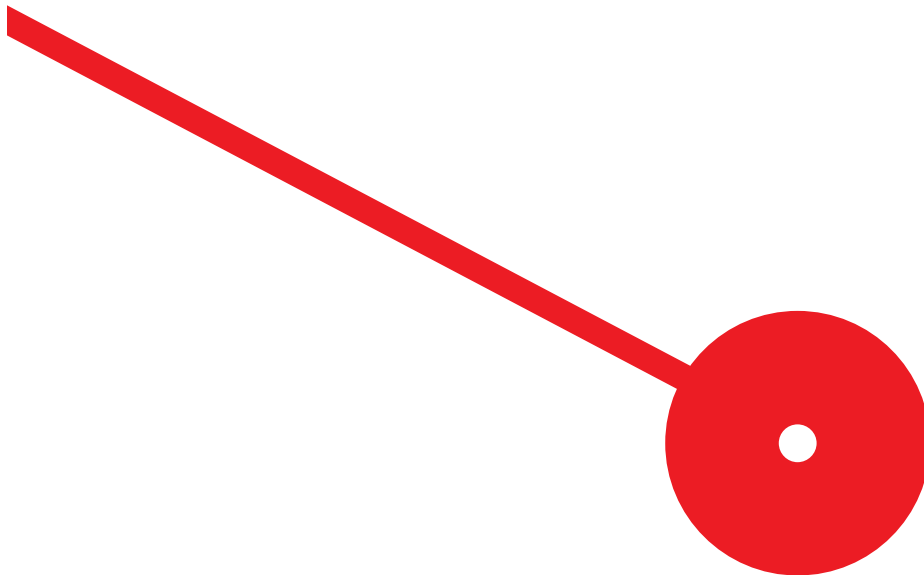
INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M MESTRADO
Finanças Empresariais

A Preponderância do Corporate Governance e da Social Responsibility no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal

Edgar Abreu Soares

**Dissertação de Mestrado
apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e
Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em
Finanças Empresariais, sob orientação da Prof. Doutora Helena S.
de Oliveira e coorientação da Prof. Doutora Cristina Lopes**



“Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri”

Agradecimentos

Gostaria de expressar os meus sinceros agradecimentos a todas as pessoas que contribuíram para a realização desta dissertação. Em primeiro lugar, quero agradecer à minha orientadora Prof. Doutora Helena S. de Oliveira e coorientadora Prof. Doutora Cristina Lopes pelo acompanhamento, apoio e paciência ao longo deste percurso.

Também quero agradecer à minha família pelo suporte inabalável e incentivo que me concederam ao longo deste mestrado.

Por últimos mas não menos importantes, gostaria de dedicar este trabalho aos meus colegas, cujo apoio e companherismo foram fundamentais para enfrentar os desafios deste ciclo de estudos. Juntos, compartilhamos alegrias, frustrações e momentos inesquecíveis, e por isso, sou grato por tê-los como amigos e colegas de profissão.

O meu obrigado.

Resumo

A presente dissertação encontra-se subordinada ao tema “*A Preponderância do Corporate Governance e da Social Responsibility no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal*” e tem como principal finalidade verificar se existe alguma correlação entre os mecanismos internos da *Corporate Governance* e da *Social Responsibility* no desempenho financeiro das seguradoras a exercer em Portugal.

Para alcançar os objetivos da investigação, utilizou-se uma metodologia quantitativa, utilizando-se uma amostra composta pelas 25 maiores seguradoras com sucursal em Portugal nos ramos vida e não – vida, elegidas pelo critério de quota de mercado, para um período temporal de 9 anos, compreendido entre 2014 e 2022.

A metodologia empregue consistiu na estimação e análise do modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) para se analisar a respetiva relação.

Utilizaram-se como variáveis de desempenho o Retorno sobre o Ativo (ROA), o Retorno sobre o Capital Próprio (ROE), o Rácio Combinado (RC) e o Rácio de Produtividade (RP). A Dimensão da Empresa (Size) e a Antiguidade da Empresa (Age) foram utilizadas como variáveis de controlo. No que concerne às variáveis independentes utilizaram-se a Dimensão do Conselho de Administração (BoardSize), a Dualidade *CEO/Chairman* (Dual), a Remuneração e os Benefícios do *CEO* (RemCEO), a Comissão de Auditoria (ComAud) e os Relatórios Integrados de Sustentabilidade (RelSust).

Os modelos apresentados evidenciam que as empresas que dispõem de um relatório integrado de sustentabilidade tendem a obter um melhor ROA, um menor RC e um menor RP. Também se verifica que quanto maior a Dimensão da Empresa menor tende a ser o valor do ROA e maior tende a ser o RP. No que concerne ao RC, quanto maior é a Dimensão do Conselho de Administração e a Remuneração e Benefícios do *CEO* maior tende a ser o seu valor. Já a existência da Dualidade de funções *CEO/Chairman* e Empresas com uma maior existência temporal tendem a ter um RP menor.

Palavras-Chave: *Corporate Governance*; *Social Responsibility*; Desempenho; Seguradoras.

Abstract

The present master's dissertation is focused on the topic "The Prevalence of Corporate Governance and Social Responsibility in the Performance of Insurance Companies Operating in Portugal" and its main objective is to ascertain if there is any correlation between certain internal mechanisms of Corporate Governance and Social Responsibility and the financial performance of insurance companies operating in Portugal.

To achieve the research objectives, a quantitative strategy was chosen, utilizing a sample composed of the 25 largest insurance companies with branches in Portugal in the life and non-life insurance sectors, selected based on market share criteria, for a time period spanning 9 years, from 2014 to 2022.

The employed methodology involved estimating and analyzing the Ordinary Least Squares (OLS) model to investigate the respective relationship. As performance variables, Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Combined Ratio (CR), and Productivity Ratio (PR) were utilized. Control variables included Company Size (Size) and Company Age (Age). Regarding the independent variables, Board Size (BoardSize), CEO/Chairman Duality (Dual), CEO Compensation and Benefits (RemCEO), Autonomous Audit Committee (ComAud), and Integrated Sustainability Reports (RelSust) were used.

The presented models of this study show that companies with integrated sustainability reports tend to achieve better ROA, lower CR, and lower PR. Furthermore, as Company increases, ROA tends to decrease, while PR tends to increase. As for CR, it tends to be higher with a larger board of directors and higher CEO compensation and benefits. On the other hand, the existence of CEO/Chairman dual roles and older companies tend to have a lower PR.

Keywords: Corporate Governance; Social Responsibility; Performance; Insurers.

Índice geral

Agradecimentos.....	iii
Resumo.....	iv
Abstract.....	v
Índice geral.....	vi
Índice de figuras.....	viii
Índice de quadros.....	ix
Índice de tabelas.....	x
Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas.....	xi
1 Introdução.....	1
2 Revisão de literatura	6
2.1 A evolução do Corporate Governance.....	6
2.1.1 Conceito.....	6
2.1.2 Teorias, Sistemas e Modelos de Corporate Governance	8
2.1.3 Corporate Governance em Portugal	14
2.2 A evolução da Corporate Social Responsibility	17
2.2.1 Conceito.....	17
2.2.2 Teorias de Corporate Social Responsibility	19
2.2.3 Relatórios de Corporate Social Responsibility	20
2.3 Indicadores do desempenho empresarial.....	21
2.3.1 Dimensão do conselho de administração.....	21
2.3.2 Unificação de funções de liderança num único indivíduo na estrutura organizacional da empresa	28
2.3.3 Remuneração e Benefícios dos Administradores Executivos	33
2.3.4 Comissão de Auditoria	39

2.4	Componentes que determinam a efetividade do Corporate Social Responsibility (CSR)	43
2.4.1	Divulgação de informações de sustentabilidade.....	44
3	Metodologia de investigação.....	48
3.1	Introdução.....	48
3.1.1	Seleção da Amostra e Dados	50
3.1.2	Caraterização e evolução do setor segurador	53
3.2	Variáveis utilizadas nos modelos de regressão.....	56
3.2.1	Variáveis explicativas e de controlo.....	56
3.2.2	Variáveis de desempenho	58
3.3	Modelo de regressão	59
4	Análise dos dados e discussão dos resultados	62
4.1	Estatísticas descritivas	62
4.2	Apresentação e Interpretação dos resultados.....	66
5	Conclusões, limitações e sugestões de investigação futura	79
5.1	Conclusões.....	79
5.2	Limitações e Sugestões de Investigação Futura	81
	Referências bibliográficas.....	83

Índice de figuras

Figura 1: Modelo Anglo – Saxónico	12
Figura 2: Modelo Continental	13
Figura 3: Composição da carteira de investimentos das seguradoras em Portugal 53	
Figura 4: Produção de Seguros e Custos com Sinistros em Portugal (milhares de euros)	54
Figura 5: Composição da Carteira dos Ramos Não Vida (2º Trimestre de 2023)..	55
Figura 6: Composição da Carteira dos Ramos Vida (2º Trimestre de 2023).....	55
Figura 7: Matriz de correlação com escala de cor, diagramas de dispersão e histogramas das variáveis quantitativas consideradas no estudo	64

Índice de quadros

Quadro 1: Modelos de Corporate Governance	14
Quadro 2: Análise sistemática do artigo “Impact of the board of directors characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firm”	23
Quadro 3: Análise sistemática do artigo “Board Size and Firm Performance: A Study on BSE 100 Companies”	24
Quadro 4: Análise sistemática do artigo “How does board structure impact on firm performance in the UK?”	26
Quadro 5: Análise sistemática do artigo “CEO Duality, Information Costs, and Firm Performance”	29
Quadro 6: Análise sistemática do artigo “The Effects of Market Competition, Capital Structure, and CEO Duality on Firm Performance: A Mediation Analysis by Incorporating the GMM Model Technique”	30
Quadro 7: Análise sistemática do artigo “CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment”	31
Quadro 8: Análise sistemática do artigo “CEO Compensation and Firm Performance in the Insurance Industry”	34
Quadro 9: Análise sistemática do artigo “Corporate Performance and CEO Compensation in China”	36
Quadro 10: Análise sistemática do artigo “The Compensation of the UK executive: lots of carrots, but are there any sticks?”	38
Quadro 11: Análise sistemática do artigo “The Audit Committee Characteristics and Earnings Quality: Evidence from Jordan”	41
Quadro 12: Análise sistemática do artigo “Audit Committee Characteristics and Financial Performance: Indonesian Evidence”	42
Quadro 13: Análise sistemática do artigo “Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial Industry”	44
Quadro 14:Algumas caraterísticas da filosofia do Positivismo	49
Quadro 15:Etapas de uma abordagem dedutiva	50
Quadro 16: Amostra utilizada no estudo	51
Quadro 17: Descrição das variáveis explicativas e de controlo	56
Quadro 18: Descrição das variáveis de desempenho	58

Índice de tabelas

Tabela 1: Produção e Quota de Mercado da amostra em 2022.....	52
Tabela 2: Estatística descritiva – Variáveis Explicativas.....	62
Tabela 3: Estatística descritiva – Variáveis de controlo	63
Tabela 4: Estatística descritiva – Variáveis de desempenho	63
Tabela 5: Matriz de correlação	64
Tabela 6: Análise de Multicolinearidade.....	65
Tabela 7: Modelo OLS usando o ROA como variável dependente.....	67
Tabela 8: Modelo OLS usando o ROE como variável dependente.....	67
Tabela 9: Modelo OLS usando o RC como variável dependente.....	68
Tabela 10: Modelo OLS usando o RP como variável dependente	68
Tabela 11: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando ROA como variável dependente.....	70
Tabela 12: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando ROE como variável dependente.....	71
Tabela 13: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando RC como variável dependente.....	71
Tabela 14: Modelos de efeitos fixos para os indivíduos usando RP como variável dependente.....	72
Tabela 15: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando RC estimado através da matriz robusta de variâncias e covariâncias pelo Método Arellano tipo H3	73
Tabela 16: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando RP como variável dependente – estimado através da matriz robusta de variâncias e covariâncias pelo Método Arellano tipo H3	73

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

- APS – Associação Portuguesa de Seguradores
- CEO – *Chief Executive Officer*
- CG – *Corporate Governance*
- CSR – *Corporate Social Responsibility*
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- CVM – Código dos Valores Mobiliários
- EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*
- ESG – *Environmental, social, and corporate governance*
- FTSE – *Financial Times Stock Exchange*
- GMM – *Generalized Method of Moments*
- GRI – *Global Reporting Initiative*
- IFAC – *International Federation of Accountants*
- IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*
- MRC – Requisito de Capital Mínimo
- OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento
- ONU – Organização das Nações Unidas
- OPA – Oferta Pública de Aquisição
- PIB – Produto Interno Bruto
- ROA – *Return of Assents* / Retorno sobre o ativo
- ROE – *Return on Equity* / Retorno sobre os capitais próprios
- ROIC – *Return on invested capital* / Retorno sobre o capital investido
- RC – Rácio Combinado
- RP – Rácio de Produtividade
- SCR – Requisito de Capital de Solvência
- UE – União Europeia
- USA – United States of America
- WCED – *World Commission on Environment and Development*

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

1 Introdução

A presente dissertação de mestrado surge no âmbito do Mestrado em Finanças Empresariais, lecionado pelo Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto e subordina-se ao tema “*A Preponderância do Corporate Governance e da Social Responsibility no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal*”.

A escolha do tema advém do interesse que possuo pela área seguradora e pela compreensão da importância que, no decorrer das aulas de *Corporate Governance*, se revelou que a forma como as empresas são geridas é fundamental para que se reponha a confiança dos investidores no mercado de capitais, daí a necessidade de uma maior análise. Os escândalos financeiros ocorridos nos últimos anos e as nocivas consequências nos mercados de capitais provocados pela falta de confiança dos investidores foi justificada pela forma como as empresas eram geridas. Uma das principais transgressões de que há registo deu-se em 1720, no Reino Unido com a compra, por parte dos investidores, de ações da empresa *The South Sea Company* a preços inflacionados que resultou na sua insolvência com a queda do mercado (Oliveira, 2015).

Atualmente, o verdadeiro objetivo das empresas transcende a obtenção dos lucros e direciona-se para a criação de valor, sustentabilidade, preocupações ambientais e sociais. Destaca-se a importância de considerar as necessidades e expectativas de todos os *stakeholders* de uma empresa na obtenção de um desempenho económico e financeiro sustentável a longo prazo. As organizações que tendem a adotar estratégias direcionadas a todos os seus *stakeholders*, e não apenas aos seus acionistas, tendem a ter um melhor desempenho financeiro (Berman et al., 1999).

Desta forma, as políticas de *Corporate Governance* assumem-se como indispensáveis na partilha de princípios e recomendações que visem o interesse de todas as partes envolvidas.

Segundo Lipton & Lorsch (1992), o bom governo societário pode aumentar a confiança dos investidores e dos mercados financeiros, reduzir os custos de capital,

melhorar a tomada de decisões estratégicas e aumentar a eficiência operacional. Contudo, verifica-se que o bom governo societário não melhora imperiosamente o desempenho financeiro da empresa. No entanto, as empresas que forem capazes de adotar políticas estratégicas de *Corporate Governance* resilientes e bem estruturadas, alicerçadas em princípios de transparência e responsabilização dos órgãos sociais, são mais fortes perante situações de recessão dos ciclos económicos.

Efetivamente tem vindo a ser publicado uma série de leis, regulamentos e princípios relacionados com o Governo das Sociedades a nível internacional e nacional. Em Portugal, compete ao Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) assessorado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) “promover as atualizações que se mostrem necessárias, em linha com as melhores práticas internacionais” (Código de Governo das Sociedades, 2023, p.4).

Os princípios gerais assentes no Código de Governo das Sociedades são:

“O governo das sociedades promove e potencia a prossecução dos respetivos interesses de longo prazo, desempenho e desenvolvimento sustentado, e é estruturado de modo a permitir a ponderação dos interesses dos acionistas e restantes investidores, trabalhadores, clientes, credores, fornecedores e demais partes interessadas, contribuindo para o reforço da confiança na qualidade, transparência e padrões éticos de atuação da administração e fiscalização, bem como para o desenvolvimento sustentável da comunidade em que as sociedades se inserem e para o desenvolvimento do mercado de capitais.

O Código é de adesão voluntária e a sua observância assenta num princípio de *comply* ou *explain* aplicável a todas as recomendações (Código de Governo das Sociedades, 2023, p.4)”.

Este estudo surge devido à necessidade de aumentar a literatura sobre o tema, nomeadamente relativa ao mercado segurador em Portugal, tendo como Objetivo Geral (OG): ***Analisar o impacto de algumas características do Corporate Governance e da Social Responsibility no desempenho financeiro das empresas de seguros em Portugal.***

Neste sentido, o desempenho empresarial será avaliado através de quatro indicadores: Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Capital Próprio (ROE), Rácio Combinado (RC) e Rácio de Produtividade (RP).

Face à importância do setor segurador em Portugal, as políticas de *Corporate Governance* e de *Social Responsibility* poderão servir como uma referência para melhorar o desempenho económico-financeiro das empresas, promover os princípios éticos e deontológicos, como a responsabilização dos órgãos sociais, aumento da transparência da informação e proteção dos interesses de todos os *stakeholders*.

No decorrer do Objetivo Geral definiram-se os seguintes Objetivos Específicos (OE):

OE1: Avaliar o impacto da dimensão do conselho de administração no desempenho financeiro das empresas de seguros;

OE2: Aferir o resultado da unificação de funções *CEO/Chairman* e o desempenho financeiro das seguradoras;

OE3: Medir o impacto das remunerações e regalias do *CEO* no desempenho financeiro das empresas de seguros.

OE4: Determinar a importância da presença de uma comissão de auditoria autónoma no desempenho financeiro das seguradoras;

OE5: Verificar a influência da divulgação dos relatórios integrados de sustentabilidade no desempenho financeiro das empresas de seguros.

Para se atingir o Objetivo Geral deste estudo, foi traçada a seguinte Questão Central (QC): **Qual é a Preponderância do *Corporate Governance* e da *Social Responsibility* no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal?**

Deste modo, o estudo procurará responder às seguintes perguntas de investigação (PI):

PI1: Será que existe uma relação significativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho empresarial?

PI2: Será que existe uma correlação significativa entre a dualidade de funções (*CEO/Chairman*) e o desempenho financeiro da empresa?

PI3: Quanto maior é a remuneração e os benefícios dos órgãos sociais, nomeadamente do administrador executivo (*CEO*) melhor tende a ser o desempenho financeiro da empresa?

PI4: A presença de uma comissão de auditoria autónoma tende a melhorar o desempenho financeiro da empresa?

PI5: Existe uma correlação positiva entre a divulgação dos relatórios integrados de sustentabilidade e o desempenho financeiro da empresa?

Tendo presente o exposto estruturamos o presente trabalho em cinco pontos. O ponto um inicia-se com a introdução do tema. No ponto dois apresenta-se a revisão de literatura, onde se analisa o estado da arte em duas vertentes distintas, através do enquadramento teórico e a sistematização de estudos publicados em revistas científicas. No ponto três, aborda-se a metodologia de investigação empregue no estudo e no ponto quatro são apresentados os principais resultados obtidos, assim como a respetiva discussão e interpretação. Por último, no ponto cinco, apresentam-se as principais conclusões do trabalho e também as limitações do estudo e as sugestões de investigação futura.

CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA

2 Revisão de literatura

2.1 A evolução do Corporate Governance

2.1.1 Conceito

A expressão Governo das Sociedades é relativamente recente, surge nos finais do século XX e princípios do século XXI e resulta da tradução da expressão anglo-saxónica *Corporate Governance*, apesar de não ser consensual e de se adotarem outras designações alternativas como Governo Societário, Governança ou Governo Corporativo (Oliveira, 2015).

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), define “a Corporate Governance como um sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas” (Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, 2016, p.9).

Esta temática é cada vez mais vinculativa no meio empresarial, ainda que de forma vaga pelas inúmeras definições de governo societário, revelando diferentes perspetivas (Santos, 2021).

Este conceito torna-se mais relevante e interessante no mundo empresarial e académico após os escândalos financeiros internacionais verificados nos Estados Unidos da América (USA) como é o caso da *Enron*, *WorldCom* e *Adelphia Communications Corporation*, na União Europeia (UE), como por exemplo as empresas *Ahold* e *Parmalat* e em Portugal, o caso do BPN, BPP, BANIF e BES. Por sua vez, surge a necessidade de se criar legislação própria que conduza a uma maior transparência da informação e responsabilização dos órgãos de gestão para restabelecer a confiança dos investidores nos mercados e de todas as partes interessadas, nomeadamente trabalhadores, credores e comunidade em geral.

Contudo, apesar do referido anteriormente, a ocorrência de negócios mal sucedidos, a divulgação do pagamento de elevadas quantias aos administradores empresariais, o número elevado cometido de fraudes contabilísticas e a adoção de

medidas que impedem o sucesso das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) são acontecimentos igualmente importantes que marcam a necessidade de adoção de fortes medidas legislativas (Farinha, 2003). Ora, estes escândalos financeiros provocaram elevados prejuízos no mercado de capitais e reduziram a confiança entre os agentes e o mercado, pelo que surgiu a necessidade de aprovar legislação, regulamentos e normativos específicos de forma a regular mecanismos e princípios de *Corporate Governance* (Borges & Serrão, 2005).

Assim, face à necessidade de recuperar a segurança e a confiança dos investidores foi aprovado, em Dezembro de 1992 no Reino Unido, o “*Cadbury Report*” na sequência dos escândalos societários britânicos. Em 1999, surgem os Princípios da OCDE fruto da crise asiática de 1997 e 1998. Em 30 de Julho de 2002 foi aprovada a Lei *Sarbanes – Oxley* nos Estados Unidos da América, com o objetivo de proteger os investidores, evitar problemas com o Relato Financeiro e garantir conformidade aos utilizadores da informação, representa o ponto de partida relativamente à legislação obrigatória que deve ser divulgada por uma empresa, como os aspetos relacionados com a responsabilidade social, relações da empresa com os auditores externos, aumento de divulgações financeiras e controlo interno (Oliveira, 2015).

A OCDE considera que um sistema de governo societário competente acarreta vantagens significativas não só em cada empresa como na economia considerada como um todo, através do desenvolvimento de uma confiança necessária para alcançar o funcionamento adequado de uma economia de mercado. Com a instauração de um sistema eficaz de governação, resultam custos inferiores na captação de capitais e maior sensibilidade para que as empresas utilizem os recursos de forma mais sustentável (OCDE, 2004).

Conyon (2009) considera ainda que o desenvolvimento de um clima de confiança, transparência e seriedade perante o mercado, através da implementação de condições que possibilitem investimento de longo prazo, estabilidade financeira e criação de valor, permitem o crescimento sustentável e uma sociedade mais forte.

2.1.2 Teorias, Sistemas e Modelos de Corporate Governance

Nas últimas décadas, surgem diversas teorias que procuram estudar e investigar o verdadeiro conceito de *Corporate Governance*. As teorias da agência (Jensen & Meckling, 1976), da dependência de recursos (Pfeffer et al., 1979), das partes interessadas, do custo de transação e a teoria da mordomia (Davis et. al., 1997). Mais tarde, surgem novas teorias como a teoria de hegemonia de classe, do poder da gestão, a teoria institucional, a teoria política e a teoria da governação das redes.

A teoria da agência desenvolvida por Jensen & Meckling (1976) é um ramo da economia que procura concentrar-se nas sinergias entre o principal (aquele que contrata) e o agente (aquele que é contratado) e como garantir que as ambições do principal sejam alcançadas. A teoria analisa questões como a confiança, os incentivos, a monitorização e o alinhamento de interesses entre o principal e o agente.

Conyon (2009) procura explicar, através da teoria da agência, como os incentivos financeiros podem ser utilizados para alinhar os objetivos do principal com os do agente, para garantir a eficiente alocação dos recursos.

Os problemas de agência surgem quando existem diferenças de objetivos, de informações assimétricas e custos de monitorização entre aquele que contrata e aquele que é contratado. Quando as metas entre ambos não estão alinhadas, o agente pode não trabalhar em linha com o principal, provocando resultados insuficientes e danos colaterais. Ainda, a assimetria de informação pode levar à falta de confiança que, por sua vez, poderá tornar mais complicada a monitorização e avaliação do agente (Conyon, 2009).

Vários autores procuram estudar a teoria da agência, incluindo a análise dos problemas de *moral hazard* e *adverse selection*. A *moral hazard* refere-se à tendência de um agente agir de forma oportunista ou correr riscos desnecessários, dado que sabe que o principal suportará parte dos custos. Já o *adverse selection* refere-se à assimetria de informação, falta de informação sobre o agente, provocando a má decisão de contratação por parte do principal. Releva-se a importância dos incentivos para alinhar os objetivos

do principal e do agente e a abordagem de soluções para resolver problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976; Holmstrom, 1979).

A teoria das partes interessadas aborda a temática do governo societário no sentido mais lato do que a teoria da agência, que se concentra apenas nas relações entre os acionistas e os administradores. Por outro lado, a teoria da agência dedica-se ao alinhamento dos incentivos como forma de garantir que os objetivos entre o principal e o agente são alcançados. A teoria das partes interessadas prevê que as empresas têm responsabilidades não apenas para com os acionistas, mas também perante outros grupos de interesse, como funcionários, fornecedores, comunidades locais, meio ambiente, entre outros (Clarke, 1998; Freeman & Mcvea, 2001).

Assim, a teoria das partes interessadas ou, simplesmente, teoria do *stakeholder*, prevê que as empresas devem levar em consideração as implicações dos planos de ação para com todas as partes interessadas e não apenas para com os acionistas.

Friedman (1970) alega que a única responsabilidade social de uma empresa é maximizar o lucro para com os acionistas. Este artigo serviu de partida para o surgimento da teoria das partes interessadas, fruto da discussão e contestação do mesmo. De qualquer modo, esta teoria tem vindo a ser debatida por académicos e comunidade empresarial, na medida em que alguns autores defendem que pode prejudicar a eficiência da empresa ao criar conflitos entre diferentes grupos de interesse. Numa outra ótica, acreditam que é importante para garantir um mundo mais justo e sustentável de governação empresarial (Friedman, 1970; Freeman & Mcvea, 2001).

Já a teoria da dependência de recursos é uma teoria da administração desenvolvida por Pfeffer et al. (1979) que assenta na importância dos recursos e das fontes de poder para a sobrevivência e sucesso empresarial. De acordo com esta teoria, as organizações são dependentes de um conjunto alargado de recursos, como financiamento, matérias-primas, tecnologia e mão-de-obra, para que possam obter sucesso e criar valor. As empresas também devem ser capazes de obter e controlar esses recursos de forma a manterem-se competitivas. Assim, parte-se do princípio de que as instituições devem ser

capazes de estabelecer e manter relações fortes com fontes externas de recursos, e ainda integrar e alocar esses recursos com vista a alcançar as metas definidas (Pfeffer, et al., 1979; Collins, et al., 2009).

Os artigos desenvolvidos por Pfeffer et al. (1979) e Collins et al. (2009) apontam diversas sugestões de melhoria e desenvolvimento futuro para a teoria da dependência das partes interessadas. Segundos estes autores, a teoria deve ser aprimorada, de forma a poder ser mais precisa e aplicável a mais situações empresariais. As empresas devem dar maior destaque à ação dos recursos e às estratégias que as mesmas utilizam para gerir a sua dependência. Por último, a teoria deveria ter em consideração outros fatores, como o poder e as redes interorganizacionais.

No que concerne à teoria do custo de transação desenvolvida por Williamson (1975) assente no ramo económico que investiga os custos associados às transações de bens e serviços, considera-se que empresas podem maximizar a eficiência na alocação de recursos e minimizar os custos de transação. A teoria baseia-se na ideia de que não existem transações perfeitas, ou seja, as transações têm custos associados, como custos de negociação, monitorização e implementação. Esses custos podem afetar a eficiência económica, pelo que se torna fundamental compreender a natureza e a magnitude que resultam desses custos de forma a serem minimizados. Esta teoria destaca ainda a importância das instituições, no que concerne aos contratos e regulamentos, na medida em que permitem reduzir os custos de transação e melhorar a eficiência das mesmas. Também, enfatiza a importância da governação das empresas familiares, empresas com acionista ativos e empresas com administração profissional, na minimização dos custos de transação (Coase, 1937; MacHer & Richman, 2008).

Mais tarde, Jensen & Meckling (1976) desenvolveram a teoria da mordomia, baseada na importância da gestão cuidadosa e responsável da empresa, envolvendo recursos financeiros, humanos e materiais. A teoria parte do pressuposto de que a gestão cuidadosa dos recursos pode ajudar a garantir a sustentabilidade empresarial. Segundo os apoiantes da teoria da mordomia, a gestão cuidadosa dos recursos não deve ser vista como

uma restrição, mas sim como uma oportunidade para maximizar o valor da empresa e garantir a sua saúde económica e financeira e sustentabilidade no longo prazo. A transparência da informação e a responsabilização dos órgãos de administração são também pontos basilares para garantir a confiança dos investidores e dos restantes stakeholders (Jensen & Meckling, 1976).

2.1.2.1 Sistemas de Corporate Governance

Os sistemas de *corporate governance* variam entre países, dependendo das tradições empresariais e culturais como a estrutura da propriedade, relevância do mercado de capitais e o papel do conselho de administração e legais como o sistema jurídico (Santos, 2021). Temos essencialmente a existência de dois sistemas principais de governação, ambos assentes em dois pilares fundamentais, a transparência da informação e a responsabilização dos órgãos sociais: (i) sistema anglo-saxónico; e (ii) sistema continental.

O sistema anglo-saxónico é comumente associado aos países de direito comum, como os Estados Unidos, Reino Unido e Austrália. É referenciado por uma abordagem mais orientada para o mercado, ou seja, um sistema de controlo externo (*market-oriented-system*), caracterizado por um mercado de capitais de elevada liquidez em que a propriedade se encontra muito dispersa, os investidores institucionais são grandes acionistas e a banca atua como uma fonte de recursos secundária. Neste sistema, o papel dos acionistas é valorizado e o poder está concentrado nos investidores institucionais. As organizações são estimuladas a maximizar o retorno para os acionistas, e as práticas de corporate governance incluem a transparência da informação, a responsabilidade dos órgãos executivos e a remuneração *performance-based* (Bhasa, 2004). Neste sistema, existe a clara separação entre propriedade e o controlo, ocorrendo desta forma a proteção dos interesses minoritários, na medida em que há uma diminuta influência na gestão por parte dos acionistas face à dispersão do capital e devido ao facto da administração procurar agir de acordo com os interesses de diversos *stakeholders*. Este sistema baseia-

se no conceito de capitalismo de mercado, em que um mercado descentralizado funciona como autorregulador (Halaoua, et al., 2017).



Figura 1: Modelo Anglo – Saxónico

Fonte: Adaptado de Batista (2011)

No modelo anglo-saxónico, o Conselho de Administração é o único órgão principal e é constituído por administradores independentes não executivos que visam o interesse de todos os acionistas (La Porta, 1999). Nestes países, o direito comum (*Common Law*), desenvolve-se por meio das decisões dos tribunais, e não mediante normativos legislativos (Batista, 2011).

Por outro lado, o sistema continental é usualmente associado aos países de direito civil, como Alemanha, França, Itália, Portugal e Espanha. É apontado como um sistema baseado nas relações, sobretudo de controlo interno (*Insider System*). Assenta na premissa de que o poder se encontra alocado junto das instituições financeiras e na força laboral. O controlo dos negócios centra-se nas famílias mais abastadas, os capitais próprios e alheios são direta ou indiretamente financiados pelas instituições bancárias, não existe um mercado de capitais significativamente ativo e tem baixa liquidez, devido à concentração dos capitais e à dependência da dívida bancária (Porta, et al., 2000; Ausloos & Kyere, 2021).



Figura 2: Modelo Continental

Fonte: Adaptado de Batista (2011)

No modelo Continental, contrariamente ao modelo Anglo-Saxónico, temos dois órgãos principais: o Conselho de Administração e o Conselho de Supervisão (Ali et al., 2021).

2.1.2.2 Modelos de Corporate Governance

As diferenças existentes entre os modelos dos diferentes países não decorrem da forma como os sistemas financeiros são aproveitados para financiar as empresas, mas sim devido à forma como a propriedade e o controlo estão organizados. As empresas operam em diferentes contextos de negócios, dado que os mecanismos de tomada de decisão e fiscalização são diferentes entre países. Também os modelos de *Corporate Governance* têm aspetos que diferem entre si, procurando adequar-se às necessidades do meio onde operam (Santos, 2021).

Atualmente, podemos fazer a distinção entre três modelos de governação: Modelo Latino/Monista, Dualista e Anglo-Saxónico. O modelo monista caracteriza-se pelo facto do direito civil e o direito comercial serem tratados como um só conjunto de regras, enquanto no modelo dualista existem dois conjuntos distintos de regras, um para o direito civil e outro para o direito comercial. No que diz respeito ao modelo anglo-saxónico, este

carateriza-se pela ausência de uma codificação formal e pela grande importância dada à jurisprudência e às decisões dos tribunais (Ahmad & Omar, 2016).

Quadro 1: Modelos de Corporate Governance

Latino/Monista	Dualista	Anglo-saxónico
Assembleia geral	Assembleia geral	Assembleia geral
Conselho de administração - Administradores executivos - Administradores não executivos + - Comissão executiva	Conselho de supervisão	Conselho de administração - Comissão de auditoria - Comissão executiva
Conselho fiscal ou Fiscal único	Conselho executivo	-
Revisor oficial de contas	Revisor oficial de contas	Revisor oficial de contas
-	Comissão financeira	-
-	Comissão de remuneração	-

Fonte: Adaptado de Batista (2011)

2.1.3 Corporate Governance em Portugal

O desenvolvimento de questões relacionadas com o *Corporate Governance* em Portugal tem vindo a evoluir nos últimos anos, dada a importância atribuída à transparência da informação, responsabilização dos órgãos sociais e ética empresarial, como forma de maximizar e criar valor a longo prazo, aumentar a transparência e a confiança no mercado, e fortalecer a responsabilidade e a eficiência das empresas.

Em Portugal, o *Corporate Governance* ou, simplesmente Governo Societário, é regido pelos seguintes normativos legais: (i) Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de novembro; (ii) Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de novembro; e (iii) Regulamento de *Corporate Governance*.

O Código das Sociedades Comerciais, entrou em vigor em 1986, estabelece as diretrizes a serem cumpridas para a gestão das sociedades comerciais, incluindo a responsabilidade dos administradores e as obrigações de transparência e relato financeiro. Estabelece ainda os princípios para a eleição dos membros do conselho de administração e para a realização das assembleias gerais de acionistas, funcionando como um guião de boas práticas que permitem enaltecer as empresas através da aplicabilidade da lei.

O Código dos Valores Mobiliários é também uma parte importante do sistema de *Corporate Governance* em Portugal, dado que estabelece as normas para o mercado de valores mobiliários no país, envolvendo a regulamentação do processo de emissão e negociação de valores mobiliários, os normativos legais para o relato financeiro das empresas com valores admitidos a negociação em mercados regulamentados e para a divulgação de informações relevantes para os investidores. Tais normas contribuem para a proteção dos investidores e para a transparência do mercado de valores mobiliários, na medida em que permitem diminuir a assimetria de informação.

Também a CMVM, enquanto entidade pública, com poderes vinculativos sobre as empresas com valores admitidos a cotação, sobre as quais exerce controlo, tem vindo a emitir, desde 1999, um conjunto de recomendações sobre Governo das Sociedades, que devem ser seguidas pelas entidades com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, versando sobre os seus principais aspetos. Efetivamente, a par das responsabilidades sociais das empresas crescem as obrigações de informação que deverão responder às características da fiabilidade, rigor e transparência. A necessidade principal deriva da crescente internacionalização e globalização do mercado e dos negócios, para a implementação de práticas promotoras da competitividade e da criação de valor. Com a

crescente consciencialização da importância do Governo das Sociedades em Portugal surge, em 2004, o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) com o objetivo de promover boas práticas de governação empresarial. Em 2006, surge o denominado Livro Branco apresentado pelo IPCG com o intuito de criar um enquadramento nacional e internacional desta matéria e sugerir diversas recomendações (Oliveira, 2021). Em 2013, surge o Código das Sociedades Comerciais do IPCG onde, pela primeira vez, as sociedades comerciais passam a contar com um Código de Governo Societário preparado para a sociedade civil apresentando-se assim como uma alternativa ao Código de *Corporate Governance* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (Oliveira, 2021). O objetivo passa por fornecer recomendações e diretrizes claras para as empresas, acionistas, e outras partes interessadas, a fim de promover a transparência, a responsabilidade e a integridade nas práticas de governação. A elaboração do Código veio dar resposta ao contexto financeiro e económico da época, e à necessidade de reforçar a confiança dos investidores e da sociedade em geral.

Entre 2014 e 2017, com as alterações ao artigo 2.º do Regulamento n.º4/2013 da CMVM, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado passam a poder eleger o Código do Governo das Sociedades que melhor se ajuste ao seu modelo de negócio (Santos, 2021). Contudo, a 31 de dezembro de 2017, o Código da CMVM acaba por ser revogado, passando o Código do IPCG 2018 a ser adotado pelas empresas para os exercícios iniciados a partir de 1 de janeiro de 2018. Este último código é revisto de dois em dois anos com o objetivo de acompanhar as evoluções de mercado e as mudanças nas práticas de governação nacional e internacional. A revisão constante permite ao IPCG adaptar as suas recomendações e respetivas diretrizes às mudanças no contexto económico e legal. Para além do mais, permite reforçar a sua posição como referência para as empresas, acionistas e outras partes interessadas na promoção de boas práticas. Nos últimos anos, as questões relacionadas com a sustentabilidade e a responsabilidade social fazem parte de várias recomendações. Neste momento está em vigor o Código de 2018, revisto em 2023.

2.2 A evolução da Corporate Social Responsibility

2.2.1 Conceito

A expressão *Corporate Social Responsibility* ou, simplesmente, Responsabilidade Social é relativamente recente, surgindo nos finais da década de 60 e tornando-se amplamente utilizada a partir de 1970. A Comissão Europeia dispõe de uma ampla história de investigação e trabalho sobre esta temática, que ao longo dos últimos anos fomenta a importância do assunto junto das organizações, através da promoção de políticas e diretrizes para as empresas europeias. Assim, a Comissão Europeia (2001) define a *Corporate Social Responsibility* (CSR) “como a integração voluntária de preocupações sociais e ambientais por parte das empresas nas suas operações e na sua interação com outras partes interessadas” (Livro Verde: Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas, 2011, p.7).

De acordo com a Organização das Nações Unidas (ONU) (2021) a CSR define-se como:

“um conceito de gestão pelo qual as empresas integram preocupações sociais e ambientais nas suas operações de negócios e interações com seus stakeholders. A CSR é geralmente entendida como sendo a forma pelo qual uma empresa alcança um equilíbrio de imperativos económicos, ambientais e sociais (Triple-Bottom-Line-Approach), ao mesmo tempo que aborda as expectativas dos acionistas e das partes interessadas” (p.16).

Em contraste com a temática de *Corporate Governance* em que existem várias definições heterogéneas, em geral as principais definições de CSR compartilham a ideia de que envolve a consideração dos impactos sociais e ambientais das atividades empresariais e a procura constante pelo equilíbrio entre objetivos económicos, sociais e ambientais.

Em 1987, com o lançamento do Relatório Brundtland – *Our Common Future*, um importante documento publicado pela Comissão das Nações Unidas para o Meio

Ambiente e Desenvolvimento, a Responsabilidade Social Corporativa apresenta um crescimento considerável enquanto ferramenta prioritária a ter em conta na gestão empresarial (Santos, 2021).

A Comissão das Nações Unidas, na altura liderada pela ex-primeira ministra norueguesa Gro Harlem Brundtland, formada para atender às questões relacionadas com o meio ambiente e o desenvolvimento global surgiu no sentido de propor soluções possíveis e assertivas.

O Relatório visa a CSR e a Sustentabilidade Ambiental como ferramentas medulares para o sucesso económico a longo prazo. Procura ainda fazer uma série de recomendações para as empresas e governos de todo o mundo que, de forma bastante sucinta, devem integrar as questões ambientais e sociais nas suas decisões de negócios e políticas.

John Elkington (1994) desenvolve o conceito de “*Triple-Bottom-Line*”, onde preconiza que as empresas devem avaliar o seu sucesso e a sua responsabilidade, não apenas em termos financeiros, mas também em termos sociais e ambientais. O conceito resulta assim na fusão de três pilares: económico, social e ambiental.

A *International Federation of Accountants (IFAC)* apoia a abordagem desenvolvida por Elkington em que reconhece que a integração dos aspetos financeiros, sociais e ambientais são importantes para o desenvolvimento sustentável e para o bem-estar a longo prazo da sociedade e do planeta.

Santos (2021), menciona o seguinte:

“a dimensão económica refere que uma empresa deve ser economicamente sustentável e que deverá ter a capacidade de produzir e distribuir os seus produtos ou serviços de uma forma competitivamente justa, relativamente aos demais concorrentes do mercado. A dimensão social aborda todo o capital humano que está, diretamente ou indiretamente, relacionado com as atividades desenvolvidas pela empresa, reconhecendo a importância das pessoas no desenvolvimento e crescimento empresarial, assim como a importância

que as organizações têm sobre a sociedade. Por último, a dimensão ambiental realça a necessidade de minimizar os impactos ambientais causados pelas organizações, bem como o consumo de recursos naturais utilizados na conceção de produto e realização de serviços, defendendo que a qualidade do ambiente afeta positivamente a qualidade de vida da população e, consecutivamente, tem impacto na esfera social” (p.20).

2.2.2 Teorias de Corporate Social Responsibility

Nas últimas décadas, surgem diversas teorias que procuram estudar e investigar o verdadeiro conceito de *Corporate Social Responsibility*. A Teoria da Responsabilidade Social Corporativa (Bowen, 1953), a Teoria da Caridade (Drucker, 1954), a Teoria do Desenvolvimento Sustentável (*World Commission on Environment and Development* (WCED), 1987) e a Teoria da Integração (Eccles, 2011).

A Teoria da Responsabilidade Social Corporativa propõe que as organizações empresariais têm uma obrigação moral de agir de forma responsável em termos sociais e ambientais e devem considerar o impacto das suas decisões e ações nas pessoas e no meio envolvente (Bowen, 1953).

A Teoria da Caridade considera que as empresas são vistas como instituições prósperas e que por isso devem doar recursos financeiros ou outros para fins sociais ou ambientais, sem esperar qualquer retorno financeiro (Drucker, 1954).

A Teoria do Desenvolvimento Sustentável visa que as empresas devem considerar não apenas os aspetos financeiros, mas também as questões sociais e ambientais ao longo de todo o seu ciclo de vida e de toda a sua cadeia de valor, desde a aquisição de matérias-primas até ao despejo dos resíduos (WCED, 1987).

A Teoria da Integração propõe que os assuntos alusivos às questões sociais e ambientais devem ser integrados na estratégia do modelo de negócio e nas tomadas de decisões diárias das empresas, com o propósito de se alcançarem os objetivos financeiros, sociais e ambientais a longo prazo (Elkington, 1997).

2.2.3 Relatórios de Corporate Social Responsibility

O conceito de Responsabilidade Social Corporativa existe há várias décadas, mas apenas recentemente é que o tema se torna relevante e debatido no mundo acadêmico e empresarial. Ao longo dos últimos anos, o tema tem sido discutido por inúmeros investigadores, com o intuito de despoletar nas organizações, governos e sociedade em geral, um sentimento de compromisso mútuo. As atividades desenvolvidas no âmbito empresarial têm um impacto no ambiente externo à empresa (Santos, 2021).

Desta forma, a sustentabilidade tem de fazer parte da génese das empresas, na medida em que permite aumentar a confiança e a reputação junto dos seus *stakeholders*, através da demonstração do seu compromisso em termos de responsabilidade social e ambiental.

A verdade é que a divulgação de informações de sustentabilidade pode ser uma estratégia eficaz para melhorar o desempenho económico e financeiro das empresas. Isto acontece devido ao aumento da transparência da informação e confiança por parte dos investidores conduzindo a uma melhoria na perceção da marca. Ainda, pode ajudar as empresas envolvidas a melhorar a gestão dos riscos ambientais e sociais, eficiência operacional e identificar oportunidades de inovação. A divulgação de informações de sustentabilidade, ao longo dos últimos anos, tem-se tornado mais frequente em virtude do aumento da procura de interesses de melhores práticas ambientais e sociais por parte dos *stakeholders* externos. Um relatório de sustentabilidade bem concebido permite melhorar a reputação e a imagem da marca, o *engagement* e a motivação dos colaboradores e reduzir riscos reputacionais e jurídicos (Rodriguez-Fernandez, 2015).

Desta forma, as empresas publicam iniciativas de sustentabilidade sob a forma de relatórios, permitindo a interação com os vários grupos de interesse (Burritt et al., 2022).

Em 2013, a *Global Reporting Initiative* (GRI), uma instituição internacional sem fins lucrativos que promove a transparência e a prestação de contas em questões de sustentabilidade, desenvolve um conjunto de diretrizes, denominado por *Sustainability Reporting Guidelines G4*, fornecendo um conjunto alargado de recomendações que

permite a comparação e avaliação do desempenho das empresas em questões sociais, ambientais e de governação. Dentro das recomendações apontadas, destacam-se:

Materialidade. As empresas devem ser capazes de identificar e relatar os assuntos mais pertinentes para os seus negócios e partes interessadas;

Relevância. As empresas devem fomentar informações relevantes e pertinentes que abranjam questões sociais, ambientais e de governação.

Integridade. As empresas devem fornecer informações suficientes e equilibradas de forma a ter uma avaliação justa do seu desempenho em matéria de sustentabilidade.

Comparabilidade. As empresas devem fornecer informações de sustentabilidade que permitam a comparação a longo prazo com outras instituições.

Precisão. As empresas devem fornecer informações fidedignas e precisas.

2.3 Indicadores do desempenho empresarial

Ao longo dos últimos anos, foram estudados diversos mecanismos de *Corporate Governance* de forma a garantir a boa governação corporativa e o interesse de todos os *stakeholders*. À medida que as empresas enfrentam novos desafios, surgem novas questões sobre o governo societário. Hodiernamente, os principais mecanismos de *Corporate Governance* estudados remetem substancialmente para questões relacionadas com a dimensão do conselho de administração, existência de conselho de auditoria, remuneração de executivos, propriedade e controlo acionista, transparência da divulgação de informações, ética e cultura organizacional, gestão dos riscos e direitos dos acionistas.

2.3.1 Dimensão do conselho de administração

O conselho de administração é um órgão fulcral de governação nas empresas pelas suas inúmeras responsabilidades, pois reside a responsabilidade de definir a estratégia e visão da empresa, supervisionar e avaliar o desempenho dos executivos em proveito de todos os acionistas e garantir a conformidade legal e ética de todas as atividades. Um

conselho de administração bem estruturado e eficaz, com membros qualificados e experientes, traz benefícios para as empresas e restantes grupos de interesse.

Não existe um número ótimo para o número de pessoas que devem fazer parte de um conselho de administração, dado que esse mesmo número pode variar de acordo com a dimensão, a complexidade dos negócios e o setor de atuação da empresa. No entanto, existem tendências de que os conselhos de administração sejam compostos por um menor número de indivíduos nos países anglo-saxónicos e um maior número nos países continentais. Atualmente, em Portugal não existem recomendações quanto ao número ótimo de indivíduos que devem fazer parte de um conselho de administração.

De acordo com uma pesquisa levada a cabo pela empresa Spencer Stuart, especializada em recrutamento de administradores, a dimensão média do conselho de administração das empresas da S&P 500 é de cerca de 11 membros. Não obstante, essa média pode variar de acordo com o setor de atuação da empresa, sendo que algumas empresas têm conselhos maiores ou menores (Spencer Stuart, 2022).

A escolha da dimensão do conselho de administração deve ter em consideração vários fatores. Entre estes destacam-se a necessidade de representação de diferentes partes interessadas, a eficiência na tomada de decisões e a diversidade de habilidades e competências. O mais importante é que se trate de um conselho de administração composto por membros qualificados e experientes que possam constituir uma mais-valia para as empresas e restantes *stakeholders*. Cada vez mais, as empresas procuram habilidades de liderança e diversidade de talento para estas unidades.

Para avaliar o impacto de algumas características do *Corporate Governance*, Al-Absy & Hassan (2023) desenvolveram uma pesquisa de forma a estudarem o impacto das características do conselho de administração no desempenho da empresa. Para o efeito utilizaram empresas com valores admitidos a cotação na Bolsa de Valores de Bahrein.

Quadro 2: Análise sistemática do artigo “Impact of the board of directors characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firm”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto de algumas características do conselho de administração como a independência do conselho, dimensão do conselho, frequência das reuniões do conselho, e diversidade de género no desempenho financeiro da empresa: Um caso de empresas listadas no Bahrein.
<u>Variáveis explicativas</u>
Independência do conselho, dimensão do conselho, frequência de reuniões do conselho e a diversidade de género do conselho.
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA), Retorno sobre o património líquido (ROE) e o Lucro por ação (EPS).
<u>Variáveis de controlo</u>
Dimensão da empresa medida pelo logaritmo do ativo, idade da empresa e alavancagem financeira.
<u>Modelo utilizado</u>
<p>Para avaliar o impacto das características do <i>Corporate Governance</i> no desempenho financeiro da empresa recorreram à metodologia dos mínimos quadrados ordinários (OLS), disponível no programa de software STATA.</p> <p>A amostra contempla dados de 2019 e 2020, num total de 78 observações. Foram utilizados dados de 39 das 42 empresas com valores admitidos a cotação na Bolsa de Bahrein.</p> <p>No que concerne às empresas presentes, temos empresas de diversas indústrias, como Serviços de Comunicação, Bens de Consumo, Finanças, Indústrias, Materiais e Imobiliária.</p>
<u>Resultados</u>

Os resultados mostraram relações não significativas entre as características do *Corporate Governance*, ou seja, a independência do conselho, a dimensão do conselho, a frequência das reuniões do conselho e a diversidade de gênero que melhoram de forma insignificante o desempenho financeiro das empresas do Bahrein. Desta forma, os resultados apresentados vão contra as teorias da agência e da dependência de recursos que sugerem que estas características do *corporate governance* podem melhorar significativamente o desempenho financeiro da empresa.

Sugestões de Investigação futura

Os resultados sugerem que há necessidade de mais investigação sobre o papel das características de *Corporate Governance* no aumento do desempenho financeiro da empresa. O artigo sugere a utilização de outras características do Governo Societário como a presença de uma comissão de auditoria e remuneração. Por último é sugerido estudar a relação por um período mais extenso e integrar empresas de vários países.

Fonte: Adaptado de Al-Absy & Hassan (2023)

Vaidya (2019) corrobora com os resultados obtidos anteriormente em que não existe uma relação significativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas presentes a Bolsa de Valores – Bombay Stock Exchange.

Quadro 3: Análise sistemática do artigo “Board Size and Firm Performance: A Study on BSE 100 Companies”

<u>Objetivo</u>
Estudar se a dimensão do conselho de administração tem algum impacto no desempenho financeiro das empresas.
<u>Variável explicativa</u>
Dimensão do conselho de administração.
<u>Variáveis de desempenho</u>

Retorno sobre o ativo (ROA), Lucro antes dos juros e impostos (EBIT), Retorno sobre o património líquido (ROE), Lucro por ação (EPS), Dividendo por ação (DPS) e o Q de Tobin.

Modelo utilizado

Para avaliar o impacto da dimensão do conselho de administração, o autor começa por categorizar e restringir o número de membros pertencente à dimensão do conselho. Para o efeito, considera 4 categorias, nomeadamente abaixo de 7, 8 a 10, 11 a 13, 14 e acima.

O estudo compreende dados de 2018 e 2019 para as empresas com valores admitidos a cotação na Bolsa de Valores – Bombay Stock Exchange (BSE), num total de 100 observações.

Para estudar a correlação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro da empresa é realizada uma análise de correlação bivariada. Ainda, se utiliza a ANOVA para comparar os valores médios das diferentes variáveis de desempenho entre as 4 categorias elencadas.

Resultados

Os resultados evidenciam que a dimensão do conselho de administração médio é de 11 membros e que a maioria dos conselhos de administração indianos tem entre 8 e 13 membros. No estudo verifica-se uma correlação não significativa entre a dimensão do conselho de administração e as variáveis de desempenho. Em terceiro lugar, o estudo não observa diferenças significativas nas médias de nenhuma das medidas de desempenho das empresas utilizadas entre as 4 categorias da dimensão do conselho de administração. O estudo não consegue verificar nenhuma relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas.

No entanto, as empresas com 8 a 10 membros apresentam melhores valores de desempenho financeiro e o índice de Q de Tobin baseado no mercado.

Sugestões de Investigação futura

Os resultados sugerem que há necessidade de abranger outras variáveis de governação, como a dualidade do CEO/Chairman, frequência das reuniões do conselho, diversidade do conselho, género do conselho e independência do conselho.

Fonte: Adaptado de Vaidya (2019)

Por outro lado, Alqatan et al. (2019), aferiram uma correlação positiva significativa entre a dimensão do conselho de administração e o ROA.

Quadro 4: Análise sistemática do artigo “How does board structure impact on firm performance in the UK?”

<u>Objetivo</u>
Verificar se a estrutura do conselho de administração e, em particular, algumas características da <i>Corporate Governance</i> como a dimensão, a independência e a remuneração do conselho têm algum impacto no desempenho financeiro da empresa.
<u>Variáveis explicativas</u>
Dimensão do conselho, independência e remuneração do conselho,
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA) e Q de Tobin.
<u>Modelo utilizado</u>
No presente estudo, recorreram a uma amostra de empresas não financeiras com valores admitidos a cotação no FTSE 100 do Reino Unido. Trata-se assim de uma amostra com grande dispersão geográfica, visto que o índice opera globalmente e tem presente empresas de várias partes do globo. A amostra contempla um período de 4 anos, 2012 a 2015 inclusive, os dados referem-se a 78 empresas e 312 observações. Para estudar a correlação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro da empresa efetua-se uma análise multi-regressão, através do software STATA.
<u>Resultados</u>

Os resultados evidenciam que a dimensão do conselho de administração médio é de 11 membros e que a maioria dos conselhos de administração tem entre 6 e 20 membros. No estudo verifica-se uma correlação positiva significativa entre a dimensão do conselho de administração e o ROA. No entanto, os resultados são ligeiramente diferentes quanto utilizado o Q Tobin como medida de desempenho. Na verdade, há uma correlação positiva significativa entre a independência do conselho e a remuneração do conselho e Q Tobin. Da mesma forma, em termos de ROA e Q Tobin, existe uma correlação negativa significativa entre a dimensão da empresa e as características da empresa.

Sugestões de Investigação futura

Os resultados sugerem que há necessidade de alargar a base de dados a um maior período temporal e que os estudos sobre o conselho de administração devem incidir mais numa análise qualitativa. Também, a pesquisa deve focar-se mais nas funções dos executivos e nas suas características e não só em quantidade. Por fim, os estudos devem focar-se noutras variáveis relacionadas com a temática em estudo.

Fonte: Adaptado de Alqatan et al.(2019)

A literatura existente apoia a teoria da agência, na medida em que a dimensão do conselho de administração pode ter impacto nos mecanismos de controlo e monitorização do conselho de administração e por conseguinte no desempenho financeiro da empresa. Conselhos de administração grandes podem resultar em mais talentos e *expertise*, não obstante poderá reduzir a comunicação entre os órgãos e criar desentendimentos e dispersão (Alqatan et al., 2019).

Face à diversidade de resultados pelos autores elencados anteriormente, propõe-se testar a seguinte hipótese:

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

2.3.2 Unificação de funções de liderança num único indivíduo na estrutura organizacional da empresa

A unificação de funções de liderança ocorre quando as funções de *CEO* e de presidente do conselho (*Chairman*) são exercidas e representadas pela mesma pessoa, geralmente entendida como “Dualidade do *CEO*” (Oliveira, 2021).

A estrutura de liderança única ocorre quando o *CEO* exerce também o cargo de *Chairman* enquanto a estrutura de liderança dupla existe quando ocorre separação entre as duas funções. Neste caso, o papel do *CEO* passa por coordenar as atividades da empresa, significando que é da sua responsabilidade a gestão real das operações, enquanto a principal função do *Chairman* é projetar a imagem da empresa para o exterior, na medida em que é da sua responsabilidade a implementação das políticas da empresa e a monitorização do desempenho (Finkelstein & D’aveni, 1994).

Em 1990, mais de 80% das empresas americanas apresentavam “Dualidade do *CEO*”, contudo nas décadas seguintes passou a questionar-se e a analisar a unificação de funções num único órgão, devido aos escândalos financeiros ocorridos no decurso da Enron e do WorldCom Inc., que demonstraram que o poder dado a um único indivíduo compromete a capacidade do conselho exercer a sua função com base na política interna da empresa (Chen et al., 2019).

No entanto, a teoria da administração fundamenta que a dualidade de funções pode proporcionar uma gestão mais coordenada e eficiente na tomada de decisões, melhorando assim o desempenho empresarial. A junção das duas funções numa única pessoa pode eliminar os custos de transferência e processamentos de informações entre administradores e acionistas (Brickley et al., 1997).

Em contraste, a teoria da agência, fomenta o papel do conselho de administração na supervisão e controlo do executivo com vista a alcançar os melhores resultados para os acionistas. O *CEO* age de forma oportunista na procura de alcançar os seus objetivos em detrimento dos acionistas. Desta forma, a teoria defende a clara separação entre funções (Jensen & Meckling, 1976). Para avaliar a Dualidade do *CEO*, Chen et al. (2019)

desenvolveram um estudo no sentido de perceber qual o impacto da unificação de funções num único indivíduo e o desempenho financeiro.

Quadro 5: Análise sistemática do artigo “CEO Duality, Information Costs, and Firm Performance”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto de algumas características do conselho de administração como a dualidade do <i>CEO</i> no desempenho da empresa e o efeito moderador dos custos de informação na relação entre a dualidade do <i>CEO</i> e o desempenho da empresa em Taiwan.
<u>Variáveis explicativas</u>
Dualidade do <i>CEO</i> , através de uma variável dummy. Se o presidente servir simultaneamente como <i>CEO</i> da empresa, a variável dummy assume o valor de 1. Caso contrário será 0.
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA), o Q de Tobin, Erro de previsão do analista e a Dispersão de previsão do analista.
<u>Variáveis de controlo</u>
Dimensão do conselho de administração (medido pelo número total de administradores no conselho), Dimensão da empresa (medido pelo logaritmo do ativo) e Intensidade de Capital (medido entre a razão do ativo fixo e o ativo total).
<u>Modelo utilizado</u>
Para avaliar o impacto desta característica e o efeito moderador dos custos de informação entre a dualidade do <i>CEO</i> e o desempenho financeiro da empresa recorreram à metodologia dos dados em painel. A amostra contempla dados entre 2000 e 2012, num total de 9.656 observações. Foram utilizados dados de todas as empresas não financeiras com valores admitidos a cotação na Bolsa de Valores de Taiwan Exchange e Taipei Exchange.

Resultados

Os resultados mostram que a dualidade do CEO tem impactos negativos estatisticamente significativos no desempenho financeiro da empresa quando os custos de informação são elevados.

Fonte: Adaptado de Chen et al. (2019)

Também Abbas et al. (2021) verificam uma correlação negativa entre a dualidade do CEO e o desempenho da empresa.

Quadro 6: Análise sistemática do artigo “The Effects of Market Competition, Capital Structure, and CEO Duality on Firm Performance: A Mediation Analysis by Incorporating the GMM Model Technique”

Objetivo

Estudar o impacto de algumas características do conselho de administração como a dualidade do CEO no desempenho da empresa por meio dos efeitos mediadores da estrutura de capital e da concorrência de mercado.

Variáveis explicativas

Dualidade do CEO, recorrendo a uma variável dummy. Se o presidente servir simultaneamente como CEO da empresa, a variável dummy assume o valor 1. Caso contrário será 0.

Variáveis de desempenho

Retorno sobre o ativo (ROA) e o Retorno sobre o património (ROE).

Variáveis de controlo

Estrutura de capital medido pela Dívida sobre o Capital e a Concorrência de Mercado medida pela soma das quotas de mercado.

Modelo utilizado

Para avaliar o impacto desta característica recorreram ao modelo do método dos momentos generalizado (GMM) para examinar a associação proposta da dualidade do CEO e o desempenho da empresa. A principal fonte de dados que se utilizou foi China

Stock Market and Accounting Research (CSMAR), composta por empresas com valores admitidos a cotação. A amostra contempla dados entre 2012 e 2017, num total de 417 empresas e 2502 observações.

Resultados

Este estudo levanta a hipótese de que a dualidade do *CEO* tem impacto na estrutura de capital, na concorrência de mercado e no desempenho da empresa, e os resultados suportam todas as hipóteses propostas. A dualidade do *CEO*, a estrutura de capital e a competição de mercado estão associadas ao desempenho da empresa, e a estrutura e capital medeia parcialmente a associação entre a dualidade do *CEO* e o desempenho da empresa medida pelo ROA e ROE.

Sugestões de Investigação Futura

O presente estudo utilizou apenas a estrutura de capital e da concorrência de mercado como variáveis de controlo. Sugeriram que futuras investigações alargassem o número de variáveis a serem utilizadas como a dimensão da empresa e a alavancagem financeira.

Fonte: Adaptado de Abbas et al. (2021)

Por outro lado, no estudo desenvolvido por Yang & Zhao (2014) em que se examina o impacto da dualidade do *CEO/Chairman* no desempenho financeiro das empresas num contexto de forte concorrência, os resultados indicaram que a unificação de funções é benéfica nessas situações, permitindo a tomada de decisões mais céleres.

Quadro 7: Análise sistemática do artigo “CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment”

Objetivo

Estudar o impacto de algumas características do conselho de administração como a dualidade do *CEO* no desempenho da empresa usando o choque exógeno do Acordo de Livre Comércio Canadá – Estados Unidos de 1989.

Variáveis explicativas

Dualidade do *CEO*, através de uma variável dummy. Se o presidente assumir simultaneamente o cargo de *CEO* da empresa, a variável dummy toma o valor de 1. Caso contrário será 0.

Variável de desempenho

Q Tobin.

Variáveis de controlo

Dimensão da empresa (medido pelo logaritmo natural do total dos ativos contabilísticos), ROA do ano atual, ROA desfasado de um a dois anos, Oportunidades de Crescimento (crescimento das vendas nos últimos três anos), estrutura de capital (medida pela dívida de longo prazo sobre o total dos ativos contabilísticos) e o Risco (medido pelo stock diário anualizado medido pela volatilidade do retorno).

Modelo utilizado

Para avaliar o impacto desta característica utilizaram dados de 1926 empresas americanas no período de 1979 a 1998, em que 1180 referem-se a empresas de liderança única e 746 têm liderança separada. Os dados são provenientes do banco de dados de divulgação compacta da Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos.

Para avaliar o impacto desta característica recorreu-se ao modelo da linha de base.

Resultados

Este estudo levanta a hipótese de que a liderança única tem impacto no desempenho da empresa. Através do choque exógeno do Acordo de Livre Comércio Canadá – Estados Unidos de 1989, descobre-se que as empresas com dualidade superam as empresas de não – dualidade em 3-4% quando os ambientes competitivos se alteram. Além do mais, a diferença entre o desempenho é maior em empresas com custos de informação mais elevados e melhor governo societário. Os resultados evidenciam os benefícios da dualidade do *CEO* na economia de custos de informação e na tomada de decisões céleres.

Fonte: Adaptado de Yang & Zhao (2014)

De um modo geral, os artigos mencionados concluem que a unificação do papel *CEO/Chairman* tem um efeito ambíguo no desempenho das empresas e a relação depende de vários fatores conjunturais. Por um lado, há estudos que sugerem que a separação dos papéis é benéfica para o desempenho das empresas, mas por outro, a dualidade pode ser vantajosa em certas conjunturas.

No entanto, o relatório de Cadbury publicado em 1992 recomenda a separação entre *CEO* e *Chairman*. A recomendação visa evitar a concentração excessiva de poder num único indivíduo e garantir a independência do conselho em relação à gestão da empresa. O relatório sugere que a separação dos papéis deve ser implementada paulatinamente e que a empresa deve justificar publicamente qualquer decisão de manter a dualidade dos papéis (Cadbury, 1992; FRC, 2014).

Face à diversidade de resultados pelos autores citados, propõe-se testar a seguinte hipótese:

H2: Há uma correlação significativa entre a unificação de funções num único indivíduo e o desempenho financeiro da empresa.

2.3.3 Remuneração e Benefícios dos Administradores Executivos

Mishel & Schieder (2018) apuraram que a remuneração média dos administradores executivos (*CEOs*) das 350 maiores empresas dos EUA é de aproximadamente 18,9 milhões de dólares americanos, um aumento de 17,6% em relação a 2016. A remuneração média de um trabalhador permaneceu estável, subindo apenas 0,3%.

A proporção da remuneração de um *CEO* para um trabalhador em 2017 representa cerca de 312 vezes o salário do trabalhador médio nas mesmas empresas. No entanto, em 1965 representava 20 vezes e em 1989 representava 58 vezes. Na verdade, após a crise de 2008, o setor segurador alterou o seu pacote de remunerações pagas aos executivos. A remuneração dos *CEOs* encontrava-se alicerçada em bónus, embora esses mesmos pagamentos fossem reduzidos para um terço do nível. Contudo, os prémios em ações e

incentivos não patrimoniais foram duplicados e prémios de opções aumentaram aproximadamente 70% no período pós-crise. A proporção máxima da remuneração de um *CEO* para um trabalhador ocorreu em 2000 em que representava cerca de 344 vezes o salário do trabalhador médio nas mesmas empresas (Mishel & Schieder, 2018).

Desta forma, Bhuyan et al. (2020) verificaram qual o impacto da remuneração e respetivos benefícios do *CEO* no desempenho da empresa, bem como analisar que políticas de pagamento fixadas para *CEO* permitem melhores resultados.

Quadro 8: Análise sistemática do artigo “CEO Compensation and Firm Performance in the Insurance Industry”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto de algumas características do conselho de administração como a remuneração e benefícios dos órgãos sociais, nomeadamente do <i>CEO</i> e o desempenho financeiro de uma empresa no setor dos seguros para determinar quais as políticas de pagamento do <i>CEO</i> são mais eficazes na promoção de metas financeiras específicas.
<u>Variáveis explicativas</u>
Remuneração do <i>CEO</i> (medido pela soma do salário, bónus, opções em ações, outras remunerações, prémios em ações, planos de incentivo não patrimoniais, remuneração diferida e remuneração total).
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA) e a Taxa de Juro.
<u>Modelo utilizado</u>
Para avaliar o impacto da relação das medidas de remuneração dos executivos com o desempenho da empresa e as características do <i>CEO</i> , considerando a possível endogeneidade nos dados em painel, recorreram ao modelo do método dos momentos generalizado (GMM). Este modelo permite incorporar os elementos de série temporal dos dados e simultaneamente permite o controlo dos efeitos específicos da empresa.

Permite ainda que as variáveis dependentes desfasadas sejam incluídas como repressoras. O uso específico do GMM viabiliza o controlo da endogeneidade das variáveis.

A principal fonte de dados utilizada foi retirada do *Center of Research in Security Price* (CRSP) e *Wharton Research Data Services* (WRDS). A amostra contempla apenas seguradoras dos ramos Vida, Incêndio, Marítimo e Acidentes, Caução, Saúde e Acidentes. O período da amostra encontra-se no intervalo entre 2001 a 2016 e abrange 74 seguradoras e 134 *CEOs*.

Resultados

O estudo encontra fortes evidências de suporte para o problema relacionado com a teoria da agência no setor dos seguros e a hipótese da convergência de interesses, sugere que a avaliação de mercado de uma empresa aumenta proporcionalmente à medida que o seu *CEO* possui uma parcela cada vez maior da empresa. Para alinhar o interesse dos proprietários com os da administração, os *CEOs* devem ser convertidos em proprietários por meio da atribuição de ações.

O artigo analisa a experiência das funções do *CEO* e o desempenho financeiro da empresa que exercem um papel fundamental na determinação da remuneração do *CEO*. À medida que o *CEO* se torna mais experiente, os prémios em ações e opções substituem o pagamento do bónus em dinheiro.

Sugestões de Investigação Futura

Para investigações futuras, este estudo sugere pesquisa de questões adicionais de governação e planos de incentivo de longo prazo.

Fonte: Adaptado de Bhuyan et al. (2020)

Firth et al. (2006) também examinam a correlação entre o desempenho empresarial e a remuneração e benefícios dos administradores executivos em empresas chinesas.

Quadro 9: Análise sistemática do artigo “Corporate Performance and CEO Compensation in China”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto de algumas características do conselho de administração, como a remuneração e benefícios dos órgãos sociais, nomeadamente do <i>CEO</i> em empresas chinesas e verificar se existe uma correlação com o desempenho empresarial.
<u>Variáveis explicativas</u>
Remuneração do <i>CEO</i> (medido pela soma do salário, bónus, opções de ações, outras remunerações, prémios em ações, planos de incentivo não patrimonial, remuneração diferida e remuneração total).
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre as vendas (ROS) e o retorno das ações (RET).
<u>Variáveis de controlo</u>
Dimensão da empresa, setor de atividade e área geográfica.
<u>Modelo utilizado</u>
<p>Para avaliar o impacto da relação das medidas de remuneração dos executivos com o desempenho da empresa, utilizaram uma análise de regressão de forma a verificar-se a correlação entre a remuneração dos administradores executivos e o desempenho financeiro da empresa.</p> <p>A amostra contempla todas as empresas não financeiras com valores admitidos a cotação nas bolsas de valores de Xangai & Shenzhen, desde 1998, composta por 549 empresas e 1647 observações.</p>
<u>Resultados</u>
Os resultados evidenciam uma correlação positiva entre a remuneração e o desempenho financeiro, embora não se apresentando estatisticamente significativo. Para além disso, os resultados mostram ainda que a remuneração está bastante relacionada com a dimensão da empresa e o número de ações detidas pelos executivos. As empresas

maiores tendem a pagar melhores salários e por sua vez os administradores executivos tendem a deter uma maior percentagem de ações.

O estudo destaca a importância das empresas, neste caso chinesas, de implementarem condições de remuneração baseadas no desempenho para atrair e manter os administradores executivos talentosos e motivá-los a laborar em detrimento do sucesso.

Fonte: Adaptado de Firth et al. (2006)

Num outro estudo desenvolvido por Stathopoulos et al. (2005) foram analisadas práticas de remuneração dos administradores executivos em empresas britânicas de capital aberto e foi detetada uma correlação positiva entre o desempenho das empresas e a remuneração. Esta correlação pode ser explicada pelo desejo destas empresas quererem atrair os melhores administradores executivos, sendo a remuneração utilizada como incentivo quanto ao objetivo de melhorar os resultados económicos e financeiros.

Porém, detetam-se algumas limitações na forma como as sociedades britânicas remuneram os seus executivos. Efetivamente, os autores reforçam a ideia de que as empresas tendem a concentrar-se em incentivos de curto prazo, como bónus em *cash* e opções de ações, em detrimento de incentivos de longo prazo, como a atribuição de ações. Alegam ainda que as empresas poderão cometer erros ao vincular a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa, por que poderá comprometer a sua sustentabilidade a longo prazo.

Em suma, o artigo sugere que as empresas britânicas oferecem muitos benefícios aos seus administradores executivos, contudo poderá comprometer os resultados, a criação de valor e a sua sustentabilidade, de forma a garantir que a remuneração esteja alinhada com o desempenho em termos sociais, legais, económicos e financeiros.

Quadro 10: Análise sistemática do artigo “The Compensation of the UK executive: lots of carrots, but are there any sticks?”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto da remuneração e benefícios dos administradores executivos em empresas britânicas de capital aberto no desempenho das empresas.
<u>Variáveis explicativas</u>
Remuneração do <i>CEO</i> (soma do salário base, bônus em dinheiro e detalhes das opções de ações outorgadas), abrangendo número de opções, preço de exercício, data da outorga, período de carência e duração e ainda as detenções de ações e planos de incentivos de longo prazo.
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA), Retorno sobre as Vendas (ROS) e o Retorno sobre o Patrimônio (ROE).
<u>Variáveis de controle</u>
Dimensão da empresa (medido pelo logaritmo do ativo).
<u>Modelo utilizado</u>
Para avaliar o impacto da remuneração e benefícios dos administradores executivos em empresas britânicas de capital aberto no desempenho das empresas, recorreram manualmente à recolha de dados sobre a remuneração de 98 <i>CEOs</i> e 112 outros executivos durante o período de 1995 a 2000. Os dados foram recolhidos por via da Companies House e da Companies Factfinder.
<u>Resultados</u>
O artigo examina a estrutura e as mudanças das remunerações atribuídas aos <i>CEOs</i> de empresas que estão sujeitas a flutuações significativas de desempenho. O estudo divide as empresas em classes de bom, médio e mau desempenho, assim como verificação da rotatividade do <i>CEO</i> . O estudo constata que os <i>CEOs</i> de empresas com bom desempenho são aqueles que apresentam melhor remuneração, nomeadamente salários, bônus, opções e planos de incentivo de longo prazo.

Aqueles que exercem funções em empresas com mau desempenho sofrem cortes reais nos salários e bônus e obtêm menos incrementos em opções e planos de incentivo de longo prazo quando comparados com os *CEOs* de empresas com bom desempenho. No entanto, verifica-se que alguns padrões parecem contrários à teoria da agência. Os *CEOs* das empresas com médio desempenho usufruem de um aumento injustificado, em relação ao comportamento da empresa, no valor das novas opções de ações que recebem, pelo que aumentam consideravelmente o potencial de remuneração futura. Quanto à rotatividade dos *CEOs*, os autores observaram uma taxa de rotatividade maior em empresas de baixo desempenho no ano seguinte ao desempenho anormal. Em suma, o desempenho da empresa encontra-se correlacionado positivamente com a remuneração dos *CEOs*.

Fonte: Adaptado de *Stathopoulos et al. (2005)*

Face aos resultados elencados anteriormente, propõe-se testar a seguinte hipótese:

H3: Há uma correlação positiva entre a remuneração e os benefícios dos administradores executivos e o desempenho da empresa.

2.3.4 Comissão de Auditoria

O principal papel de uma comissão de auditoria é fornecer supervisão independente do processo de auditoria e das atividades de controlo interno da empresa. Segundo o artigo 423.º - F, do Código das Sociedades Comerciais (CSC), compete à comissão de auditoria: (i) Fiscalizar a administração da sociedade; (ii) Vigiar pela observância da lei e do contrato de sociedade; (iii) Verificar a regularidade dos livros, registos contabilísticos e documentos que lhes servem de suporte; (iv) Verificar, quando o julgue conveniente e pela forma que entenda adequada, extensão da caixa e as existências de qualquer espécie dos bens ou valores pertencentes à sociedade ou por ela recebidos em garantia, depósito ou outro título; (v) Verificar a exatidão dos documentos de prestação de contas; (vi) Verificar se as políticas contabilísticas e os critérios valorimétricos adotados pela sociedade conduzem a uma correta avaliação do património

e dos resultados; (vii) Elaborar anualmente relatório sobre a sua ação fiscalizadora e dar parecer sobre o relatório, contas e propostas apresentadas pela administração; (viii) Convocar a assembleia geral, quando o presidente da respectiva mesa não o faça, devendo fazê-lo; (ix) Fiscalizar a eficácia do sistema de gestão de riscos, do sistema de controlo interno e do sistema de auditoria interna se existentes; (x) Receber as comunicações de irregularidades apresentadas por acionistas, colaboradores da sociedade ou outros; (xi) Fiscalizar o processo de preparação e de divulgação de informação financeira; (xii) Propor à assembleia geral a nomeação do revisor oficial de contas; (xiii) Fiscalizar a revisão de contas aos documentos de prestação de contas da sociedade; (xiv) Fiscalizar a independência do revisor oficial de contas, designadamente no tocante à prestação de serviços adicionais; (xv) Contratar a prestação de serviços de peritos que coadjuvem um ou vários dos seus membros no exercício das suas funções, devendo a contratação e a remuneração dos peritos ter em conta a importância dos assuntos a eles cometidos e a situação económica da sociedade; e (xvi) Cumprir as demais atribuições constantes da lei ou do contrato de sociedade.

No que concerne à composição da comissão de auditoria, segundo o número 2 do artigo 423.º - B, a comissão de auditoria é composta pelo número de membros fixado nos estatutos, no mínimo de três membros efetivos. No número 5, do artigo supra citado, em sociedades emitentes de ações admitidas a negociação em mercados regulamentados, os membros da comissão de auditoria devem, na sua maioria, ser independentes.

Al-sartawi, Allam & Mushtaha (2013) verificaram uma correlação positiva entre a qualidade da informação financeira e a presença de uma comissão de auditoria independente e experiente, podendo resultar num melhor desempenho económico e financeiro a longo prazo.

Quadro 11: Análise sistemática do artigo “The Audit Committee Characteristics and Earnings Quality: Evidence from Jordan”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto da presença de uma comissão de auditoria no desempenho da empresa, nomeadamente ao nível financeiro, operacional e de mercado.
<u>Variáveis explicativas</u>
Dimensão da comissão de auditoria, experiência financeira em auditoria e a Independência da comissão de auditoria.
<u>Variáveis de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA), Lucro por ação (EPS), Retorno sobre o investimento (ROI), Valor agregado de mercado (MVA) e Margem de lucro líquido (NPM).
<u>Variáveis de controlo</u>
Dimensão da empresa medido pelo logaritmo do ativo e a Alavancagem financeira.
<u>Modelo utilizado</u>
<p>Para avaliar o impacto da presença de uma comissão de auditoria no desempenho da empresa, nomeadamente ao nível financeiro, operacional e de mercado recorreram a uma análise de regressão múltipla.</p> <p>A amostra contempla dados de 2008 e 2009, num total de 212 observações. Foram utilizados dados de 116 empresas com valores admitidos a negociação na Bolsa de Valores de Amman.</p> <p>Quanto à atividade, existem empresas diferentes, como Bancos, Serviços financeiros diversificados, Seguradoras e Imobiliário.</p>
<u>Resultados</u>
Os resultados mostram que a presença de uma comissão de auditoria tem impacto significativo no desempenho financeiro e acionista mas não se verifica nenhuma relação estatística no desempenho operacional.

Fonte: Adaptado de Al-sartawi et al. (2013)

Ashari & Krismiaji (2020) também verificaram uma correlação positiva entre as características da comissão de auditoria, como a independência, a dimensão, a competência e a frequência das reuniões relativamente ao desempenho financeiro da empresa. Para o efeito desenvolveram o seguinte estudo.

Quadro 12: Análise sistemática do artigo “Audit Committee Characteristics and Financial Performance: Indonesian Evidence”

<u>Objetivo</u>
Estudar o efeito de algumas características da comissão de auditoria, como a independência, a dimensão, a competência e a frequência das reuniões em relação ao desempenho financeiro de empresas ligadas ao setor manufatureiro pertencentes à Bolsa de Valores da Indonésia.
<u>Variáveis explicativas</u>
Independência do conselho de auditoria, dimensão do conselho de auditoria, competência da comissão de auditoria e frequência das reuniões do conselho de auditoria.
<u>Variável de desempenho</u>
Retorno sobre o ativo (ROA).
<u>Variáveis de controlo</u>
Qualidade dos auditores, alavancagem financeira e dimensão da empresa.
<u>Modelo utilizado</u>
Para avaliar o impacto destas características recorre-se ao método de amostragem não probabilística para escolher as amostras. A amostra contempla dados de 2016 e 2017, num total de 466 observações. Foram utilizadas empresas com valores admitidos a cotação na Bolsa de Valores da Indonésia (IDX).
<u>Resultados</u>

Os resultados mostram que as quatro características da comissão de auditoria afetam positivamente o desempenho da empresa. Quanto maior é a independência da comissão de auditoria, a dimensão, a competência e a frequência das reuniões do conselho, maior é o desempenho financeiro da empresa medido pelo Retorno sobre o Ativo.

Fonte: Adaptado de Ashari & Krismiaji (2020)

Face aos resultados apresentados, propõe-se testar a seguinte hipótese:

H4: Há uma correlação significativa entre a presença de uma comissão de auditoria e o desempenho empresarial.

2.4 Componentes que determinam a efetividade do Corporate Social Responsibility (CSR)

Ao longo dos últimos anos, foram estudados diversos mecanismos de *Corporate Social Responsibility* de forma a garantir uma gestão eficaz e o interesse dos todos os *stakeholders*. À medida que as empresas enfrentam novos desafios, surgem novas questões sobre o CSR.

O principal objetivo da CSR encontra-se elecando na promoção de práticas empresariais éticas e socialmente responsáveis que visem em consideração o impacto da atividade das empresas no meio ambiente, nas comunidades locais, nos *stakeholders* e na sociedade em geral. Por um lado, as organizações através destas iniciativas procuram contribuir para o desenvolvimento sustentável e para o bem-estar da sociedade. Por outro lado, melhoram o seu *goodwill* e fortalecem o relacionamento com os seus *stakeholders* (Rodriguez-Fernandez, 2015).

2.4.1 Divulgação de informações de sustentabilidade

Num estudo realizado pela empresa KPMG (2017), onde recolheram dados de 4900 empresas relativas a 49 países, apresentaram uma amostra significativa e diversificada. O objetivo principal do estudo passava por se entender a forma como as empresas relatam as suas práticas de responsabilidade social. Do presente estudo inferiu-se o seguinte: (i) A maioria das empresas relatam as suas práticas de responsabilidade social, no entanto, verifica-se que a qualidade e a consistência das informações divulgadas variam em grande escala; (ii) A sustentabilidade ambiental é a temática mais visada pelas empresas, seguida da ética e da integridade nos negócios, diversidade e direitos humanos; (iii) As empresas cada vez mais reconhecem a importância do relato integrado, onde visem informações financeiras e não financeiras; e (iv) As empresas informam cada vez mais o impacto que a sua atividade tem nos objetivos de desenvolvimento sustentável das Nações Unidas.

Em suma, o artigo menciona que as empresas que divulgaram informações de sustentabilidade apresentam um desempenho financeiro melhor do que aquelas que não o fazem.

Todavia, Akter et al. (2022) encontram uma correlação negativa entre as práticas ESG e o desempenho financeiro da empresa.

Quadro 13: Análise sistemática do artigo “Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial Industry”

<u>Objetivo</u>
Estudar o impacto das práticas de sustentabilidade (ambiental, social e de governação) no desempenho financeiro do setor financeiro nórdico.
<u>Variáveis explicativas</u>
Práticas de sustentabilidade, medidas pelos fatores ambientais, sociais e de governação.
<u>Variáveis de desempenho</u>

Retorno sobre o ativo (ROA), Retorno sobre o património líquido (ROE), Lucro por ação (EPS) e Retorno sobre capital (ROIC).

Modelo utilizado

Para avaliar o impacto destas características no desempenho financeiro das empresas recorre-se ao uso da regressão e ao método dos momentos generalizado através da utilização do software STATA.

A amostra contempla dados para o período de 2015 a 2020, num total de 216 observações. Foram utilizados dados de 39 empresas financeiras da região nórdica (Suécia, Dinamarca, Finlândia e Noruega). Os dados referentes aos indicadores de responsabilidade social e desempenho financeiro foram retirados do banco de dados Thomson Reuters Eikon em julho de 2020.

As empresas englobam diversas atividades, como bancos, holdings de investimento, aluguer, desenvolvimento e operações imobiliárias, seguros de propriedade e acidentes, operadores e provedores de serviços do mercado financeiro e de *commodities*, seguradoras e corretoras multimarca, serviços financeiros e empresas de empréstimos.

Resultados

Os autores, através da utilização de estimadores estáticos e dinâmicos, encontraram impactos positivos e negativos da prática de sustentabilidade no desempenho financeiro das empresas. Também determinaram uma relação negativa entre as práticas ESG e as variáveis de desempenho. Por outro lado, verificaram uma relação positiva entre a governação e o retorno sobre os ativos.

Sugestões de Investigação futura

A legislação na Suécia e em outros países nórdicos sobre relatórios de sustentabilidade apenas foi estabelecido em 2017, durante o período estudado. Essa alteração na legislação pode ter levado as empresas a investirem em ESG, pelo que seria interessante estudar novamente o tema para os próximos anos.

Fonte: Adaptado de Akter et al. (2022)

Num outro estudo, Cheng, Green, & Koehler (2014) investigaram a percepção dos investidores em relação às informações divulgadas nos relatórios de responsabilidade social, onde constataram que: (i) Os investidores tendem a considerar as informações de CSR como uma fonte importante de informações sobre o desempenho das empresas; (ii) A credibilidade das informações de CSR é um fator importante na avaliação dos investidores; (iii) A transparência e a qualidade das informações de CSR são críticas para a tomada de decisão dos investidores; e (iv) As informações de CSR podem afetar positivamente a avaliação dos investidores em relação ao valor da empresa. Contrariamente, a falta de informações de CSR pode afetar negativamente a avaliação dos investidores em relação ao valor da empresa.

Face aos resultados apresentados na literatura em epígrafe, propõe-se testar a seguinte hipótese:

H5: Há uma correlação positiva entre a divulgação de relatórios integrados de sustentabilidade e o desempenho financeiro da empresa.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3 Metodologia de investigação

3.1 Introdução

Neste capítulo são apresentados os métodos, procedimentos e técnicas empregadas que conduzem aos objetivos da presente dissertação, nomeadamente a metodologia utilizada na recolha de dados, a definição dos modelos e as variáveis utilizadas.

Com o intuito de se verificar o impacto de algumas características da *Corporate Governance* e da *Corporate Social Responsibility* no desempenho financeiro das seguradoras a operar em Portugal, decidiu-se utilizar uma abordagem quantitativa para a recolha de dados em painel.

A Questão Central do presente estudo, “*Qual é a Preponderância do Corporate Governance e da Social Responsibility no Desempenho das Seguradoras a Operar em Portugal?*”, tem sido estudada empiricamente com recurso a ferramentas de análise de investigação. Desta forma, quanto à filosofia de pesquisa, o presente estudo utiliza o paradigma do positivismo em que “*o positivismo relaciona-se com a postura filosófica do cientista natural e implica trabalhar com uma realidade social observável para produzir generalizações semelhantes a leis*” (Lewis et al., 2019, p. 144).

Quadro 14: Algumas características da filosofia do Positivismo

Caraterísticas da filosofia do Positivismo
<ul style="list-style-type: none">- Real, externo, independente;- Uma realidade verdadeira;- Granular;- Método científico;- Factos observáveis e mensuráveis;- Generalizações semelhantes a leis;- Explicação causal e previsão como contribuição;- Pesquisador mantém postura objetiva;- Normalmente dedutivo, altamente estruturado, amostras grandes, medição, métodos de análise tipicamente quantitativos.

Fonte: Adaptado Lewis et al. (2019, p. 144)

Quanto à abordagem para o desenvolvimento da teoria, o trabalho utiliza um raciocínio dedutivo onde começou por utilizar uma ideia experimental que permitiu formular as perguntas de investigação do presente estudo, nomeadamente:

PI1: Será que existe uma relação significativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho empresarial?

PI2: Será que existe uma correlação significativa entre a dualidade de funções (*CEO/Chairman*) e o desempenho financeiro da empresa?

PI3: Quanto maior é a remuneração e os benefícios dos órgãos sociais, nomeadamente do administrador executivo (*CEO*) melhor tende a ser o desempenho financeiro da empresa?

PI4: A presença de uma comissão de auditoria autónoma tende a melhorar o desempenho financeiro da empresa?

PI5: Existe uma correlação positiva entre a divulgação de relatórios integrados de sustentabilidade e o desempenho financeiro da empresa?

Por conseguinte estudaram-se as relações causais entre as diferentes variáveis com o objetivo de testar as hipóteses e assim divulgar os resultados em vez de gerar novas teorias.

Quadro 15: Etapas de uma abordagem dedutiva

Etapas de uma abordagem dedutiva
1. Apresentar uma ideia experimental, uma premissa, uma hipótese ou um conjunto de hipóteses para formar uma teoria;
2. Utilizar a literatura existente e deduzir uma proposição testável;
3. Verificar as premissas e a lógica do argumento que as produziu, comparando esse argumento com as teorias existentes para verificar se há um avanço na compreensão;
4. Testar as premissas através da recolha de dados apropriados para medir os conceitos ou as variáveis e posteriormente analisá-las;
5. Caso os resultados da análise não sejam coerentes com as premissas, ou seja, os testes falhem, a teoria é falsa e deve ser rejeitada ou modificada e o processo deve recomeçar;
6. Caso os resultados da análise sejam coerentes com as premissas, ou seja, os testes sejam verdadeiros, então a teoria é corroborada.

Fonte: Adaptado de Blaikie (2010)

3.1.1 Seleção da Amostra e Dados

O critério da seleção da amostra realizou-se através da Quota de Mercado da atividade em Portugal, onde se incluem os ramos Vida e Não Vida. A amostra compila as 25 maiores seguradoras a operar em Portugal para um período temporal de 9 anos (2014-2022). No presente estudo trataram-se 127 observações face aos dados disponibilizados no relatório e contas acessíveis por via *internet* de cada uma das seguradoras.

Quadro 16: Amostra utilizada no estudo

Amostra
Fidelidade
Generali Seguros
Ocidental Vida
BPI Vida e Pensões
Ageas Seguros
Allianz
Zurich Insurance
Santander Totta Vida
Liberty Seguros
Zurich Vida
CA Vida
GamaLife
Lusitania Seguros
Una Vida
Lusitania Vida
Bankinter Vida
CA Seguros
Real Vida
Caravela
Aegon Santander Vida
Aegon Vida
Mafre Gerais
MetLife Europe
Victoria Seguros
Aegon Santander Seguros

Fonte: Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF)

Na seguinte tabela, encontra-se representada a Produção Total de cada empresa e o seu respetivo peso no setor segurador no ano de 2022.

Tabela 1: Produção e Quota de Mercado da amostra em 2022

Companhia de Seguros	Produção (milhares de euros)	Quota de mercado
Fidelidade	3 504 187	29,00%
Generali Seguros	1 192 442	9,87%
Ocidental Vida	953 220	7,89%
BPI Vida e Pensões	833 491	6,90%
Ageas Seguros	825 863	6,84%
Allianz	639 615	5,29%
Zurich Insurance	337 668	2,79%
Santander Totta Vida	297 548	2,46%
Liberty Seguros	253 384	2,10%
Zurich Vida	252 267	2,09%
CA Vida	247 502	2,05%
GamaLife	220 044	1,82%
Lusitania Seguros	219 071	1,81%
Una Vida	180 927	1,50%
Lusitania Vida	180 818	1,50%
Bankinter Vida	164 274	1,36%
CA Seguros	153 714	1,27%
Real Vida	145 824	1,21%
Caravela	126 479	1,05%
Aegon Santander Vida	119 822	0,99%
Aegon Vida	107 792	0,89%
Mafre Gerais	107 626	0,89%
MetLife Europe	102 368	0,85%
Victoria Seguros	97 937	0,81%
Aegon Santander Seguros	95 260	0,79%

Fonte: Adaptado do relatório anual da Associação Portuguesa de Seguradoras (APS) de 2022

O presente estudo utilizou para a construção da base de dados, a recolha de dados através da consulta dos relatórios e contas em cada página da *internet* de cada seguradora

da amostra e utilizou-se o *software* RStudio para que fosse possível realizar uma análise econométrica.

3.1.2 Caraterização e evolução do setor segurador

No final do segundo trimestre de 2023, o valor da carteira de investimentos das seguradoras chegou aos 50,3 mil milhões de euros, o que comparativamente com o último trimestre de 2022 se registou uma redução de 0,9%. No que concerne à política de investimentos das empresas de seguros a maior parte vai para o investimento em títulos obrigacionistas, nomeadamente dívida pública e privada que representam 75% do investimento do setor, sendo que o maior destaque vai para o investimento em dívida pública que representa cerca de 45%.



Figura 3: Composição da carteira de investimentos das seguradoras em Portugal

Fonte: Adaptado da ASF (2023)

No que toca ao mercado de seguro direto em Portugal, registou-se uma quebra considerável até final do passado mês de junho de 2023 de aproximadamente 4,3% face

ao período homólogo de 2022, fixando-se a carteira nos 6 mil milhões de euros. Em relação ao ramo Vida registou-se uma diminuição de 18,2% e no ramo Não Vida um crescimento de 10,4%, tendência que já se tem vindo a verificar nos últimos anos.

A diminuição da produção do ramo Vida está muito alicerçada ao facto de nos últimos anos estarmos perante taxas de juro muito baixas, comprometendo a comercialização de produtos financeiros atrativos. Já a produção dos seguros Não Vida tem vindo a aumentar gradualmente todos os anos, refletindo um mercado em constante crescimento. Por outro lado, o custo com sinistros, principalmente nos ramos Não Vida, tem vindo a aumentar consideravelmente como consequência da inflação verificada no último ano que desencadeou um aumento na cadeia de valor das seguradoras. Desta forma, verificou-se um aumento de 14,3% em custos com sinistros no ramo Vida e 11,6% nos ramos Não Vida.

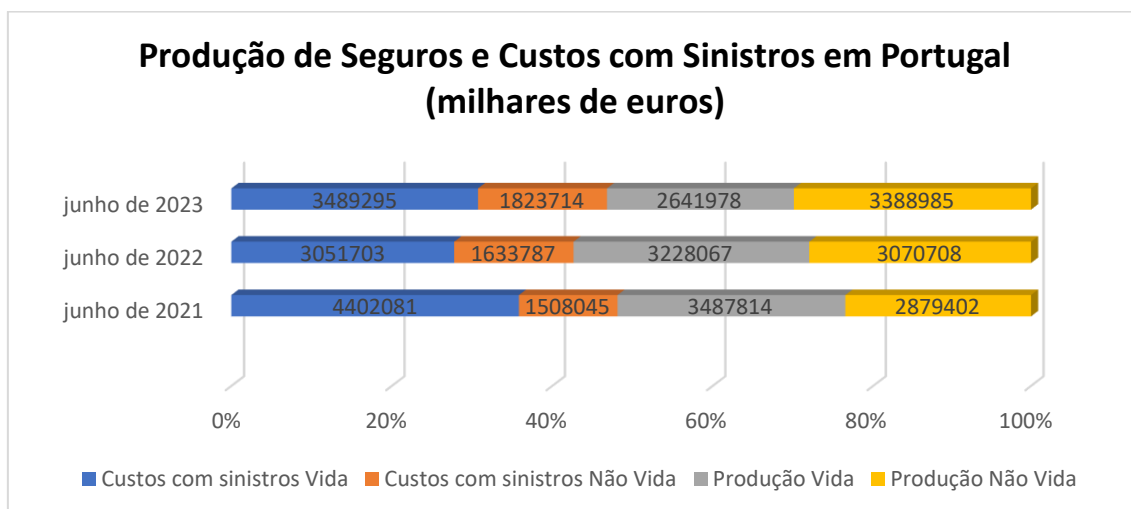


Figura 4: Produção de Seguros e Custos com Sinistros em Portugal (milhares de euros)

Fonte: Adaptado da ASF (2023)

A carteira de seguro direto encontra-se dividida em dois ramos, sendo que os ramos Não Vida representam 56,2% da carteira e o ramo Vida 43,8%. Dentro dos ramos Não Vida, temos o ramo de Acidentes e Doença que representam 42,3%, seguido do Automóvel com 30,6% e Incêndio e Outros Danos com 17,3%. No ramo Vida, o negócio

encontra-se consolidado nos seguros de Vida Não Ligados que representam 64,5% da composição.

As empresas nacionais são responsáveis por 95,5% da produção no ramo Vida e 87,0% nos ramos Não Vida. O restante negócio encontra-se disperso pelas seguradoras com sucursais na União Europeia a operar em Portugal.

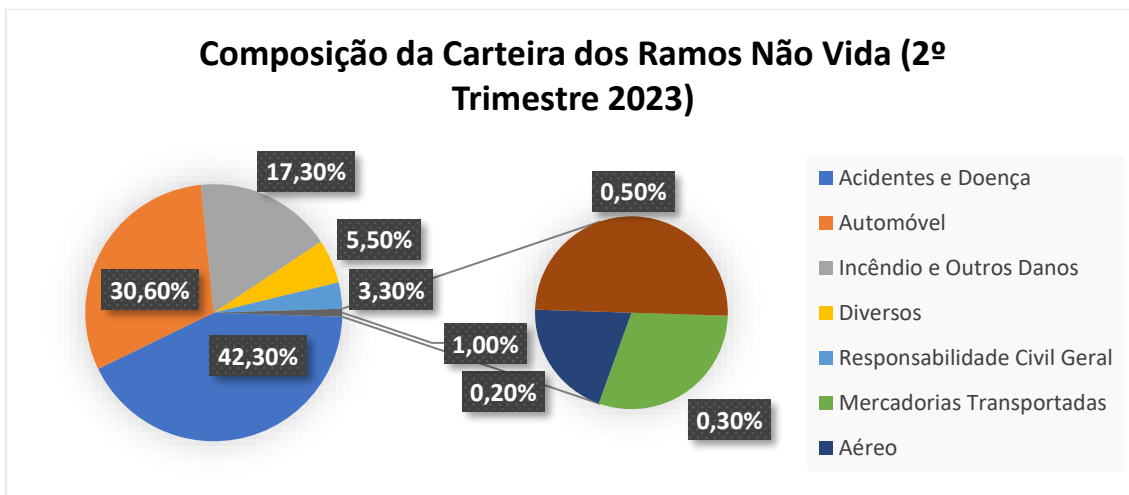


Figura 5: Composição da Carteira dos Ramos Não Vida (2º Trimestre de 2023)

Fonte: Adaptado da ASF (2023)

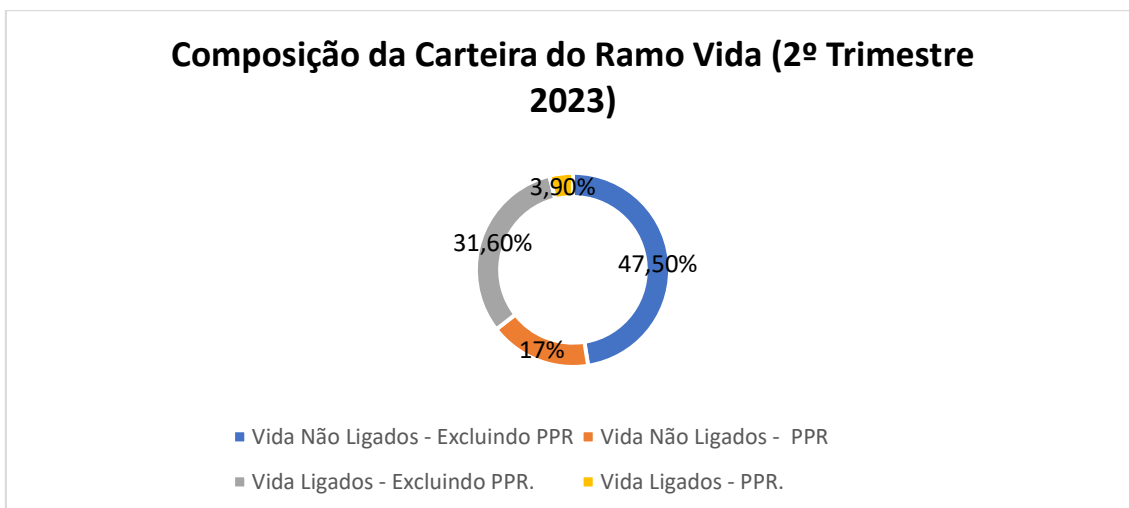


Figura 6: Composição da Carteira dos Ramos Vida (2º Trimestre de 2023)

Fonte: Adaptado da ASF (2023)

Em termos de robustez financeira, o setor continua bastante sólido, tendo-se verificado um aumento de 5,0% nos rácios provisórios de cobertura do Requisito de Capital de Solvência (SCR), fixando-se desta forma em 202%, também o rácio de Requisito de Capital Mínimo (MCR) aumentou significativamente 32,0% em relação ao período homólogo e fixou-se nos 549,0%.

3.2 Variáveis utilizadas nos modelos de regressão

Com base na literatura existente, definiram-se as variáveis que fariam sentido analisar com modelos de regressão.

Com base na literatura, definiram-se: (i) como variáveis explicativas a dimensão do conselho de administração, a dualidade *CEO/Chairman*, a remuneração e benefícios do *CEO*, a existência de uma comissão de auditoria autónoma e a divulgação dos relatórios integrados de sustentabilidade; (ii) como variáveis de desempenho o Retorno sobre o Ativo (ROA), o Retorno sobre o Capital Próprio (ROE), o Rácio Combinado (RC) e o Rácio de Produtividade (RP); e (iii) como variáveis de controlo a dimensão da empresa e a antiguidade.

3.2.1 Variáveis explicativas e de controlo

Quadro 17: Descrição das variáveis explicativas e de controlo

Denominação das variáveis	Denominação das variáveis no modelo	Definição	Autores
Caraterísticas de <i>Corporate Governance</i> – Variáveis explicativas			
Dimensão do conselho de administração (CA)	BoardSize	$\frac{\text{N}^\circ \text{ diretores no CA}}{\text{Logaritmo do ativo}}$	Al – Absy & Hassan (2023) Vaidya (2019) Alqatan, Chibib & Hussainey (2019) Oliveira (2015)

Dualidade <i>CEO/Chairman</i>	Dual	Variável dummy. Se o presidente servir simultaneamente como CEO da empresa, a variável dummy será igual a 1. Caso contrário será igual a 0	Chen, Hsu, Huang & Lin (2019) Abbas, Han, Hussain & Mubben (2021) Yang & Zhao (2014)
Remuneração e benefícios do <i>CEO</i>	RemCEO	Soma do salário, bônus, opções de ações, outras remunerações, prêmios em ações, planos de incentivo não patrimonial, remuneração diferida e remuneração total sobre os Prêmios Brutos Emitidos	Bhuyan, Butchey, Haar & Talukda (2020) Firth, Fung & Rui (2006) Stathpoules, Espenlaub & Walker (2005)
Comissão de auditoria autónoma	ComAud	Variável dummy. Se existir uma comissão de auditoria autónoma, a variável dummy é igual a 1. Caso contrário é igual a 0.	Al – Sastawi, Allam & Mushtaha (2013) Ashari & Krismiaji (2022)
Relatórios integrados de sustentabilidade	RelSust	Variável dummy. Se existir relatório integrado de sustentabilidade, a variável dummy será igual a 1. Caso contrário será igual a 0.	KPMG (2017) Akter, Johansson & Rahi (2022)
Caraterísticas específicas da empresa – Variáveis de controlo			
Dimensão da empresa	Size	Ln (Ativo total da empresa)	Al – Abssy & Hassan (2023) Chen, Hsu, Huang & Lin (2019) Firth, Fung & Rui (2006) Stathpoules, Espenlaub & Walker (2005) Oliveira (2015)
Antiguidade da empresa	Age	Data da criação da empresa	Al -Sastawi, Allam & Mushtaha (2013) Akter, Johansson & Rahi (2022)

Fonte: Elaboração Própria

3.2.2 Variáveis de desempenho

Quadro 18: Descrição das variáveis de desempenho

Denominação das variáveis	Denominação das variáveis no modelo	Definição	Autores
Caraterísticas de <i>Corporate Governance</i> – Variáveis de desempenho			
Retorno sobre o ativo	ROA	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Ativo}}$	Al – Absy & Hassan (2023) Vaidya (2019) Alqatan, Chibib & Hussainey (2019) Chen, Hsu, Huang & Lin (2019) Abbas, Han, Hussain & Mubben (2021) Yang & Zhao (2014) Oliveira (2015)
Retorno sobre o capital próprio	ROE	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$	Al – Absy & Hassan (2023) Vaidya (2019) Chen, Hsu, Huang & Lin (2019)
Rácio Combinado	RC	(Custos com Sinistros + Despesas associadas com a gestão dos sinistros) / Prémios adquiridos	Oliveira (2021)
Rácio de Produtividade	RP	$\frac{\text{Prémios Brutos Emitidos}}{\text{Número de colaboradores}}$	KPMG (2017)

Fonte: Elaboração Própria

Dado não existir na literatura concordância sobre quais as variáveis de desempenho que melhor evidenciam o desempenho financeiro das empresas, consideramos quatro variáveis dependentes (Dias et al., 2019).

O Retorno sobre o Ativo (ROA) é uma medida contabilística que permite avaliar a qualidade da gestão e obtém-se pela divisão entre o Resultado Líquido e o Total do

Ativo. Este indicador contabilístico que também pode ser uma medida de natureza económica permite analisar o retorno gerado pelos ativos totais de uma empresa (Dias, Neves & Vieira, 2019). Quanto maior o ROA maior é a capacidade da empresa gerar rendimentos com os ativos que dispõe (Monteiro, 2019). O Retorno sobre o Capital Próprio (ROE) é uma medida financeira que permite apurar a eficiência e a gestão de uma empresa através da obtenção de receitas e crescimento a partir do financiamento do seu capital próprio. Este rácio obtém-se pela divisão entre o Resultado Líquido e o Capital Próprio. Quanto maior for o resultado maior é a capacidade da empresa gerar retorno para os seus acionistas (Chen et al., 2019).

Relativamente ao Rácio Combinado (RC) refere-se a um indicador bastante fidedigno e utilizado pelas seguradoras para medir a rentabilidade operacional. Este rácio, por norma, é disponibilizado pelas empresas de seguros nos seus relatórios e contas mas pode ser calculado pela soma entre os Custos com Sinistros e Despesas associadas com a gestão dos sinistros sobre os Prémios Adquiridos. Um rácio inferior a 100% significa que a empresa é capaz de gerar retorno com a subscrição (Okura & Yamaguchi, 2014).

Como quarto indicador de desempenho decidiu-se utilizar o Rácio de Produtividade (RP) bastante utilizado pelas empresas de seguros nos seus relatórios e contas de forma a medir-se a rentabilidade operacional. O valor resulta da divisão entre os Prémios Brutos Emitidos e o Número de Colaboradores. Quanto maior o valor maior é a eficiência operacional da empresa.

3.3 Modelo de regressão

Este estudo utiliza como metodologia os modelos de regressão para dados em painel, de forma a verificar o impacto de algumas características do *Corporate Governance* e do *Corporate Social Responsibility* no desempenho financeiro das seguradoras a operar em Portugal. Desta forma, os modelos propostos são:

Modelo 1

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{i,t} + \beta_2 RemCEO_{i,t} + \beta_3 Dual_{i,t} + \beta_4 ComAud_{i,t} + \beta_5 RelSust_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Modelo 2

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{i,t} + \beta_2 RemCEO_{i,t} + \beta_3 Dual_{i,t} + \beta_4 ComAud_{i,t} + \beta_5 RelSust_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Modelo 3

$$RC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{i,t} + \beta_2 RemCEO_{i,t} + \beta_3 Dual_{i,t} + \beta_4 ComAud_{i,t} + \beta_5 RelSust_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Modelo 4

$$RP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BoardSize_{i,t} + \beta_2 RemCEO_{i,t} + \beta_3 Dual_{i,t} + \beta_4 ComAud_{i,t} + \beta_5 RelSust_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Conforme fundamentado anteriormente, temos como variáveis dependentes/desempenho, o Retorno sobre o ativo (ROA), o Retorno sobre o capital próprio (ROE), o Rácio combinado (RC) e o Rácio de Produtividade (RP). Relativamente às variáveis independentes/explicativas contamos com a Dimensão do conselho de administração (BoardSize), a Dualidade *CEO/Chairman* (Dual), a Remuneração e benefícios do *CEO* (RemCEO), a Comissão de auditoria autónoma (ComAud) e os Relatórios integrados de sustentabilidade (RelSust). Como variáveis de controlo utilizamos a dimensão da empresa (Size) e a antiguidade (Age).

CAPÍTULO IV – ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4 Análise dos dados e discussão dos resultados

4.1 Estatísticas descritivas

Este capítulo apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no presente estudo, de forma a testar as hipóteses propostas. Para o efeito utilizou-se o *software RStudio*. Foram compiladas 127 observações no período de 2014 a 2022 inclusive, onde se observou a média, o desvio padrão, o mínimo e o máximo para as variáveis explicativas, de controlo e de desempenho.

Relativamente às variáveis explicativas observa-se que aproximadamente um terço das empresas alvo, no presente estudo, acumulam as funções de *CEO/Chairman*, o que significa que a grande maioria segue os bons princípios do Instituto Português de *Corporate Governance* onde se prevê a separação de ambas as funções (IPCG, 2023). A Remuneração e benefícios do *CEO* representam em média 0,37% dos prémios brutos emitidos e apenas aproximadamente 19% das empresas dispõem de uma comissão de auditoria independente. Em relação aos relatórios integrados de sustentabilidade apenas são apresentados por cerca de 46% das empresas.

Tabela 2: Estatística descritiva – Variáveis Explicativas

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
BoardSize	127	0,7587	0,3218	0,3085	1,6769
RemCEO	127	0,0037	0,0055	0,0000	0,0327

Variáveis	Observações	Dummy 1	Dummy 0	Mínimo	Máximo
Dual	127	39	88	0,0000	1,0000
ComAud	127	24	103	0,0000	1,0000
RelSust	127	58	69	0,0000	1,0000

Fonte: Elaboração própria

Nota: Dual, *Dummy 1*, acumulam as funções de *CEO/Chairman*, *Dummy 0*, separação entre as funções de *CEO/Chairman*; ComAud, *Dummy 1*, possui uma comissão de auditoria, *Dummy 0*, não possui uma comissão de auditoria; RelSust, *Dummy 1*, apresentam um relatório integrado de sustentabilidade, *Dummy 0*, não apresentam um relatório integrado de sustentabilidade.

Na tabela 9, reuniram-se as variáveis de controlo, em que a dimensão da empresa é medida pelo logaritmo do ativo, dado permitir resolver problemas de enviesamento e heteroscedasticidade. A antiguidade média é de 42,74 anos, num intervalo temporal entre 4 e 215 anos.

Tabela 3: Estatística descritiva – Variáveis de controlo

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Size	127	8,9530	0,7121	7,3290	10,3060
Age	127	42,7400	50,0760	4,0000	215,0000

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à tabela 10, agruparam-se as variáveis de desempenho, medida pelo ROE cujo valor médio é de 5,00%, num intervalo entre (-) 468,47% e 68,4%. O ROA apresenta um valor médio de 1,58%, num intervalo entre (-) 28,20% e 18,26%. o RC 90,32% e o RP é de 2.388.017 euros. No que toca ao Rácio Combinado apenas foi possível verificar 36 observações uma vez que nem todos os relatórios e contas dispõem de tal informação.

Tabela 4: Estatística descritiva – Variáveis de desempenho

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROE	127	5,00%	47,36%	-468,47%	68,40%
ROA	127	1,58%	4,49%	-28,20%	18,26%
RC	36	90,32%	18,76%	22,50%	132,90%
RP	127	2.388.017€	4.657.325€	42.939€	38.000.000€

Fonte: Elaboração própria

Matriz de correlação

As matrizes de correlação são determinantes para compreender as relações entre as variáveis na medida em que permitem identificar potenciais variáveis endógenas, medir relações lineares, identificar padrões de associação, selecionar variáveis relevantes, prever valores ausentes e avaliar a multicolinearidade (Dias, Neves & Vieira, 2019).

Tabela 5: Matriz de correlação

Variáveis	ROE	ROA	RC	RP	Size	Age	BoardSize	RemCEO
ROE	1***							
ROA	0,77***	1***						
RC	-0,29**	-0,35***	1***					
RP	0,04	-0,07	-0,64***	1***				
Size	0,00	-0,32***	0,02	0,39***	1***			
Age	-0,01	-0,1	0,18	-0,11	0,44***	1***		
BoardSize	0,09	0,23**	0,34**	-0,21*	0,01	0,42***	1***	
RemCEO	-0,05	-0,09	0,18	-0,16	-0,21*	-0,1	-0,25**	1***

Nota: * Significância estatística entre 5% e 10%, ** Significância estatística entre 1% e 5%, ***Significância estatística inferior a 1%

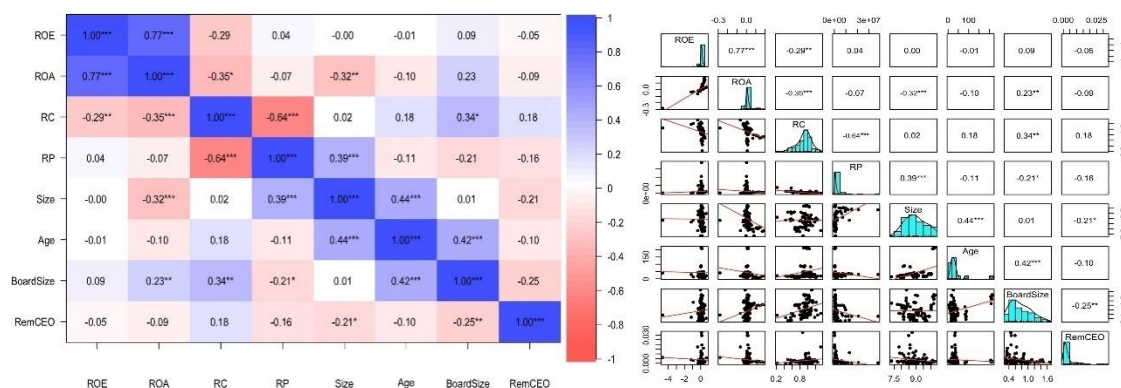


Figura 7: Matriz de correlação com escala de cor, diagramas de dispersão e histogramas das variáveis quantitativas consideradas no estudo

Fonte: Elaboração próprio através do RStudio

Duas variáveis são consideradas correlacionadas quando existe uma relação estatística entre elas, ou seja, quando a mudança de uma variável está associada à mudança da outra variável. Valores de R próximos de 1 ou -1 indicam uma correlação mais forte, enquanto valores próximos de 0 evidenciam uma correlação mais fraca. No entanto, a correlação entre duas variáveis não implica que haja causalidade, dado que outras variáveis ou fatores podem estar envolvidos.

Desta forma, após análise da tabela 11, observa-se uma correlação forte em sentidos opostos entre as variáveis de desempenho ROA e ROE e RP e RC. As restantes variáveis não apresentam níveis de correlação elevados.

Multicolinearidade

A multicolinearidade é um conceito estatístico que permite medir a relação linear entre uma das variáveis independentes e as restantes. Os problemas de multicolinearidade ocorrem quando as variáveis independentes num modelo de regressão linear estão altamente correlacionadas entre si. Tal situação poderá criar algumas contrariedades na interpretação dos resultados e na estabilidade do modelo (Drukker, 2003).

Para medir e identificar a existência de multicolinearidade, recorre-se ao indicador *Variance Inflation Factor* (VIF), que pode ser calculado da seguinte forma:

$$VIF = 1/(1 - R_i^2)$$

Onde R_i^2 é o R^2 da regressão de x_i sobre as restantes variáveis independentes.

Caso o resultado do VIF seja superior a 10, estamos perante a existência de multicolinearidade (O'Brien, 2007).

Tabela 6: Análise de Multicolinearidade

Variáveis	<i>Variance Inflation Factor</i>
BoardSize	1,856
RemCEO	1,271
Dual	1,301
ComAud	1,487
RelSust	1,589
Size	2,376
Age	2,094

Fonte: Elaboração própria

Para análise da multicolinearidade, através da observação da tabela 12, verifica-se que nenhuma variável independente/explicativa apresenta um valor de VIF superior a 10, logo não existem problemas de multicolinearidade. O valor médio do VIF é de 1,711 e varia entre 1,271 e 2,376.

4.2 Apresentação e Interpretação dos resultados

Para avaliar o impacto de algumas características do *Corporate Governance e do Corporate Social Responsibility* no setor segurador português, recorreu-se a uma análise quantitativa em dados em painel.

Desta forma, inicialmente, analisamos os resultados recorrendo ao método dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) que é uma técnica estatística utilizada na análise de regressão para estimar a relação entre uma variável dependente (ou resposta) e uma ou mais variáveis independentes (ou predictoras). O propósito do modelo OLS é encontrar a linha de melhor ajuste (ou superfície) que minimize a soma dos quadrados das diferenças entre os valores observados e os valores previstos (Kumar, Mahanty & Mishra). De forma genérica, o modelo empírico de estimação apresenta-se da seguinte forma:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_p X_{pit} + \varepsilon_{it}$$

Onde: (5)

Y_i é a variável dependente (ou resposta) para a i -ésima observação;

β_0 é o coeficiente de interceção;

$\beta_1, \beta_2 \dots \beta_p$ são os coeficientes associados a cada variável independente ($X_1, X_2, X_p \dots$);

$X_{1it}, X_{2it} \dots X_{pit}$ são os valores das variáveis independentes para a i -ésima observação;

ε é o termo de erro, que representa a diferença entre o valor observado (y_i) e o valor previsto pela equação.

Tabela 7: Modelo OLS usando o ROA como variável dependente

ROA				
	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-value
Constante	0,2174000	0,07073	3,074	0,00262**
BoardSize	0,0405900	0,01556	2,609	0,01025*
RemCEO	-0,9444000	0,7548	-1,251	0,21332
Dual	0,0019610	0,009042	0,217	0,82870
ComAud	-0,0128500	0,01139	-1,128	0,26155
RelSust	0,0184800	0,009256	1,997	0,04812*
Size	-0,0260700	0,007949	-3,280	0,00136**
Age	-0,0000498	0,0001061	-0,470	0,63924
	Multiple R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	p-value
	0,2063	0,1596	4,42	0,0002142

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ***p-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); **p-value<0,01 (significância estatística de 1%); *p-value<0,05 (significância estatística de 5%); .p-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 8: Modelo OLS usando o ROE como variável dependente

ROE				
	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-value
Constante	0,4955329	0,8218057	0,603	0,548
BoardSize	0,1591615	0,1807811	0,880	0,380
RemCEO	-4,6247227	8,7701466	-0,527	0,599
Dual	0,0800884	0,1050588	0,762	0,447
ComAud	0,0212380	0,1323474	0,160	0,873
RelSust	0,1635409	0,1075378	1,521	0,131
Size	-0,0722909	0,0923505	-0,783	0,435
Age	-0,0001255	0,0012328	-0,102	0,919
	Multiple R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	p-value
	0,03427	-0,02554	0,6033	0,7522

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ***p-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); **p-value<0,01 (significância estatística de 1%); *p-value<0,05 (significância estatística de 5%); .p-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 9: Modelo OLS usando o RC como variável dependente

RC				
	Coefficiente	Erro Padrão	<i>t</i>	<i>p</i> -value
Constante	0,4343512	0,3694390	1,176	0,2431
BoardSize	0,1707246	0,0691468	2,469	0,0156*
RemCEO	11,3739602	4,5230519	2,515	0,0138*
Dual	0,0269344	0,0437953	0,615	0,5402
ComAud	0,1044872	0,0547550	1,908	0,0598.
RelSust	-0,1125344	0,0433230	-2,447	0,0165*
Size	0,0354844	0,0433230	0,819	0,4151
Age	0,0000652	0,0004807	0,136	0,8924
	Multiple R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	<i>p</i>-value
	0,2571	0,1945	4,104	0,0006476

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ****p*-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); ***p*-value<0,01 (significância estatística de 1%); **p*-value<0,05 (significância estatística de 5%); .*p*-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 10: Modelo OLS usando o RP como variável dependente

RP				
	Coefficiente	Erro Padrão	<i>t</i>	<i>p</i> -value
Constante	-37172883	6589462	-6,641	1,16e-07***
BoardSize	-1164372	1449552	-0,803	0,423424
RemCEO	-26316416	70321420	-0,374	0,708899
Dual	-2229574	842390	-2,647	0,009227**
ComAud	-1472229	1061198	-1,387	0,167934
RelSust	-2926690	862267	-3,394	0,000936***
Size	4971733	740492	6,714	6,83e-10***
Age	-39101	9885	-3,956	0,000130***
	Multiple R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	<i>p</i>-value
	0,358	0,3203	9,481	2,572e-09

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ****p*-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); ***p*-value<0,01 (significância estatística de 1%); **p*-value<0,05 (significância estatística de 5%); .*p*-value<0,10(significância estatística de 10%)

Os modelos propostos não se afiguram estatisticamente ajustados para explicar no seu todo o desempenho financeiro das empresas de seguros, com a exceção do RP que poderá ser considerado razoavelmente ajustado quando medido pelo *Multiple R-squared*.

Desta forma, através da análise das tabelas 7,8,9 e 10, observa-se que a variável *dummy* RelSust é estatisticamente significativa ao nível de 0,1% para a variável RP e 5% para as variáveis ROA e RC. No entanto, o sinal do coeficiente apenas é positivo para as variáveis ROA, permitindo concluir que as empresas que dispõem de um relatório integrado de sustentabilidade tendem a obter um melhor Retorno sobre o Ativo. Em sentido contrário, o RC e o RP tem um sinal de coeficiente negativo, logo as empresas que dispõem de um relatório integrado de sustentabilidade tendem a ter um Rácio Combinado e um Rácio de Produtividade inferior comparativamente com aquelas que não dispõem do mesmo.

A variável de controlo Size também se revela estatisticamente significativa ao nível de 0,1% para a variável RP e 1% para a variável ROA, no entanto em sentidos opostos. Quando maior é a dimensão da empresa, menor tende a ser o valor do Retorno sobre o Ativo, enquanto tende a ser maior o Rácio de Produtividade.

No que concerne ao RC, quanto maior é a dimensão do conselho de administração, a remuneração e os benefícios do CEO maior tende a ser o Rácio Combinado ao nível de 5%. Já o RP, quando existe a dualidade de funções *CEO/Chairman* e quanto maior é antiguidade da empresa, menor tende a ser o Rácio de Produtividade ao nível de 1% e 0,1%, respetivamente.

Numa segunda instância, estimaram-se modelos de regressão com efeitos do painel para os indivíduos, para o tempo e ambos os efeitos. De forma a se verificar quais os melhores efeitos do painel a considerar, recorreu-se ao *Pool Test*, *Panel F Test* e *Panel Linear Model Test* para avaliar os efeitos do painel. De seguida, recorreu-se *Hausman Test* de modo a se determinar qual o estimador (efeitos fixos ou aleatórios) mais adequado para o modelo de regressão. Por um lado, os estimadores de efeitos fixos assumem que os efeitos individuais são constantes fixas a estimar e devem ser usados quando os efeitos

do painel estejam correlacionados com as variáveis independentes. Os estimadores de efeitos aleatórios assumem que os efeitos individuais são aleatórios e não correlacionados com as variáveis independentes.

Desta forma, o *Hausman Test* compara as hipóteses obtidas pelos dois métodos e testa se as diferenças entre essas estimativas são estatisticamente significativas. Se as diferenças verificadas forem estatisticamente significativas, sugere que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado uma vez que assume a correlação entre os efeitos individuais e as variáveis independentes. Caso contrário, o modelo de efeitos aleatórios pode ser considerado adequado uma vez que assume que os efeitos individuais são independentes das variáveis explicativas.

Como resultado da aplicação do *Hausman Test* concluímos que para as variáveis ROA, ROE e RC utilizar-se-ão os efeitos aleatórios dos indivíduos, enquanto que para a variável RP utilizar-se-ão os efeitos fixos dos indivíduos, uma vez que existe correlação entre os efeitos individuais e as variáveis explicativas.

Tabela 11: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando ROA como variável dependente

	ROA			
	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-value
Constante	0,15994648	0,09503596	1,6830	0,09237.
BoardSize	0,02517344	0,01882729	1,3371	0,18120
RemCEO	-0,79311394	0,80418834	-0,9862	0,32402
Dual	0,00827915	0,00995255	0,8319	0,40549
ComAud	0,01026584	0,01299202	0,7902	0,42943
RelSust	0,01285794	0,00865041	1,4864	0,13717
Size	-0,01870030	0,01058911	-1,7660	0,07740.
Age	-0,00003030	0,00017719	-0,1710	0,86422
	R-squared	Adjusted R-squared	Chisq	p-value
	0,074881	0,020462	9,06156	0,24827

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ***p-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); **p-value<0,01 (significância estatística de 1%); *p-value<0,05 (significância estatística de 5%); .p-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 12: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando ROE como variável dependente

	ROE			
	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-value
Constante	0,22015618	0,95202610	0,2313	0,8171
BoardSize	0,18224083	0,20411714	0,8928	0,3720
RemCEO	-3,78981267	9,30180011	-0,4074	0,6837
Dual	0,10213847	0,11294980	0,9043	0,3658
ComAud	0,06253812	0,14582665	0,4289	0,6680
RelSust	0,16784530	0,10831656	1,5496	0,1212
Size	-0,04400011	0,10609648	-0,4147	0,6783
Age	-0,00032252	0,00153145	-0,2106	0,8332
	R-squared	Adjusted R-squared	Chisq	p-value
	0,039305	-0,017206	4,77359	0,68757

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ***p-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); **p-value<0,01 (significância estatística de 1%); *p-value<0,05 (significância estatística de 5%); .p-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 13: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando RC como variável dependente

	RC			
	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-value
Constante	1,25128456	0,58937970	2,1231	0,03375*
BoardSize	0,03440233	0,07111821	0,4837	0,62857
RemCEO	0,39829901	3,77664596	0,1055	0,91601
Dual	-0,02531757	0,03940664	-0,6425	0,52057
ComAud	-0,06676646	0,04976254	-1,3417	0,17969
RelSust	-0,07337102	0,03328718	-2,2042	0,02751*
Size	-0,04227603	0,06841214	-0,6180	0,53660
Age	0,00048122	0,00107208	0,4489	0,65353
	R-squared	Adjusted R-squared	Chisq	p-value
	0,11999	0,045777	12,0902	0,09763

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ***p-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); **p-value<0,01 (significância estatística de 1%); *p-value<0,05 (significância estatística de 5%); .p-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 14: Modelos de efeitos fixos para os indivíduos usando RP como variável dependente

	RP			
	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-value
BoardSize	-586826	1818742	-0,3227	0,747617
RemCEO	-26954372	71947891	-0,3746	0,708708
Dual	-410196	904048	-0,4537	0,650985
ComAud	213995	1262193	0,1695	0,865706
RelSust	-1279828	869482	-1,4719	0,144115
Size	3734593	1241547	3,0080	0,003312**
Age	-122600	157313	-0,7793	0,437585
	R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	p-value
	0,10915	-0,10046	1,78537	0,098173

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ***p-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); **p-value<0,01 (significância estatística de 1%); *p-value<0,05 (significância estatística de 5%); .p-value<0,10 (significância estatística de 10%)

Face aos resultados apresentados para os efeitos aleatórios dos indivíduos das variáveis ROA, ROE e RC e ainda para os efeitos fixos dos indivíduos da variável RP, procedeu-se à utilização do modelo OLS uma vez que os coeficientes não são significativos, ou seja, os dados em painel para os efeitos aleatórios e fixos dos indivíduos perdem a explicação para as variáveis independentes. Relativamente à validação do modelo, efetuou-se o Teste de heteroscedasticidade de Breusch Pagan e verificou-se que para o modelo de efeitos aleatórios dos indivíduos das variáveis ROA e ROE a variância dos resíduos é constante, enquanto que para a variável RC e para os efeitos fixos dos indivíduos da variável RP a variância dos resíduos não é constante, ou seja, detetamos problemas de heteroscedasticidade.

Posto isto, verificamos a independência dos resíduos, através do teste de Breusch Pagan, onde se verificou que os resíduos são independentes dos indivíduos e, ainda através do teste de Breusch-Godfrey, verificamos que não existem problemas de correlação no tempo para nenhum dos modelos.

Face aos resultados elencados anteriormente, procedemos à utilização da Matriz Robusta de variâncias e covariâncias uma vez que falhou a homocedasticidade para os modelos de efeitos aleatórios dos indivíduos da variável RC e para os efeitos fixos dos indivíduos da variável RP.

Tabela 15: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando RC estimado através da matriz robusta de variâncias e covariâncias pelo Método Arellano tipo H3

	RC			
	Coeficiente	Erro Padrão	<i>t</i>	<i>p</i> -value
BoardSize	1,25128456	0,54057808	2,3147	0,02310*
RemCEO	0,03440233	0,06600787	0,5212	0,60363
Dual	0,39829901	4,92152182	0,0809	0,93569
ComAud	-0,02531757	0,03972922	-0,6373	0,52571
RelSust	-0,07337102	0,03836126	-1,7405	0,08448*
Size	-0,04227603	0,06435635	-0,6569	0,03770*
Age	0,00048122	0,00083644	0,5753	0,56663

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ****p*-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); ***p*-value<0,01 (significância estatística de 1%); **p*-value<0,05 (significância estatística de 5%); .*p*-value<0,10(significância estatística de 10%)

Tabela 16: Modelos de efeitos aleatórios para os indivíduos usando RP como variável dependente – estimado através da matriz robusta de variâncias e covariâncias pelo Método Arellano tipo H3

	RP			
	Coeficiente	Erro Padrão	<i>t</i>	<i>p</i> -value
BoardSize	-586826	1037734	-0,5655	0,572984
RemCEO	-26954372	44222105	-0,6095	0,543533
Dual	-410196	1220862	-0,3360	0,737570
ComAud	213995	890792	0,2402	0,810634
RelSust	-1279828	1483975	-0,8624	0,390473
Size	3734593	1261770	2,9598	0,003828**
Age	-122600	95332	-1,2860	0,201347

Nota: Reportado o nível de significância estatística de cada variável, sendo: ****p*-value<0,001 (significância estatística de 0,1%); ***p*-value<0,01 (significância estatística de 1%); **p*-value<0,05 (significância estatística de 5%); .*p*-value<0,10(significância estatística de 10%)

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

Os resultados elencados mostram relações insignificantes entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas de seguros alvo do presente estudo para as variáveis ROA, ROE e RC. Este resultado foi consistente com estudos anteriores (Al-Absy & Hassan (2022) & Vaidya (2019)). Porém, o RC revelou-se estatisticamente significativo ao nível de 5% em sentido positivo com o *BoardSize*, o que permite aferir que conselhos de administração maiores tendem a piorar o Rácio Combinado das empresas de seguros o que poderá ser explicado pelo facto de conselhos maiores tenderem a reduzir a comunicação entre estes órgãos e criar desentendimentos (Alqatan, Chbib & Hussainey, 2019).

Teoricamente, apuramos que a escolha da dimensão do conselho de administração não depende apenas de um único fator mas sim de vários fatores. Como tal, é necessário considerar a importância da representação de diferentes órgãos, a eficiência na tomada de decisões, a diversidade da experiência, habilitações e competências.

H2: Há uma correlação significativa entre a unificação de funções num único indivíduo e o desempenho financeiro da empresa.

Os resultados mostram uma relação estatisticamente significativa ao nível de 1% em sentido contrário para a variável RP, ou seja, quando existe a unificação de funções num único indivíduo, o Rácio de Produtividade tende a ser menor em 2.229.574 euros comparativamente com as empresas que fazem a separação do *CEO* e *Chairman*. Desta forma, esta variável corrobora com as melhores práticas elencadas no relatório de Cadbury (Cadbury, 1992; FRC, 2014) e apoia a teoria da agência onde prevê a clara separação entre o *CEO* e o *Chairman*.

No que concerne às variáveis ROA, ROE e RC os resultados mostram relações insignificantes entre a unificação ou separação das funções de *Chairman* e *CEO*.

H3: Há uma correlação positiva entre a remuneração e os benefícios dos diretores executivos e o desempenho da empresa.

Os resultados mostram uma relação estatisticamente significativa ao nível de 5% em sentido positivo com o Rácio Combinado, o que atesta que quanto maior é a remuneração e benefícios do *CEO* pior é o desempenho operacional das seguradoras. Por outro lado, os estudos consumados por Firth, Fung & Rui (2006) e Stathopoulos, Espenlaub & Walker (2005) sugerem que a remuneração está alicerçada em sentido positivo com a dimensão da empresa e o número de ações detidas pelos executivos. No entanto, no presente estudo, através da matriz de correlação verifica-se que as variáveis *RemCeo* e *Size* demonstram uma relação estatisticamente significativa ao nível de 10% em sentido contrário, o que revela que as maiores empresas medidas pelo logaritmo do ativo não são necessariamente as empresas que melhoram remuneram o seu *CEO*. Estes resultados podem ser explicados e corroborados com as conclusões do estudo de Stathopoulos, Espenlaub & Walker (2005) onde referem que as empresas poderão estar enganadas ao vincular a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa, dado que poderá comprometer a sustentabilidade das empresas a longo prazo. Com isto, acredita-se que as empresas e os seus *CEOs* estão mais comprometidos com o propósito de garantir a sustentabilidade a longo prazo e garantir que a remuneração esteja alinhada com o desempenho das empresas em termos sociais, legais, económicos e financeiros.

Desta forma, a dimensão da empresa não é diretamente proporcional à remuneração e benefícios dos *CEOs*, dado que a mesma é dependente do ciclo económico e de vários fatores conjunturais.

No que toca às variáveis ROA, ROE e RP, os resultados mostram relações estatisticamente pouco significativas entre a remuneração e os benefícios dos *CEOs* e o desempenho financeiro da empresa.

H4: Há uma correlação significativa entre a presença de uma comissão de auditoria e o desempenho empresarial.

No que respeita às variáveis ROA, ROE e RP os resultados mostram relações estatisticamente não significativas quanto à presença de uma comissão de auditoria independente, quanto à variável RC, verifica-se que quando existe uma comissão de auditoria independente, o RC tende a ser superior comparativamente com as empresas que não dispõem, com uma significância estatística de 10%.

No estudo de Al - sartawi, Allam & Mushtaha (2013), a presença de uma comissão de auditoria independente também demonstrou uma relação não significativa com o resultado operacional. No entanto, verificou uma correlação positiva entre a qualidade da informação financeira e a presença de uma comissão de auditoria independente e experiente, o que poderá resultar num melhor desempenho financeiro a longo prazo quando medido pelo Retorno sobre o ativo (ROA), Lucro por ação (EPS), Retorno sobre o investimento (ROI), Valor agregado de mercado (MVA) e Margem de lucro líquido (NPM).

H5: Há uma correlação positiva entre a divulgação de relatórios integrados de sustentabilidade e o desempenho financeiro da empresa.

Os resultados mostram uma relação estatisticamente significativa ao nível de 0,1% para o Rácio de Produtividade mas em sentido contrário e de 5% para o Retorno sobre o Ativo no mesmo sentido e para o Rácio Combinado em sentido oposto. Quanto ao ROE, verifica-se uma relação insignificante.

Assim, as empresas que dispõem de um relatório integrado de sustentabilidade tendem a ter melhores resultados ao nível do Retorno sobre o Ativo e um menor Rácio Combinado. No entanto, o Rácio de Produtividade tende a ser menor comparativamente com aquelas não os possuem (KPMG, 2017; Akter, Johansson & Rahi, 2022). Este último resultado pode ser explicado pelo facto de os relatórios integrados de sustentabilidade serem recentes e a amostra contemplar dados desde 2014, o que na altura não seriam tema.

A verdade é que os investidores tendem a considerar as informações de CSR como uma fonte imperiosa de informações sobre o desempenho das empresas, logo a sua credibilidade acarreta um fator importante na avaliação dos investidores assim como a transparência e a qualidade dessas informações (Cheng, Green, & Koehler, 2014).

CAPÍTULO V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE INVESTIGAÇÃO FUTURA

5 Conclusões, limitações e sugestões de investigação futura

5.1 Conclusões

O *Corporate Governance* e a *Social Responsibility* são temas relativamente recentes e bastante em voga no funcionamento das empresas na atualidade. Estes temas surgem devido aos escândalos financeiros registados nos últimos anos e à necessidade das empresas se envolverem com as preocupações sociais, ambientais e económico-financeiras onde as suas atividades estão envolvidas. Uma boa gestão é uma qualidade primacial para o bom desempenho de uma organização, enquanto uma má gestão pode produzir custos de agência elevados, provocados pela assimetria de informação existente entre acionistas e gestores.

O objetivo desta dissertação procura verificar se existe algum tipo denexo entre alguns mecanismos internos da *Corporate Governance* e da *Social Responsibility* no desempenho financeiro das 25 maiores seguradoras a exercer em Portugal. Assim, de forma a alcançarem-se os objetivos da investigação, optou-se por uma estratégia quantitativa, utilizando-se uma amostra composta pelas 25 maiores seguradoras com sucursal em Portugal nos ramos vida e não – vida, elegidas pelo critério de quota de mercado, para um período temporal de 9 anos, compreendido entre 2014 e 2022.

Numa fase inicial, investigou-se a literatura existente sobre o tema em questão, onde no presente trabalho abordamos a evolução do *Corporate Governance* e da *Social Responsibility* e os principais indicadores que podem levar a uma melhor ou pior desempenho empresarial.

No capítulo da metodologia, fazemos a abordagem e o método seguido e aplicado neste estudo para analisar alguns mecanismos internos da *Corporate Governance* e da *Social Responsibility* no desempenho financeiro das empresas de seguros a operar em Portugal.

Como variáveis de desempenho recorreu-se ao Retorno sobre o Ativo (ROA), ao Retorno sobre o Capital Próprio (ROE) ao Rácio Combinado (RC) e ao Rácio de Produtividade (RP). Como variáveis de controlo utilizou-se a dimensão da empresa (Size) e a Antiguidade (Age). No que concerne às variáveis independentes recorreu-se à Dimensão do conselho de administração (BoardSize), à Dualidade *CEO/Chairman* (Dual), à Remuneração e benefícios do *CEO* (RemCEO), à Comissão de auditoria autónoma (ComAud) e os Relatórios integrados de sustentabilidade (RelSust).

No capítulo seguinte efetuamos a análise dos dados e discussão dos resultados. No que diz respeito ao modelo apresentado, face aos resultados apresentados para os efeitos aleatórios dos indivíduos das variáveis ROA, ROE e RC e ainda para os efeitos fixos dos indivíduos da variável RP, procedeu-se à utilização do modelo OLS, dado que os coeficientes não são significativos, ou seja, os dados em painel para os efeitos aleatórios e fixos dos indivíduos perdem a explicação para as variáveis independentes.

Os modelos propostos não se afiguram estatisticamente ajustados para explicar no seu todo o desempenho financeiro das empresas de seguros, com exceção do Rácio de Produtividade (RP) que poderá ser considerado razoavelmente ajustado quando medido pelo método de *Multiple R-squared*.

O presente estudo permite concluir que as empresas que dispõem de um relatório integrado de sustentabilidade tendem a obter um melhor Retorno sobre o Ativo, ao nível de 5% de significância. Ainda, as empresas que dispõem de um relatório integrado de sustentabilidade tendem a ter um Rácio Combinado e um Rácio de Produtividade inferior comparativamente com aquelas que não dispõem do relatório, ao nível de 5% e 0,1% de significância, respetivamente. Quando maior é a dimensão da empresa menor tende a ser o valor do Retorno sobre o Ativo, enquanto tende a ser maior o Rácio de Produtividade, ao nível de 1% e 0,1% de significância, respetivamente. Quanto maior é a dimensão do conselho de administração e a remuneração e benefícios do CEO maior tende a ser o Rácio Combinado, ao nível de 5% de significância. Quando existe a dualidade de funções

CEO/Chairman e quanto maior é a antiguidade da empresa, menor tende a ser o Rácio de Produtividade ao nível de 1% e 0,1%, respetivamente.

5.2 Limitações e Sugestões de Investigação Futura

A presente dissertação enfrentou alguns desafios, nomeadamente na recolha de dados. Embora os dados sejam públicos, a maioria das bases de dados não dispõem de informações quanto aos dados necessários para o estudo desta área específica. Assim, foi necessário recolher os dados através da consulta, leitura e análise dos relatórios e contas de cada uma das seguradoras alvo do presente estudo. No decorrer da recolha, apercebemo-nos que muitas seguradoras não possuem essas informações nos seus relatórios, aliás, muitas das seguradoras apenas disponibilizam o relatório e contas dos últimos 5 anos.

Assim, acreditamos que uma amostra maior poderia trazer melhores resultados. Por outro lado, se adicionarmos um estudo qualitativo para complementar também poderia permitir analisar as relações internas do *Corporate Governance* e da Social Responsibility no desempenho financeiro das empresas de seguros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Referências bibliográficas

- Abbas, J., Han, D., Hussain, I., & Mubeen, R. (2020). The Effects of Market Competition, Capital Structure, and CEO Duality on Firm Performance: A Mediation Analysis by Incorporating the GMM Model Technique. *Journal of Sustainability*. Disponível em <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/8/3480>;
- Aebi, V., Sabato, G. & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*. 36(12), 3213-3226. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426611003104>;
- Affes, H., Damak-Ayadi, S., Jarboui, A., & Matoussi, W. (2017). Audit committee characteristics and financial reporting quality: Evidence from the Tunisian context. *International Journal of Economics and Finance*. 9(3), 46-57. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/AJEMS-11-2016-0163/full/html>.
- Ahmad, S., & Omar, R. (2016). Basic corporate governance models: a systematic review. *International Journal of Law and Management*. Disponível em https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJLMA-10-2014.0057/full/html?utm_campaign=Emerald_Strategy_PPV_November22_RoN;
- Akter, R., Johansson, J., & Rahi, A. (2022). Do sustainability practices influence financial performance? Evidence from the Nordic financial Industry. *Accounting Research Journal*, 35(2), 292-314. Emerald Publishing Limited. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/ARJ-12-2020-0373/full/html>;
- Al-Absy, M., & Hasan, M. (2021). Impact of the board of directors' characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firms. *Business Perspectives*. Disponível em

<https://www.businessperspectives.org/index.php/journals/problems-and-perspectives-in-management/issue-420/impact-of-the-board-of-directors-characteristics-on-firm-performance-a-case-of-bahraini-listed-firms>;

Al-sartawi, A., Allam, H., & Mushtaha, S. (2013). The Audit Committee Characteristics and Earnings Quality: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 7(4), 51-89. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/274283508_The_Audit_Committee_Characteristics_and_Earnings_Quality_Evidence_from_Jordan;

Alqatan, A., Chbib, I., & Hussainey, K. (2019). How does board structure impact on firm performance in the UK?. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*. 15(2), 18-27. Disponível em <https://virtusinterpress.org/How-does-board-structure-impact-on-firm-performance-in-the-UK.html>;

Al-Sarayeh, S., & Zaatreh, M. (2018). Audit committee and financial reporting quality: Evidence from Jordanian firms. *International Journal of Economics and Finance*. 10(6), 155-169. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/281928362_Board_characteristics_and_financial_reporting_quality_Evidence_from_Jordan;

Ali, T., Hussain, S., & Rehman, A. (2021). Executive remuneration, corporate governance and corporate performance: Evidence from China. *Economic Research*. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1331677X.2020.1867214>;

Alqatamin, R., & Sawan, N. (2020). The impact of audit committee characteristics on financial reporting quality: Evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*, 35(3), 378-402;

Arouri, M., Bouattour, M., & Khraief, D. (2018). Board Tenure and Firm Performance: An Empirical Investigation in the French Context. *Journal of Business Research*, 89, 214-223;

- Ashari, S., & Krismiaji, K. (2020). Audit Committee Characteristics and Financial Performance: Indonesian Evidence`. *Equity*. 22(2), 139-152. Disponível em <https://ejournal.upnvj.ac.id/equity/article/view/1326>;
- Ausloos, M., & Kyere, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom`. *International Journal of Finance & Economics*. Disponível em [Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom - Kyere - 2021 - International Journal of Finance & Economics - Wiley Online Library](#);
- Badenhorst-Weiss, A., & Seeger, L. (2014). Board Independence and Firm Performance. Evidence from South Africa. *South Africa Journal of Business Management*. 45(3), 41-52;
- Batista, C. (2011). As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal. Dissertação de Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia do Porto. Disponível em <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/56107>;
- Berman, S. L, Jones, T. M., Kotha, S., & Wicks, A. C. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*. 42(5), 488-506, Disponível em <https://journals.aom.org/doiabs/10.5465/256972>; doi:10.5465/256972;
- Bernstein, P. L. (1996). *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (p.17), John Wiley & Sons;
- Bhasa, M. P. (2004). Global corporate governance: debates and challenges. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14720700410534930/full/html>.
- Bhuyan, R., Butchey, D., Haar, J., & Talukdar, B. (2020). CEO Compensation and Firm Performance in the Insurance Industry. *Managerial Finance*. Disponível em

- <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MF-04-2019-0154/full/html>;
- Blaikie, N. (2010). *Designing Social Research* (2nd end). *Cambridge: Polity*. Disponível em <https://www.worldcat.org/pt/title/designing-social-research-the-logic-of-anticipation/oclc/432991212>;
- Borges, L. & Serrão, C. (2005). Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. *BNDES*. Disponível em https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/9643/2/RB%2024%20Aspectos%20de%20Governan%C3%A7a%20Corporativa%20Moderna%20no%20Brasil_P_BD.pdf;
- Bowen, H. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. *New York: Harper & Row*. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/j.ctt20q1w8f>;
- Brickley, J. A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119996000132>.
- Brown, M. E., Treviño, L. K., Weaver, G. R. (2008). It's lovely at the top: Hierarchical levels, identities, and perceptions of organizational ethics. *Business Ethics Quarterly*. 18(2), 233-252;
- Burritt, R., Christ, K., Schattegger, S. & Wenzig, J. (2022). Corporate sustainability management accounting and multi-level links for sustainability – A systematic review. *International Journal of Management Reviews*. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ijmr.12288>;
- Cadbury, A. (1992). *The financial aspects of corporate governance in the UK*. London, UK. Disponível em <https://www.ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>;
- Chen, WP., Hsu, S., & Huang, JW. (2019). CEO Duality, Information Costs, and Firm Performance. *North American Journal of Economics & Finance*. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062940818305679>;

- Cheng, B., Green, W. J., & Koehler, D. (2014). Investor perceptions of the information in corporate social responsibility (CSR) reports. *Journal of Business Ethics*. 124(2), 297-312;
- Cheng, R, Deng, X., & Huang, Y. (2018). Board Tenure and Corporate Financial Performance: An Empirical Analysis. *Journal of Management and Strategy*. 9(2), 70-81;
- Clarke, T. (1998). The stakeholder corporation: A business philosophy for the information age. *Long Range Planning*. 31(2), 182-194. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0024630198000028?via%3Dihub>;
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Review of Economic Studies*. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>;
- Diário da República (2006). Código das Sociedades Comerciais. Disponível em <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975-66966822>;
- Drukker, D. (2003). Testing for Serial Correlation in Linear Panel-data Models. *The Stata Journal*. 3(2), 168-177. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/1536867X0300300206>;
- Collins, J., Hillman, A. & Withers, M. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0149206309343469>;
- Comissão Europeia (2001). Livro Verde: Fomentar um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas. Disponível em https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20020416/doc05a_pt.pdf;
- Conyon, M. (2009). Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices – By Bob Tricker. 3.^a Edição. *Corporate Governance: An International Review*. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8683.2009.00746.x>;

- Correia, C. & Neves, M. (2015). Governance challenges in emerging economies: Evidence from Brazilian firms. *Emerging Markets Review*. 25, 84-99;
- Cummins, M. A., & Weiss, M. A. (2014). The evolution of enterprise risk management at large US insurers. *Journal of Risk and Insurance*. 81(3), 489-526;
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, C. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*. 22, 20-47. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/259223?origin=crossref>;
- Dias, A., Neves, E., & Vieira, E. (2019). Determinants of Portuguese firms' financial performance: panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*. Disponível em <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJPPM-06-2018-0210/full/html>;
- Drucker, P. (1954). *The Practice of Management*. New York: Harper & Row. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/4165976>;
- Eccles, R. G., & Serafeim, G. (2013). The performance frontier: Innovating for a sustainable strategy. *Harvard Business Review*. 91(5), 50-60. Disponível em <https://hbr.org/2013/05/the-performance-frontier-innovating-for-a-sustainable-strategy>;
- Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*. 36(2), 90-100. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/10.2307/41165746>;
- Espenlaub, S., Stathopoulos, K., & Walker, M. (2005). The compensation of the UK executive: lots of carrots but are there any sticks?. *Competition & Change*. 9(1), 89-105. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/10.1179/102452905X38669>;
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R.M. (2011). Bank CEO incentives and the credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 99, 11-26;

- Farinha, J. (2003). Corporate Governance: A Survey of the Literature. *Social Science Research Network*. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=470801;
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/256667>;
- Firth, M., Fung, P. M. Y., & Rui, O. M. (2006). Corporate Performance and CEO Compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12, 693-714. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0929119905000489>;
- FRC (2014). UK corporate governance code, IN, Hogg, B. (ed.), London: The Financial Reporting Council Ltd. (FRC). Disponível em <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance/uk-corporate-governance-code>;
- Freeman, E., & Mcvea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/228320877_A_Stakeholder_Approach_to_Strategic_Management;
- Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*. Disponível em <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>;
- Global Reporting Initiative (GRI) (2013). G4 Sustainability Reporting Guidelines - Implementation Manual. Disponível em <https://respect.international/g4-sustainability-reporting-guidelines-implementation-manual/>;
- Grace, M. F., & Leverty, J. T. (2011). Property-casualty insurer risk management: A global analysis. *Journal of Risk and Insurance*, 78(1), 47-82;

- GRI. (2013). G4 Sustainability Reporting Guidelines. Disponível em <https://respect.international/g4-sustainability-reporting-guidelines-implementation-manual/>
- Gupta, B., & Sareen, M. (2019). The impact of board size on firm performance: Evidence from India. *Journal of Asia-Pacific Business*, 20(1), 42-61;
- Gupta, B., & Sareen, M. (2019). The impact of board size on firm performance: Evidence from India. *Journal of Asia-Pacific Business*, 20(1), 42-61;
- Halaoua, S., Hamdi, B., & Mejri, T. (2017). Earnings management to exceed thresholds in continental and Anglo-Saxon accounting models: The British and French cases. *Research in International Business and Finance*. 39, 513-529. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531916303063>;
- Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/3003320?origin=crossref>;
- Instituto Português de Corporate Governance (2023). Código de Governo das Sociedades. Disponível em <https://cam.cgov.pt/images/ficheiros/2023/cgs-revisao-de-2023-ebook.pdf>;
- International Federation of Accountants (IFAC) (2020). Enhancing Corporate Reporting: The Way Forward. Disponível em <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/contributing-global-economy/discussion/enhancing-corporate-reporting-way-forward>;
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X?via%3Dihub>;
- Jiang, C., Zhang, Q. & Tang, X. (2021). Board size, board composition and firm performance: A meta – analysis. *The British Accounting Review*. 53(1), 100870;
- John, K., Litov, L. & Yeung, B. (2008). Corporate Governance and Risk Taking. *Journal of Finance*, 63, 679-1728;

- Jones, T. M. (1991). Ethical decision making by individuals in organizations: An issue-contingent model. *Academy of Management Review*, 16(2), 366-395;
- KPMG International (2017). The road ahead: The KPMG survey of corporate responsibility reporting 2017. KPMG International Cooperative. Disponível em <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>;
- Kumar, R., Mahanty, C., & Mishra, B. (2020). Analyses the effects of COVID-19 outbreak on human sexual behaviour using ordinary least-squares based multivariate logistic regression. *Quality & Quantity*, 55, 1239-1259;
- La Porta (1999). Corporate Governance and firm performance. *Journal of Finance*;
- Lewis, P., Saunders, M., & Thornhill, A. (2019). Research Methods for Business Students, *ResearchGate*. 8(4), 128-172. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/330760964_Research_Methods_for_Business_Students_Chapter_4_Understanding_research_philosophy_and_approaches_to_theory_development;
- Li, L. & Zhang, M. (2015). Transparency in Corporate Governance: Concept, Measurement, and Implications. *Journal of Business Research*, 68(6), 1273-1280;
- Lipton, M & Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*. 48(1), 59-77. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/40687360>;
- MacHer, J. & Richman, B. (2008). Transaction Cost Economics: An Assessment of Empirical Research in the Social Sciences. *Cambridge University Press*. 10(1), pp. 1-63. Disponível em <https://www.cambridge.org/core/journals/business-and-politics/article/abs/transaction-cost-economics-an-assessment-of-empirical-research-in-the-social-sciences/F8A15284520F07A0421F5752EBB6C773>;
- Mishel, L., & Schieder, J. (2018). CEO Compensation Surge in 2017. Economic Policy Institute, 16, Washington, DC. Disponível em <https://www.epi.org/publication/ceo-compensation-surged-in-2017/>;

- Misiuda, M., & Lachmann, M. (2022). Investors' Perceptions of Sustainability Reporting – A Review of the Experimental Literature. *Sustainability*, 14, 16746. Disponível em <file:///wwg00m.rootdom.net/BFS-HOME/E400117R0511894/ICM/Downloads/sustainability-14-16746.pdf>;
- Monteiro, J. (2019). Rendibilidade bancária em Portugal e Espanha. Universidade Trás-os-Montes e Alto Douro. Repositório da UTAD. Disponível em <https://repositorio.utad.pt/handle/10348/9287>;
- Nações Unidas (2022). Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Produção e consumo responsáveis. Disponível em <https://www.un.org/es/>;
- Nelson, K. A., & Treviño, L. K. (2011). Managing business ethics: Straight talk about how to do it right. 5.ª edição. *John Wiley & Sons*;
- O'Brien, R. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, 41, 673–690. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s11135-006-9018-6>;
- OCDE (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>;
- OCDE (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. OCDE. Paris. Disponível em <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264259195-pt.pdf?expires=1691929020&id=id&accname=guest&checksum=431CE15A186AE855049FFA5FC7BA83D4>;
- Ofoegbu, O. C., & Uche, O. A. (2019). Audit committee effectiveness and financial reporting quality in Nigeria. *Managerial Auditing Journal*, 34(2), 151-177;
- Okura, M., Yamaguchi, S. (2016). Capital Structure of Non-life Insurance Firms in Japan. *Applied Economics and Finance*, Redfame publishing, 3(3), 45-49;
- Organização das Nações Unidas (ONU) (2021). Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas: um guia para o desenvolvimento sustentável. Disponível em <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>;

- Oliveira, H. M. S. (2015). A Estrutura Conceptual da Informação Financeira e o Governo das Sociedades: Análise da Relação entre as Características das Empresas Cotadas em Portugal e a Informação Divulgada. Espanha: Universidad de Vigo, Facultad de Ciencias Economicas y Empresariales. Tesis Doctoral. Disponível em <http://hdl.handle.net/10400.22/7970> e <https://doi.org/10.5281/zenodo.8001803>;
- Oliveira, M. (2021). Corporate Governance e Desempenho das Empresas de Seguros em Portugal. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Repositório Comum. Disponível em https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/19120/1/Mafalda_Oliveira_MFE_2021.pdf;
- Pfeffer, J., Reitz, J. & Salancik, G. (1979). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. *The Academy of Management Review*. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/257794?origin=crossref>;
- Porta, K., Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X00000659>;
- Rente, M. (2018). Análise da relação entre os mecanismos de Corporate Governance e o desempenho da Empresa – o caso do setor mobiliário português. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Repositório Aberto da Universidade do Porto. <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/117330/2/302088.pdf>;
- Rodriguez-Fernandez, M. (2015). Social Responsibility and Financial Performance: The role of good corporate performance. *Business Research Quarterly*, 19(2), 137-152. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2340943615000791>;
- Santos, A. (2021). A influência do Corporate Governance e da Corporate Social Responsibility na performance das empresas: uma análise ibérica. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra. Repositório Comum.

- Disponível em
https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/38798/1/Adriana_Santos.pdf;
- Spencer Stuart (2022). Spencer Stuart Board Index 2022. Disponível em [2023 Spain Spencer Stuart Board Index](#);
- Vaidya, P. (2019). Board Size and Firm Performance: A Study on BSE 100 Companies. *Journal of Management*. Disponível em http://iaeme.com/MasterAdmin/Journal_uploads/JOM/VOLUME_6_ISSUE_3/JOM_06_03_013.pdf;
- World Commission on Environment and Development (WCED) (1987). Our common future. *Oxford University Press*. Disponível em <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>;
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking and Finance*. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426614001344?via%3Dihb>.