

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

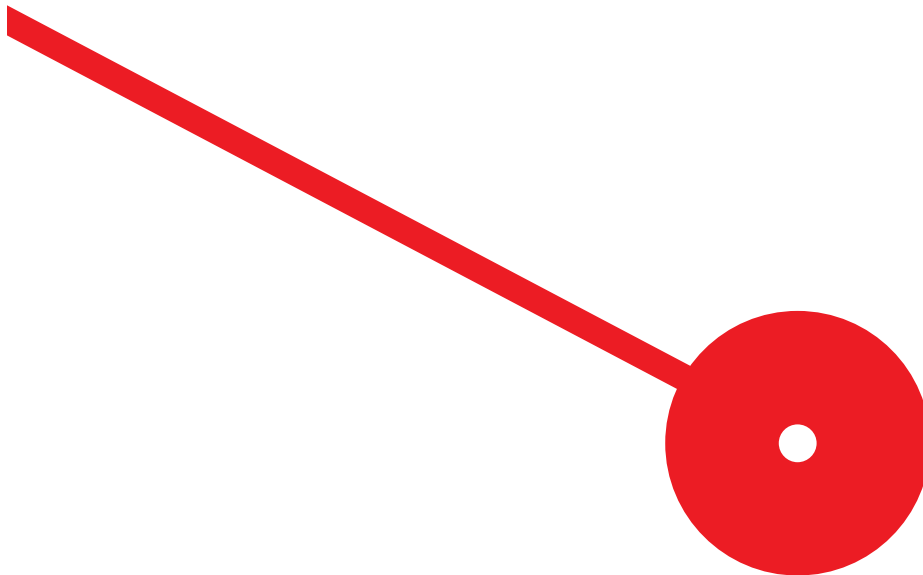
M

MESTRADO
FINANÇAS EMPRESARIAIS

Corporate Governance e Desempenho das Empresas de Seguros em Portugal

Mafalda Alexandra Borges Oliveira

10/2021

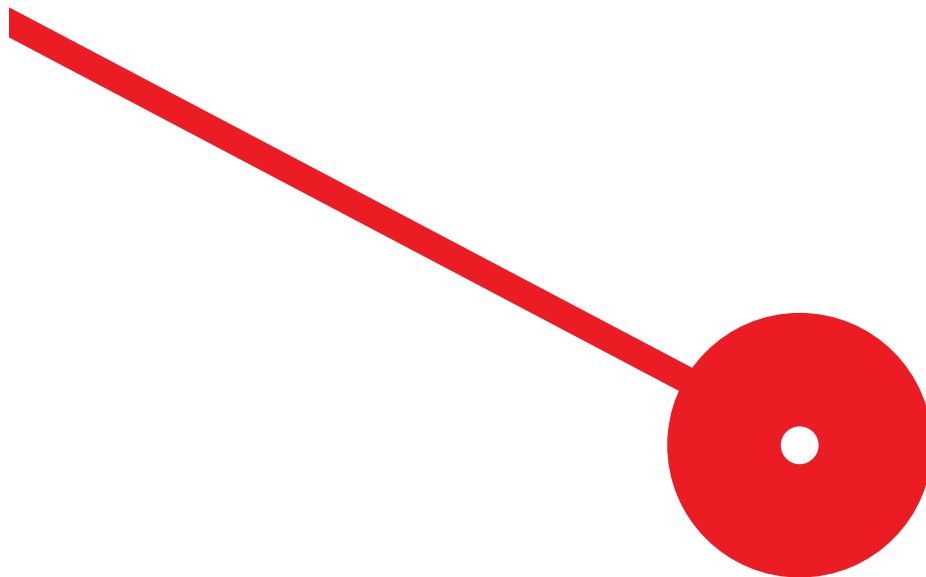




Corporate Governance e Desempenho das Empresas de Seguros em Portugal

Mafalda Alexandra Borges Oliveira

Dissertação de Mestrado
apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração
do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças
Empresariais, sob orientação do Doutor Carlos Filipe Magalhães
Bastos Mota



Resumo:

O tema do governo das sociedades e o desempenho empresarial tem sido amplamente discutido e analisado, mas os resultados sobre essa relação são mistos. Portanto, a principal questão abordada nesta dissertação é se existe uma relação entre os mecanismos internos de *Corporate Governance* e o desempenho das empresas de seguros em Portugal. Para isso foi utilizada uma amostra composta pelas 10 maiores empresas de seguros vida e não-vida, selecionadas pelo critério da produção total, no período de 2010 a 2019. A metodologia utilizada consistiu na estimação e análise de modelos de regressão múltipla de dados em painel com efeitos fixos, para verificar a influência das características do *Corporate Governance* no desempenho empresarial, medido por três indicadores: rentabilidade do ativo (ROA), rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e um rácio combinado que mede a rentabilidade operacional (RC). De acordo com as regressões PLS (*Panel Least Squares*), os resultados fornecem algumas evidências de uma relação entre as características do conselho de administração e dos mecanismos de governo e a performance das seguradoras. Os modelos indicam que o tamanho do conselho de administração e a separação das funções de CEO e Chairman estão positivamente relacionados com o desempenho. As conclusões mostram que um tempo de mandato mais longo dos administradores executivos agrava o desempenho medido pelo ROE e RC. Já o tempo de mandato mais longo para os não executivos parece impactar positivamente a rentabilidade do ativo (ROA). Uma remuneração variável maior dos administradores executivos relaciona-se positivamente com o desempenho da empresa, enquanto o peso do acionista no conselho de administração não mostrou qualquer relação. Por fim, a independência do conselho de administração e a mudança do auditor externo relacionam-se negativamente com o desempenho das empresas de seguros. Além disso, os efeitos da crise económica e financeira portuguesa (2010-2009) apenas impactou na rentabilidade operacional.

Palavras chave: Corporate Governance, Desempenho da Empresa, Seguros, Portugal.

Abstract:

The theme of Corporate Governance and business performance has been widely discussed and analyzed, but the results on this relationship are mixed. Therefore, the main issue addressed in this dissertation is whether there is a relationship between the internal mechanisms of corporate governance and the performance of companies. For this, a sample composed of the 10 largest life and non-life insurance companies, selected by the criterion of total production, in the period from 2010 to 2019. The methodology used consisted of estimating and analyzing multiple regression models of panel data with fixed effects, to verify the influence of Corporate Governance characteristics on business performance, measured by three indicators: return on assets (ROA), return on equity (ROE) and a combined ratio that measures operating profitability (RC). According to PLS (*Panel Least Squares*) regressions, the results provide some evidence of a relationship between the characteristics of the board of directors and governance mechanisms and the performance of insurers. The models indicate that board size and the separation of the roles of CEO and Chairman is positively related to performance. The findings show that a longer term of office of executive directors worsens the performance measured by ROE and RC. The longer term of office for non-executives seems to have a positive impact on asset profitability (ROA). A higher variable remuneration of executive directors relates positively to firm performance, while the weight of the shareholder in the board of directors was not related to performance. The independence of the board of directors and the auditing revealed a negative association with performance. Furthermore, the effects of the Portuguese economic and financial crisis (2010-2009) only impacted operating profitability.

Key words: Corporate Governance, Performance, Insurance, Portugal.

Agradecimentos

Esta dissertação é mais um culminar de um objetivo concluído.

O meu especial agradecimento ao Prof. Carlos Mota, pela sua orientação, disponibilidade e esclarecimentos que permitiram concluir com sucesso mais um capítulo da minha vida.

Agradeço a todos os meus amigos que se cruzaram comigo e me apoiaram nesta caminhada.

Aos meus pais e irmã, por todo o apoio e incentivo que tiveram durante o meu percurso académico. A vocês, um especial obrigada pela confiança que depositaram em mim e acreditarem sempre.

Lista de abreviaturas

APS - Associação Portuguesa de Seguros

ASF - Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

CG – *Corporate Governance*

CGS – Código Governo Sociedades

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS - Ordinary Least Squares

PLS - *Panel Least Squares*

RC – Rácio Combinado

ROA – Rentabilidade do Ativos

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – Rentabilidade dos Capitais Próprios

Índice geral

Capítulo I - Introdução	1
1 Introdução.....	2
Capítulo II – Revisão Literata	5
2 Revisão da Literatura.....	6
2.1 <i>Corporate Governance</i>	6
2.1.1 <i>Corporate Governance</i> em Portugal.....	7
2.1.2 <i>Corporate Governance</i> e o Desempenho das Empresas.....	9
2.1.3 Teorias de Governação Societária e Desenvolvimento das Hipóteses .	11
Capítulo III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	25
3 Metodologia de Investigação.....	26
3.1 Introdução.....	26
3.1.1 Seleção da amostra e dados	27
3.1.2 Caraterização e evolução do setor segurador em Portugal	28
3.2 Modelos.....	30
3.2.1 Variáveis explicativas	30
3.2.2 Variáveis de Desempenho	33
3.2.3 Variáveis de Controlo	35
3.2.4 Especificação dos Modelos de Regressão.....	36
Capítulo IV – ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	38
4 Análise dos Dados e Discussão dos Resultados	39
4.1 Estatísticas Descritivas	39
4.2 Apresentação e Interpretação dos Resultados	42
Capítulo V – CONCLUSÃO.....	52
Referências bibliográficas.....	58

Índice de Tabelas

Tabela 1- Amostra do estudo.....	27
Tabela 2 - Produção total e Peso da amostra	27
Tabela 3- Produção de Seguros e Custos com Sinistros em Portugal (milhões euros) ..	29
Tabela 4 – Variáveis de Corporate Governance	39
Tabela 5 - Estatísticas Descritivas Variáveis de Controlo.....	40
Tabela 6 - Estatísticas Descritivas Variáveis de Desempenho	40
Tabela 7 - Matriz Correlação.....	41
Tabela 8 - Teste Multicolineariedade	42
Tabela 9- Resultados dos modelos empíricos apenas para as variáveis de CG.....	43
Tabela 10 - Resultados dos modelos empíricos.....	45
Tabela 11 - Resultados modelos empíricos com a variável Crise Financeira	50

Índice de Figuras

Figura 1- Estrutura do Impacto da CG no Desempenho da Empresa.....	10
--	----

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

1 Introdução

Uma das principais preocupações dos estudos acerca da governação das sociedades tem sido identificar as boas práticas, que incluem segundo OCDE (1999) e OCDE (2004) um conselho de administração ativo, separação do presidente do conselho de administração e o CEO (Presidente da Comissão Executiva), e uma proporção maioritária de administradores não executivos, conduzindo a um melhor desempenho da empresa e a um sucesso sustentável a longo prazo (FRC, 2014). Em Portugal, o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG), correspondendo ao apelo de empresas nacionais e de uma vasta comunidade de interessados nas matérias de *Corporate Governance*, publicou em 2012, uma primeira versão do Código de Governo das Sociedades. Um novo texto surgiu posteriormente, como sucessor dos dois códigos então existentes: IPCG e CMVM. Situando-se, embora, num plano distinto do legal, o Código procura induzir nas sociedades práticas que se revelem conformes com as orientações que, no plano nacional e internacional, são reconhecidas como de bom governo societário. Estrutura-se e desenvolve-se em dois níveis distintos: o dos princípios, fixando uma base para a interpretação, e o das recomendações.

No entanto, é visível que a maioria das boas práticas de governação são projetadas principalmente para resolver conflitos entre os acionistas e a administração. Por outro lado, tal como argumentam Lipton e Lorsch (1992), o bom governo societário não melhora necessariamente o desempenho da empresa. Contudo, se uma empresa tiver uma fraca performance devido a erros de gestão ou uma estratégia falhada, as boas práticas de governação podem ajudar a lidar com o problema e melhorar o desempenho.

Em geral, a boa governação das sociedades permite um melhor acesso ao financiamento e reduz o custo do capital, aumentando a confiança dos investidores e credores numa empresa (Babu & P.Viswanatham, 2013), bem como a melhorar o desempenho e promover a divulgação da informação financeira nos relatórios financeiros. Vários estudos empíricos analisaram essa relação entre a governação empresarial e o desempenho da empresa, comparando arranjos de governo societário, como a composição do conselho de administração, a eficácia e remuneração do conselho de administração, com uma variedade de medidas de desempenho, contabilísticas e de mercado (Core, Holthausen e Larcker, 1999; Short e Keasey, 1999; Gompers, Ishii e Metrick, 2003; Huang, Hsiao e Lai, 2007; Anderson e Gupta, 2009; Andreou, Louca e Panayides, 2014).

O mercado segurador em Portugal é relativamente pequeno, mas competitivo e aparentemente eficiente. Constitui uma parte não despreciable da economia, oferecendo segurança aos segurados e transferindo o risco de perdas de uma entidade para outra em troca de prémios. A este respeito, a *Corporate Governance* pode ser considerada um fator importante para melhorar o desempenho, facilitando assim o crescimento das seguradoras, ao promover a responsabilidade, aumentar a transparência, melhorar a rentabilidade e, por fim, proteger os interesses dos *stakeholders* (Babu e P.Viswanatham, 2013). No entanto, como resultado das crises financeiras que Portugal atravessou, pode questionar-se a eficácia dos sistemas de *governance* existentes nas empresas de seguros. Portanto, é importante explorar os efeitos das crises na forma como os conselhos de administração geriram as empresas, e em que medida têm tido sucesso na melhoria do desempenho.

Embora tenham sido realizados vários estudos académicos sobre a governação das sociedades em Portugal em empresas não financeiras, há uma limitada investigação empírica sobre as práticas de *Corporate Governance* em entidades bancárias e de seguros.

Objetivos do Estudo

Este estudo visa analisar o impacto das práticas de *governance* sobre o desempenho das empresas seguradoras em Portugal. Concentra-se em empresas dos ramos vida e não vida, ou em empresas com ambos os ramos. O objetivo é utilizar não só os indicadores tradicionais de rentabilidade para analisar o desempenho, mas também um indicador combinado como medida de desempenho operacional, e observar se essa nova variável cria algum *insight*. O estudo visa ainda dar uma perspetiva sobre a eficácia das práticas de CG utilizadas durante e após a(s) crise(s). Em síntese, tentará responder às seguintes questões de investigação:

1. A governação das sociedades afeta o desempenho das seguradoras?
2. Quais as características de *Corporate Governance* que mais impactam o desempenho das empresas?
3. As crises alteram essa relação entre a *Corporate Governance* e o desempenho das empresas seguradoras?

Estrutura da dissertação

A dissertação, para além de um capítulo introdutório, organiza-se em quatro capítulos, conforme segue. O capítulo 2 procede à revisão de literatura existente, discutindo-se o estado da arte, quer na perspectiva duma abordagem teórica da *Corporate Governance*, quer na sistematização dos principais estudos empíricos que se debruçaram sobre o assunto. O capítulo 3 explica a metodologia utilizada no estudo, caracteriza a amostra e o instrumento de recolha de dados, discute como as variáveis são estimadas e termina com as estatísticas descritivas. No capítulo 4 são apresentados os principais resultados obtidos, sendo realizada a sua discussão e interpretação. Finalmente, no capítulo 5, são sintetizadas as principais conclusões retiradas do estudo, referindo-se as suas limitações e sugerindo novas áreas condutoras para futuras investigações.

CAPÍTULO II – REVISÃO LITERATURA

2 Revisão da Literatura

2.1 *Corporate Governance*

A *Corporate Governance* refere-se aos meios pelos quais as empresas são dirigidas e controladas, e o valor acionista é aprimorado por um conjunto de regras e procedimentos que definem como o conselho de administração, gestores, acionistas e outras partes interessadas se relacionam entre si, a fim de obter sucesso empresarial sustentável a longo prazo para essas empresas (Cadbury, 1992; FRC, 2014; Diacon e O'sullivan, 1995; OCDE, 2004; Boubakri, 2011).

Este termo surgiu pela primeira vez na década de 1930 para mitigar os conflitos de interesses entre acionistas/proprietários e administradores/gestores, devido à separação entre propriedade e controle, o que explica, de acordo com (Jensen e Meckling, 1976), por que a CG se tornou significativa. Após diversas pesquisas, os autores (Zahra e Pearce, 1989) referem que os conselhos de administração possuem um papel fundamental a desempenhar na redução dos problemas de agência. Por outro lado, apesar de ser essencial uma entidade possuir uma boa estrutura de *Corporate Governance* para atingir o sucesso, não garante um sucesso a longo prazo, visto que, esse sucesso depende de outros fatores que estão fora do controle dos administradores (OCDE, 2004; Njegomir e Tepavac, 2014).

Por outro lado, CG define o conjunto de organizações de autoridade e fiscalização, internos e externos de determinada empresa (Silva *et al.*, 2006). Estes autores defendem que o objetivo é garantir que a sociedade assegure e concretize atividades e ligações contratuais coesas para os propósitos que foi criada, eficaz e eficientemente, envolvendo todos os meios que colaborem para a determinação e vontade de uma empresa, conseguindo garantir as responsabilidades sociais a que estão subjacentes

Relativamente às origens do CG, estas estão diretamente ligadas a três grandes áreas do saber. A gestão, visto que se trata de um sistema de normas respeitantes ao padrão de gestão de uma empresa. A economia, dado que é influenciada pela estrutura económica de um país. E por último, o direito, sendo que se define num conjunto de regras com origem jurídica.

Existem três modelos opcionais de administração e fiscalização societária, tais como o modelo latino também dominado como modelo monista, o modelo anglo-saxónico e o

modelo dualista. O modelo anglo-saxónico é utilizado no Reino Unido, Canadá e os EUA, e as suas principais características são a dispersão do capital das sociedades e a delegação das responsabilidades de gestão. Neste modelo o Conselho de Administração, é o órgão principal e é composto por administradores independentes não executivos. O modelo monista é constituído pela Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único, sendo que a sua principal característica é a unificação no mesmo órgão de gestão. Por último, o modelo dualista caracteriza-se por deter uma inspiração continental e é composto pela Assembleia Geral, o Conselho Geral, o Conselho Executivo e o ROC.

O conceito de *Corporate Governance* ganhou maior importância à medida que as empresas experienciam escândalos financeiros, o que leva a questionar o comportamento dos gestores, e desta forma, houve a necessidade de estabelecer mecanismos para aumentar a transparência da gestão das empresas.

2.1.1 *Corporate Governance* em Portugal

A razão para a ampla conformidade com os princípios da OCDE (1999 e revistos em 2004) é devido às consequências das crises financeiras e dos escândalos empresariais ocorridos nos Estados Unidos e na Europa. O tratamento de questões relacionadas com o Governo das Sociedades em Portugal esteve relacionado com a evolução do direito das sociedades que trouxe indicações importantes sobre o tema e o direito dos valores mobiliários que se mostrou sensível à problemática de âmbito internacional (Câmara, 2001). Em Portugal, prevalece o modelo monista, composto apenas pelo órgão de administração.

As principais normas legais que regem o governo das sociedades em Portugal estão compreendidas no CSC, aprovado pelo Decreto-Lei nº262/86, de 2 de novembro e CVM (Código dos Valores Mobiliários), aprovado pelo Decreto-Lei nº486/99, de 13 de novembro.

O CSC entrou em vigor em 1986 e consta diversas informações relacionadas com a direção e o controlo das sociedades, o exercício do direito de voto, direção e as funções que a administração exerce e os órgãos de fiscalização nas sociedades portuguesas.

O CVM entrou em vigor em 2000 e, de acordo com (Silva, *et al.*, 2006), surgiu para corrigir falhas de regulamentação.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, desde 1999, vincula e controla as empresas cotadas e tem vindo a emitir um conjunto de recomendações sobre o Governo das Sociedades em Portugal, onde se encontra a ser alvo de reestruturação e adaptação. A CMVM define “Governo das Sociedades como o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades cotadas”. Segundo Silva, *et al.* (2006), estas recomendações foram essenciais para garantir uma evolução positiva nos sistemas de CG nas empresas portuguesas.

Com a crescente consciencialização da importância do Governo das Sociedades em Portugal, surgiu em 2004 o IPCG com o objetivo de apoiar as empresas portuguesas no seu sistema de CG. Em 2006, o Instituto Português de *Corporate Governance* apresentou o Livro Branco sobre o Governo das Sociedades em Portugal a fim de criar um enquadramento internacional e nacional desta matéria e de sugerir noventa e seis Recomendações de Governo das Sociedades.

Em 2013, surgiu o Código de Governo das Sociedades do IPCG, que definiu pela primeira vez, que as sociedades comerciais passam a contar com um Código de Governo Societário preparado pela sociedade civil e se apresenta como uma alternativa ao CGS da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Desta forma, após as alterações realizadas no artigo 2.º do Regulamento n.º 4/2013 da CMVM, em 2014, as empresas cotadas passam a poder escolher o Código de Governo das Sociedades que melhor se ajuste às características do seu negócio, sendo o Código do IPCG apresentado como alternativa ao Código da CMVM.

Mais tarde, em 2017, a CMVM e IPCG após um longo período de trabalho, celebraram um protocolo que estabelece os princípios de cooperação no que respeita ao novo código de Governo das Sociedades, que entrou em vigor a partir do exercício de 2018. Este protocolo assinalou a transição das matérias de governo societário para um modelo de autorregulação.

Com a entrada em vigor do novo Código de Governo das Sociedades, o CGS da CMVM (2013) foi revogado, não podendo mais ser utilizado como referência para o reporte de práticas governamentais para os exercícios iniciados a partir de 1 de janeiro de 2018. Esta

transição para um sistema de autorregulação visou a ter melhores práticas internacionais, mecanismos de monitorização, novas recomendações de diversas matérias com o objetivo de combater sobreposições ou incoerências com a lei. Para além disso, o IPCG e a CMVM, procedem a uma revisão do CGS de dois em dois anos com o objetivo de rever a dinâmica jurídica e internacional da evolução das melhores práticas de governo societário. Por exemplo, em 2020 o código foi revisto para atender às últimas tendências internacionais de CG e foi introduzida uma nova recomendação sobre sustentabilidade, que invoca a noção de promover o êxito a longo prazo das sociedades.

2.1.2 *Corporate Governance* e o Desempenho das Empresas

Vários estudos empíricos investigaram a relação entre arranjos específicos de *governance* das empresas, como remuneração e propriedade do conselho de administração, e várias métricas de desempenho, calculadas numa base contabilística ou de mercado (Agrawal e Knoeber, 1996; Demsetz e Villalonga, 2001; Orlitzky, Schmidt e Rynes, 2003; Jackson e Moerke, 2005; Thomsen, Pedersen e Kvist, 2006). Após diversos autores como Diacon e O'sullivan (1995); Andreou, Louca e Panayides (2014); Daily e Dalton (1998); Core, Holthausen e Larcker (1999); Gompers, Ishii e Metrick (2003); Kiel e Nicholson (2003); Klapper e Love (2004); Black, Jang e Kim (2006); Bhagat e Bolton (2008); Dahya, Dimitrov e McConnell (2008); Anderson e Gupta (2009); Sami, Wang e Zhou (2011); Guo e Kga (2012); Peni e Vähämaa (2012); Munisi e Randøy (2013), concluíram que as empresas que possuem uma boa administração estão normalmente associadas a um melhor desempenho empresarial. Por exemplo, os autores Klapper e Love (2004) verificaram que uma boa governação empresarial se encontra positivamente relacionada ao desempenho operacional e que essa relação se torna mais forte em países com sistemas jurídicos mais fracos. Bhagat e Bolton (2008) também descobriram que o índice de CG, a separação entre CEO e Presidente têm impacto positivo significativo no desempenho operacional nos Estados Unidos entre 1990 e 2004. No contexto do Reino Unido, Diacon e O'sullivan (1995) analisaram o impacto de uma variedade de modelos de *governance* sobre o desempenho das empresas de seguros de vida e não vida no Reino Unido e descobriram que o seu impacto no desempenho era complexo, não linear e dependente da natureza dos negócios realizados.

No entanto, a relação entre o desempenho das empresas e a sua governação não teve tanta relevância durante os períodos financeiros mais difíceis, como a crise financeira global de 2007-2009 (Erkens, Hung e Matos, 2012; Ressas e Hussainey, 2014). Desta forma,

existe um número muito reduzido de investigações durante esse período (Erkens, Hung e Matos, 2012; Aebi, Sabato e Schmid, 2012; Peni e Vähämaa, 2012; Gupta, Krishnamurti e Tourani-Rad, 2013; Van Essen, Engelen e Carney, 2013). Por exemplo, Erkens, Hung e Matos (2012) investigaram uma amostra de instituições financeiras em 30 países, a respeito da influência de dois arranjos de *Corporate Governance*, administradores independentes e fortes acionistas, no desempenho da empresa, como os conselheiros independentes e os acionistas. Constataram que o fraco desempenho foi manifestado pela maioria das empresas durante o período de crise se tivessem acionistas institucionais e mais *outsiders* independentes, levando a uma maior tomada de risco por parte dos gestores. No entanto, Aebi, Sabato e Schmid (2012) focaram-se mais na gestão do risco e analisaram a sua associação com o desempenho dos bancos durante a crise financeira, e os resultados não indicaram uma associação entre estruturas padrão de CG e o desempenho dos bancos. Por outro lado, Peni e Vähämaa (2012) revelaram resultados mistos no setor bancário dos EUA, no qual a CG apresentou uma relação positiva com a rentabilidade, enquanto um efeito negativo foi encontrado entre a boa governação e o desempenho das ações no meio da crise.

Desta forma, é apresentado a estrutura do impacto da *Corporate Governance* no Desempenho da Empresa:

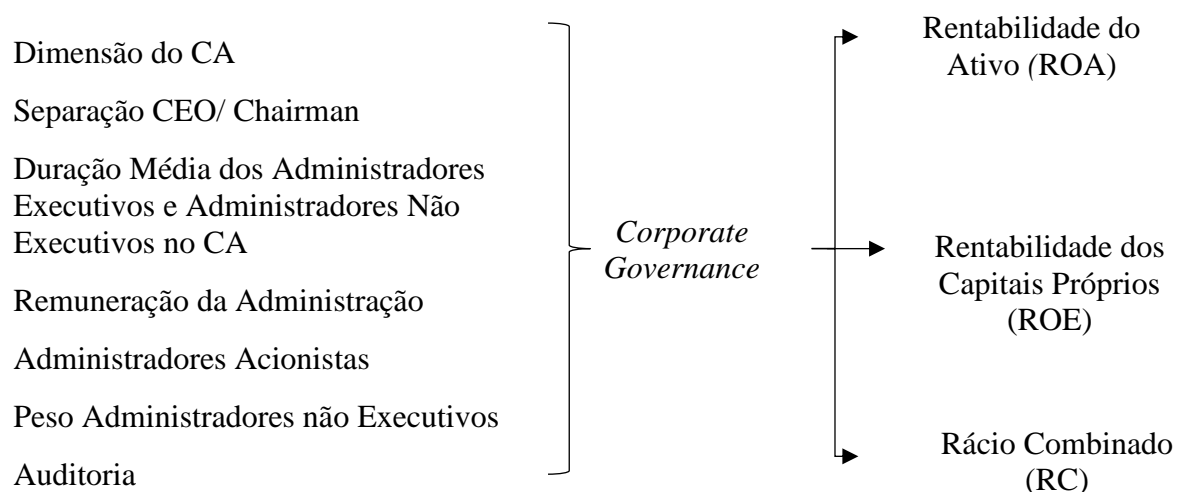


Figura 1- Estrutura do Impacto da CG no Desempenho da Empresa

Elaboração: Fonte Própria

2.1.3 Teorias de Governação Societária e Desenvolvimento das Hipóteses

O objetivo deste tópico é enunciar as hipóteses de investigação, suportando-as nas teorias mais relevantes para a CG. Existem diversas teorias para esclarecer o significado da *Corporate Governance* (Mallin, 2012). As teorias da agência (Jensen e Meckling, 1976), da dependência de recursos (Pfeffer e Salancik, 1978), das partes interessadas, do custo de transação e a teoria da mordomia (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997), foram as primeiras a procurar explicar o verdadeiro significado de CG. Posteriormente, foram desenvolvidas novas teses, tais como a teoria de hegemonia de classe, do poder da gestão a teoria institucional, a teoria política e a teoria de governação de redes (Mallin, 2012).

A teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), parte da separação entre propriedade e controlo, para afirmar que o acionista ou o proprietário da empresa, contrata os agentes, isto é, os gestores executivos para operar a empresa no melhor sentido e, assim, proteger os direitos de propriedade dos acionistas. Por outro lado, refere também que os gestores podem ter interesses próprios e tomar decisões contra os interesses dos acionistas ou proprietários (Clark, 2004; Jensen e Meckling, 1976; Ross, 1973; Padilla, 2002; Abdullah e Valentine, 2009). Desta forma, a teoria de Agência pode ser utilizada para estudar a relação existente entre a estrutura de uma empresa e a sua gestão. Contudo, caso exista separação entre os gestores e acionistas, a teoria de Agência pode ser utilizada para alinhar os objetivos da equipa de gestão com os dos proprietários da empresa (Abdullah e Valentine, 2009). Deste modo, Deegan (2004) e Mallin (2004) consideram que o CG é um mecanismo em que o conselho de administração da empresa deve minimizar os problemas dos acionistas, o que leva à redução dos custos de agência e a uma maximização do valor da empresa. O desvio nos objetivos dos proprietários e dos agentes corporativos, resulta numa fraca governação e incapacidade dos acionistas minoritários para controlarem as atividades dos gestores (Diacon & O'sullivan, 1995; Dharwadkar, George & Brandes, 2000).

A teoria da dependência de recursos concentra-se no papel que o conselho de administração desempenha, através das suas ligações com o ambiente externo, para garantir o acesso aos recursos essenciais para a empresa atingir o sucesso (Pfeffer e Salancik, 1978; Johnson, Daily Ellstrand, 1996; Hillman, Canella e Paetzold, 2000). Deste modo, os gestores podem ser classificados em quatro grupos, tais como *insiders*, especialistas de negócios, especialistas em suporte e pessoas influentes na comunidade.

De seguida, são desenvolvidas as hipóteses de partida deste estudo.

- **Dimensão do Conselho de Administração**

Um dos fatores mais importantes na *Corporate Governance* para minimizar os problemas de agência existentes é o conselho de administração (Marnet, 2005). Ben-Amar *et al.* (2006) consideram a dimensão como um fator determinante nas práticas do governo societário, dado que as grandes empresas possuem recursos suficientes para a preparação de informação com qualidade. Esse tamanho do CA é medido pelo número de membros que compõem o órgão. De acordo com Yermack (1996), um CA com uma maior quantidade de membros pode significar para a empresa uma maior capacidade de monitorização das atividades dos gestores. Porém, os benefícios do aumento do nível de monitorização são acompanhados de custos adicionais relativos a uma tomada de decisão mais lenta, e análises mais benevolentes sobre o desempenho empresarial e os riscos assumidos nas operações da empresa. Yermack (1996) cujo trabalho foi de grande importância na área, refere que fatores como o tamanho da empresa e o setor em que opera podem explicar a dimensão do CA. Segundo o autor as empresas maiores são mais propensas a apresentar conselhos maiores, ocorrendo o mesmo para as empresas mais diversificadas e empresas com elevado endividamento (Coles *et al.*, 2008).

Já Cheng (2008) associa os CA maiores a uma menor variabilidade do desempenho, argumentando que quanto maior o tamanho do CA, menos este estará propenso a tomar decisões consideradas extremas. Ao mesmo tempo, um CA com maior número de membros exigiria mais esforços para se chegar a um consenso, sendo que a decisão final refletiria o compromisso dos membros com os interesses dos acionistas. Cheng (2008) refere ainda que o crescimento do número de membros do CA torna a tomada de decisão mais lenta e menos eficiente em razão de ser mais difícil realizar reuniões com a presença destes e de se chegar a um consenso sobre as decisões a tomar.

Os estudos de Huang *et al.* (2011) e Andreou, Louca e Panayides (2014) confirmam esta perspectiva de que existe um efeito negativo entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho da empresa. Coles *et al.* (2008) argumentam que um CA com um número de membros reduzido são mais coesos, mais produtivos e podem monitorizar as atividades empresariais de forma mais eficaz. Para Coles *et al.* (2008) há um número ótimo de membros que devem fazer parte do Conselho de Administração de uma empresa. Esse número dependerá das características da empresa (natureza das operações, nível de

endividamento e setores de atividade). Também Dedu e Chitan (2013) concluem que um conselho de administração constituído por menos pessoas possibilita tomar decisões com mais facilidade e rapidez, enquanto uma maior dimensão pode levar a mais conflitos, menos controlo e a um processo mais longo na tomada de decisões. O ato de manter o CA com poucos membros pode melhorar o desempenho empresarial também foi referido por Jensen (1993). No entanto, Saravanan (2012) destacou a forte correlação positiva entre o valor da empresa e a dimensão do conselho de administração, visto que, os grandes conselhos podem desempenhar um papel importante na supervisão, pois é improvável que sejam dominados pela equipa da gestão executiva (Hussainey & Al - Najjar, 2012).

Outras investigações (por exemplo, Connelly e Limpaphayom, 2004; Wintoki, Linck e Netter, 2012; Andreou, Louca e Panayides, 2014) não encontraram uma relação significativa entre a dimensão do conselho de administração e desempenho da empresa.

Observa-se assim, que não há um consenso sobre uma influência do tamanho do CA no desempenho empresarial, uma vez que são referidos aspetos benéficos e prejudiciais ao desempenho advindos da maior dimensão do CA.

Suportada nas teorias da dependência de recursos e da agência, formula-se a primeira hipótese:

H1: Há uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho da empresa.

- **Dualidade do CEO/Chairman**

A dualidade ocorre quando as funções de CEO e de presidente do conselho (*Chairman*) são exercidas e representadas pela mesma pessoa. Brickley *et al.* (1997) denominam estrutura de liderança unitária quando o CEO ocupa também o cargo de *Chairman* e estrutura de liderança dupla quando ocorre a separação entre as duas funções. Neste caso, o papel do CEO é coordenar as atividades da empresa, e a principal função do presidente do Conselho de Administração é projetar a imagem da empresa para o exterior.

Diante das funções estabelecidas para o CEO e o *Chairman*, Harrison *et al.* (1988) afirmam que a função de *Chairman* foi concebida como sendo relativamente menos poderosa e mais cerimonial e simbólica que a função de CEO. Não obstante, o presidente de uma empresa tem diversas funções, tais como dirigir as reuniões da administração e

supervisionar o processo de contratação, demissão, avaliação e compensação da equipa executiva, incluindo o CEO (Jensen, 1993). Fica assim evidente o conflito de interesses quando uma mesma pessoa executa simultaneamente as duas funções, argumentando que isso leva ao comprometimento da função de monitoração exercida pelo conselho de administração. Neste caso, o CEO pode utilizar o seu maior poder e influência para orientar a empresa em direção aos seus interesses, sacrificando os acionistas e gerando mais custos de agência (Donaldson, 1991).

Ao contrário da teoria da agência, que destaca a tendência do agente para maximizar a sua utilidade pessoal ao invés de maximizar a riqueza do principal (acionistas), algumas teorias concorrentes argumentam que pode haver outros fatores motivacionais no comportamento dos executivos, tal como a sua satisfação pessoal e reconhecimento profissional ao invés do aumento da sua riqueza, que surgiria como consequência de obterem um bom desempenho nas suas funções. Donaldson e Davis (1991) exemplificam que, ao sentir que parte da sua riqueza futura (composta pela compensação futura e plano de reforma) está ligada à riqueza dos seus empregadores, o executivo percebe o alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas. Esta é a ideia principal da teoria da mordomia, onde o executivo tende a agir em prol da maximização da riqueza dos acionistas.

Conforme a teoria da mordomia, o desempenho do CEO está relacionado com a adoção de uma adequada estrutura organizacional que o ajude a alcançar os objetivos pretendidos para maximizar a riqueza dos acionistas. Tal estrutura deve permitir ao CEO uma elevada capacidade de gestão, que será utilizada na aplicabilidade das suas estratégias empresariais. Por esta razão, o facto de o CEO ocupar também a presidência do Conselho de Administração (*Chairman*) delega nele uma autoridade maior, possibilitando a implementação mais eficaz dos projetos que gerem elevada rentabilidade para a empresa (Donaldson & Davis, 1991).

Contrastando com a ideia da teoria da mordomia, o estudo da remuneração executiva sob a abordagem do poder de gestão (Bebchuk & Fried, 2003) parte do pressuposto de que a formulação do contrato de remuneração não é independente, ou seja, os agentes económicos responsáveis pela formulação do contrato podem ter relação entre si. Nesta abordagem é assumido que os administradores utilizarão o seu poder de gestão para extrair rendimentos da empresa tanto quanto possível, num montante que não estaria condizente com a sua remuneração caso a formulação do contrato de compensação se

desse entre partes independentes. Um conselho de administração mais independente e mais ativo pode restringir as remunerações consideradas excessivas. De acordo com esta abordagem, o poder de gestão obtido pela ocupação simultânea dos cargos de CEO e *Chairman* possibilita extrair mais rendimento da empresa, reduzindo a riqueza dos acionistas e consequentemente o desempenho e valor de mercado da empresa (Bebchuk & Fried, 2003).

Brickley *et al.* (1997) sistematizam os principais custos e benefícios atribuídos à dualidade do CEO. Se por um lado a separação de funções ajuda a controlar e exercer uma maior monitorização sobre o comportamento do CEO, são criados custos de agência relativos à monitorização do comportamento do indivíduo indicado como *Chairman*, onde o poder que lhe é atribuído permite que possa extrair mais rendimento da empresa utilizando a sua influência. Outro custo associado à separação dos cargos é atribuído à escolha do *Chairman*, onde os acionistas devem investigar o seu histórico na execução das obrigações e as suas preferências pela tomada de risco e escolha de investimentos. O facto de o candidato a *Chairman* possuir ou não participação relevante na empresa também pode influir no desempenho das atividades e no esforço despendido. Além disso, as estruturas de liderança duais também apresentam a desvantagem de aumentar os custos de transferência de informação e a qualidade desta. O *Chairman* necessita de informações específicas das atividades da empresa para desempenhar as suas funções de maneira eficiente, que pode tornar-se custosa e/ou incompleta. Uma estrutura de liderança unitária (dualidade do CEO) eliminaria este problema por concentrar as informações num só indivíduo. Brickley *et al.* (1997) citam ainda outros custos associados à separação de cargos, dentre os quais o surgimento de rivalidades entre os ocupantes das duas funções, e a dificuldade na atribuição de responsabilidades quando há fraco desempenho. Os custos e benefícios associados à existência da dualidade entre o CEO/*Chairman* e suas possíveis consequências sobre o desempenho das empresas acima expostos, mostram a complexidade do tema e a incerteza quanto aos resultados esperados, visto que as várias teorias permitem esperar relações positivas ou negativas entre a dualidade e o desempenho.

Uma perspetiva diferente decorre das recomendações do Comité da Cadbury que sugere a separação de responsabilidades para garantir um equilíbrio de poder e autoridade (Cadbury, 1992; FRC, 2014). Vários estudos apontam que a separação melhora a performance (Bhagat e Bolton, 2008; Andreou, Louca e Panayides, 2014). Fama e Jensen,

(1983) e Gul e Leung, (2004) argumentam que, caso contrário, o conselho de administração pode não ser capaz de supervisionar as atividades de gestão de forma independente e eficiente, quando o próprio conselho é controlado pelo CEO. No entanto, não há evidências suficientes com base nos estudos empíricos para apoiar a posição da Cadbury de que a dualidade é prejudicial ou indesejável, uma vez que os resultados são mistos. Este estudo opta pela perspectiva que sugere impactos favoráveis sobre o desempenho decorrentes da separação de funções entre o presidente do conselho e o CEO. Desta forma, enuncia-se a seguinte hipótese:

H2: Há uma relação positiva entre a separação de funções CEO/*Chairman* e o desempenho da empresa.

- **Tempo de Exercício do Conselho de Administração**

De acordo com Huang *et al.* (2011), a duração do mandato corresponde ao número de anos que os administradores permanecem no conselho de administração. Vafeas (2003) afirma que os administradores com um maior número de anos de mandato estão associados ao facto de possuírem mais experiência e compromisso com a empresa, o que os leva a um melhor desempenho. Outros estudos sublinham que existe uma relação positiva entre o número de anos de mandato no conselho de administração e o desempenho da empresa (por exemplo, Dulewicz e Herbert, 2004). No entanto, Mason e Wallace (1987) argumentaram que um longo mandato pode tornar os administradores complacentes com as suas funções, e assim, resultar num mau desempenho.

De acordo com a teoria da agência, uma permanência mais longa no conselho de administração reduz a independência do conselho à medida que a objetividade no processo de tomada de decisões diminui com o tempo, o que afeta negativamente o desempenho da empresa. (Huang *et al.*, 2011). Neste sentido, Marnet (2011) argumenta que a eleição de administradores deveria ser estritamente limitada no tempo, sem possibilidade de renovação ou subsequente reeleição, o que apoiaria ainda mais a emergência de uma visão independente no CA. Desta forma, Marnet (2011) alega que a eleição dos administradores devia ser limitada à duração do mandato, sem possibilidade de renovação ou reeleição. Por outro lado, O'sullivan e Wong (1999) argumentam que os administradores não executivos se tornam menos eficazes se continuam no mesmo CA durante muito tempo.

Com base na teoria da agência, formula-se a terceira e quarta hipóteses:

H3: Há uma relação negativa entre o tempo de exercício dos administradores executivos e o desempenho da empresa.

H4: Há uma relação negativa entre o tempo de exercício dos administradores não executivos e o desempenho da empresa.

- **Remuneração do Conselho de Administração**

A remuneração do conselho de administração tem vindo a ser uma peça fundamental no governo das sociedades, uma vez que, permite alinhar os interesses dos acionistas e dos administradores executivos, reduzindo assim os custos de agência. Isto é, a remuneração da gestão desempenha um papel crucial na mitigação de custos de agência (Florackis, Ozkan e Kostakis 2009).

Neste sentido, Jensen (1993) e John e Senbet (1998) argumentam que os membros do CA devem ser remunerados de forma a motivá-los a servir os interesses dos acionistas. Os contratos de remuneração para os administradores devem conter uma variedade de elementos, tais como um salário base, benefícios e bónus relacionados com o desempenho, com o objetivo de proporcionar incentivos financeiros para agirem no interesse dos proprietários (FRC, 2014). Deste modo, a compensação dos administradores com base no desempenho corresponde a um mecanismo de motivação.

Os estudos empíricos sobre os contratos de incentivos em geral confirmam que existe uma relação positiva entre o desempenho e a remuneração e, portanto, descartam a hipótese de separação total entre o controlo e a propriedade. Jensen e Murphy (1990), em consistência com a visão anterior, mostraram que existe uma relação estatisticamente forte entre o desempenho empresarial e a remuneração da gestão. Chen (2003) evidenciou a forte associação entre os bónus anuais em ações e o desempenho presente da empresa, mas não observou o mesmo com o desempenho futuro.

Dentro da evidência empírica, o aumento da remuneração com o tamanho da empresa é considerado o elemento mais consistente como determinante da remuneração do CEO (Jensen e Murphy, 1990). O nível de remuneração dos administradores e o uso de várias formas de remuneração baseadas no desempenho aumentam com as perspetivas de crescimento da empresa e são mais baixas em setores regulamentados (Yermack, 1996).

Main, Bruce e Buck (1996) estudaram a remuneração dos CA na Grã-Bretanha e encontraram uma forte relação entre a remuneração dos administradores e o desempenho das empresas. Outros, como Ezzamel e Watson (1997) não encontraram essa relação.

Conyon e Leech (1994) estudaram a previsão da teoria da agência de que a remuneração do CEO está positivamente ligada ao desempenho empresarial. Testaram as grandes empresas cotadas em Inglaterra, tendo encontrado uma relação positiva estatisticamente significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa.

Stathopoulos, Espenlaub e Walker (2005) estudaram a composição da remuneração dos administradores executivos. Os resultados mostraram que as empresas com bom desempenho estão associadas à remuneração dos executivos, enquanto as empresas com pior desempenho apresentaram um vínculo fraco com a remuneração dos executivos. Gregg, Jewell e Tonks (2005) estudaram a mesma relação para uma amostra de grandes empresas do Reino Unido, tendo concluído que a ligação entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa era fraca.

Crespi-Clader e Gispert (2003) analisaram a relação entre desempenho e remuneração do CA nas grandes empresas espanholas cotadas e os resultados mostraram que essa relação é positiva. Firth *et al* (2006) estudaram se o desempenho da empresa tem um impacto sobre a remuneração do CEO nas empresas chinesas. Os resultados mostram que há uma relação positiva entre a remuneração e o desempenho do CEO quando medido pela rentabilidade dos ativos (ROA). Quando há bons resultados operacionais, as empresas recompensam os seus CEO com remunerações mais elevadas. Kato e Long (2005) para o mesmo mercado forneceram evidências sobre uma relação positiva significativa entre a remuneração dos executivos e o crescimento das vendas.

Consequentemente, a hipótese seguinte, formulada em consonância com a teoria da agência, expressa-se assim:

H5: Há uma relação positiva entre a remuneração dos administradores e o desempenho da empresa.

- **Peso Acionista no Conselho de Administração**

A participação dos acionistas no CA pode ser vista como um mecanismo de incentivo que tem a perspectiva de alinhar os interesses dos acionistas com os dos gestores. Os gestores

comportar-se-ão de maneira diferente quando possuírem parcelas significativas da empresa. Nesse caso, gestores, acionistas e toda a empresa têm interesses semelhantes (Gugler, 2008). Tomando como base de partida a hipótese da convergência de interesses, Jensen e Meckling (1976) sugerem que a relação entre o desempenho da empresa e a gestão detentora de propriedade é positiva e linear. O peso acionista dos administradores é visto como um dos importantes mecanismos internos de CG que sugere a possível solução dos problemas de agência. Existem duas proposições teóricas opostas: entrenchamento e convergência de interesses.

A teoria da agência sugere que a propriedade de ações pela gestão ajuda a reduzir os conflitos de interesse que existem entre acionistas e gestores (por exemplo, Jensen e Meckling, 1976; Fama, 1980; Jensen, 1993). Este modelo de convergência de interesses sustenta que, à medida que aumenta o peso acionista entre os administradores, os seus interesses e os dos acionistas tornam-se mais alinhados e o incentivo para comportamentos oportunistas diminui. Isso ocorre porque quanto maior a sua participação acionista, mais caro lhes fica se a maximização da riqueza dos acionistas for prejudicada. Consequentemente, há incentivos para que os administradores que possuam um grande número de ações sejam ativos na monitorização, o que poderia diminuir os custos de agência e melhorar o desempenho financeiro da empresa.

No entanto, outra vertente da literatura teórica sugere o entrenchamento dos gestores acionistas como uma hipótese alternativa à convergência de interesses (por exemplo, Morck et al., 1988; McConnell e Servaes, 1990; Short e Keasey, 1999). A hipótese de entrenchamento propõe que a disciplina de mercado poderia auxiliar no alinhamento dos interesses dos acionistas com os dos gestores quando o peso das ações dos administradores é baixo. Alega que com elevados níveis de participação acionista, os gestores podem ter poder de voto suficiente para se protegerem contra as forças disciplinadoras, preferindo objetivos não maximizadores de riqueza. Isso ocorre porque os benefícios privados na forma de gratificações, como emprego garantido com um salário atraente, são maiores do que a utilidade que obterão ao optar por projetos ótimos que aumentarão a riqueza de todos os acionistas. Isso resulta no entrenchamento do administrador, que os restantes acionistas são incapazes de substituir ou influenciar, mesmo em face de desempenho insuficiente ou mau comportamento. Nesse caso, espera-se que a relação gestor-acionista versus desempenho seja negativa.

Denis *et al.* (1997) argumentam que os gestores acionistas reduzem a probabilidade de os sistemas de controlo interno serem capazes de exercer a disciplina na gestão. A literatura teórica também sugere que a combinação da hipótese de convergência de interesses com a hipótese de entrincheiramento dá origem a uma relação não linear entre a participação acionista na gestão e o desempenho (por exemplo, Morck *et al.*, 1988; McConnell e Servaes, 1990). Significa que em níveis baixos de participação acionista dos gestores, o alinhamento de interesses pode ajudar a aumentar o desempenho da empresa. No entanto, em elevados níveis de participação acionista dos gestores, o entrincheiramento diminui o valor da empresa.

Uma série de estudos empíricos tentaram verificar os argumentos teóricos analisando o papel dos gestores acionistas na tomada de decisões da empresa. A evidência do papel positivo de que os gestores acionistas podem desempenhar nas decisões de investimento é mostrada nos trabalhos de Agrawal e Mandelker (1987), Denis *et al.* (1997), Fenn e Liang (2001) ou Bhagat e Bolton (2008). Os autores concluem que os seus resultados apoiam as teorias apresentadas por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). Jensen *et al.* (1992) e Denis e Sarin (1999) descobriram que níveis mais elevados de participação acionista entre os gestores levam a níveis mais baixos de independência do CA, menores pagamentos de dividendos aos acionistas e menos dependência dos mercados de capitais para as necessidades de financiamento.

Vários estudos tentaram analisar a relação direta que pode existir entre as participações acionistas dos gestores e o valor da empresa. Tanto Faccio e Lasfer (1999) quanto Short e Keasey (1999) encontram evidências de uma relação cúbica, o que é consistente com os resultados de Davies *et al.* (2004) que observaram uma relação fortemente não linear. Além disso, Vafeas e Theodorou (1998) e Weir *et al.* (2002) encontraram evidências mistas sobre a relação entre participações dos gestores e o valor da empresa.

Outros estudos (Hermalin e Weisbach 1991, Short e Keasey, 1999 e Lau, 2004) analisaram a relação entre a participação acionista dos gestores e desempenho da empresa. Com base no entrincheiramento da gestão, o estudo de Hermalin e Weisbach (1991) sugere uma relação não linear entre a participação acionista dos gestores e o desempenho da empresa. Outros trabalhos referem que as alterações na participação acionista pelos gestores, não teriam impacto no desempenho da empresa (Demsetz e Lehn, Himmelberg, Hubbard e Palia, 1999). Hutchinson, Gul e Leung (2005) analisam o entrincheiramento dos administradores com participação acionista e os problemas de *governance*. Os seus

resultados confirmam a perspectiva da convergência de interesses de que os CA são motivados e incentivados a monitorizar eficazmente os resultados da empresa sempre que tiverem uma participação nos resultados. Além disso, mostram que, à medida que o peso acionista aumenta e o CA se fortalece, os custos da agência aumentam.

Na teoria da agência, os gestores tendem a desviar-se da maximização da riqueza do acionista através do excesso de regalias quando não têm participação acionista na empresa. Consequentemente, uma maior participação acionista de *insider* alinha os interesses da gestão com os interesses dos acionistas. Nesta perspectiva Core e Larcker (1999) analisaram empresas americanas que tinham adotado planos de atribuição de ações aos executivos. Verificaram que o desempenho das empresas foi maior depois da adoção dos planos atribuição de ações. Concluíram que o aumento da participação acionista dos gestores resulta na melhoria do desempenho da empresa.

Por outro lado, Randoy, Down e Jenssen (2003) não encontraram qualquer relação significativa entre o nível de participação acionista dos administradores e a rentabilidade da empresa, contrariamente às previsões da teoria da agência.

Em suma, os resultados das inúmeras investigações realizadas sobre o tema são bastante diferentes e até contraditórios, sendo, no entanto, de sublinhar a atenção que merece esta relação entre a propriedade acionista dos gestores e o desempenho empresarial.

A hipótese que se formula de seguida, é sustentada na perspectiva de Jensen e Meckling (1976) que supõe que administradores com um número elevado de ações próprias podem contribuir para melhorar o desempenho da empresa, evidenciando o "efeito de alinhamento de incentivos":

H6: Há uma relação positiva entre o peso dos administradores que são acionistas e o desempenho da empresa.

- **Peso dos Administradores Não Executivos**

Segundo Weir e Laing (2001), o conselho de administração é constituído por administradores executivos (internos) e os não executivos (externos). De acordo com a teoria da agência, os administradores não executivos, são mais eficazes no acompanhamento e avaliação das atividades com o *chief executive officer* - CEO - e com os administradores executivos, uma vez que têm como prioridade proteger a sua reputação

(Fama e Jensen, 1983). Por outro lado, Chen, Li e Shapiro (2011) com recurso da teoria da dependência de recursos, argumentam que os administradores não executivos possuem melhores conexões com organizações externas para garantir os recursos externos da empresa.

Em geral, os estudos sobre a independência do CA têm encontrado fortes evidências de uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos e o desempenho empresarial (por exemplo, Liang *et al.* (2013) que encontraram uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos, o desempenho bancário e a qualidade dos ativos dos bancos. Contudo, os trabalhos desenvolvidos por Yermack (1996) e Bhagat e Black (1999) encontraram uma relação negativa entre a proporção de administradores externos e o desempenho da empresa.

Desta forma, de acordo com a teoria da agência e a teoria da dependência de recursos, existe uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos e o desempenho da empresa. Assim, a sétima hipótese a testar é:

H7: Há uma relação positiva entre o peso dos administradores não executivos e o desempenho da empresa.

- **Auditoria**

Jensen e Meckling (1976) argumentam que existem alguns mecanismos de governação empresarial capazes de reduzir os custos de agência associados à separação entre a propriedade e controlo. Um deles é a adoção de Comitês de Auditoria.

Do ponto de vista da agência, um comité de auditoria eficaz cumpre o seu papel de supervisão quando é independente da administração, tem um nível de experiência financeira e operacional para cumprir as suas funções e monitorizar ativamente os controlos internos e relatórios financeiros (Carcello, Hollingsworth, Klein e Neal, 2006). Rainsbury *et al.* (2008) apontam que a presença do Comité de Auditoria tende a reduzir os problemas da agência relacionados ao moral *hazard* e a seleção adversa, seja por meio de funções de supervisão e monitorização tanto em relatórios quanto em auditoria.

Não obstante os eventos representados no colapso da Enron e na desaceleração da economia global que ajustaram as expectativas sobre a eficácia e atividades do Comité de Auditoria e do Auditor Externo, Zhang *et al* (2007) afirmam que ainda é valorizado como

um dos mecanismos de governação essenciais que são recomendados para melhorar a responsabilidade corporativa, transparência e qualidade de relatórios nas empresas.

O impacto do comité de auditoria e também do auditor externo sobre o desempenho tem sido referido de forma relativamente discreta. Um estudo realizado por Wild (1994), sobre a qualidade da prestação de contas de gestão aos acionistas antes e depois da formação de um comité de auditoria nos EUA, concluiu que o mercado reagiu favoravelmente aos relatórios de resultados após a criação de um comité de auditoria. Em contraste, Klein (1998) analisou se o comité de auditoria e as características do CA estão relacionadas com os resultados das empresas nos EUA. Descobriram que a presença de um comité de auditoria não causa efeito numa série de medidas de desempenho contabilísticas e de mercado. Vafeas e Theodorou (1998) estudaram a associação entre os comités de auditoria e o desempenho da empresa e constataram que não há ligação entre o desempenho da empresa e a composição do comité de auditoria ou dos administradores não executivos no CA.

Existem algumas incertezas por parte de analistas e críticos que questionam a eficácia dos auditores para melhorar o padrão dos relatórios financeiros das empresas e levá-lo a níveis superiores. Ghafran e O'Sullivan (2013) revisitaram os estudos empíricos recentes que procuram investigar os vários aspetos do papel de *governance* dos comités de auditoria. Evidências sobre a reação do mercado de capitais às questões do comité de auditoria sugerem que os investidores apreciam a presença de comités de auditoria e reagem positivamente quando são nomeados membros com experiência relevante.

Há uma quantidade significativa de evidências que dão suporte às regulamentações atuais no que diz respeito às características desejadas para os comités de auditoria e à nomeação de auditores externos.

A hipótese que se coloca cinge-se ao auditor externo. Pressupõe que uma substituição do auditor externo pode sinalizar alguns problemas na empresa, o que se irá repercutir no desempenho da empresa.

H8: Há uma relação negativa entre a mudança do auditor externo e o desempenho da empresa.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3 Metodologia de Investigação

3.1 Introdução

Este capítulo apresenta aspetos relacionados ao método de pesquisa aplicado no trabalho, como a metodologia utilizada na recolha de dados, definição dos modelos e as variáveis utilizadas.

O estudo adota o paradigma do positivismo, uma vez que a hipótese sobre o impacto da *Corporate Governance* no desempenho das empresas tem sido estudada empiricamente por meio de ferramentas de análise de investigação.

A pesquisa implementou uma abordagem dedutiva, que começou por uma teoria pré-existente que permitiu formular as hipóteses, e investigou as relações casuais entre as variáveis, a fim de testar as hipóteses e, assim, generalizar os resultados em vez de gerar novas teorias (Saunders, Lewis e Thornhill, 2012).

Existem duas formas principais de pesquisa neste estudo, nomeadamente quantitativa e qualitativa. Com a utilização dos métodos quantitativos, é possível recolher dados numéricos de um grande número de respondentes, usando diversas técnicas quantitativas, como questionários, aplicando assim várias ferramentas de análise estatística com o objetivo de testar as hipóteses estabelecidas. A pesquisa quantitativa, segundo Marôco (2018), pode ser classificada em três grupos: dados seccionais, dados de séries temporais e dados longitudinais ou de painel. Nos dados transversais, as variáveis de várias entidades são recolhidas ao mesmo tempo, enquanto nos dados de série temporal, as variáveis de uma entidade são observadas durante um período. Com dados de painel, por outro lado, as variáveis de várias entidades são reunidas ao longo de um período (Marôco, 2018).

Considerando o objetivo de analisar o impacto das estruturas de *Corporate Governance* sobre o desempenho de diferentes empresas seguradoras portuguesas durante um período de 10 anos, optou-se por utilizar métodos quantitativos para recolher dados de painel.

3.1.1 Seleção da amostra e dados

O critério de seleção da amostra foi realizado através da produção total (seguros do ramo vida e não vida), de acordo com relatório anual da APS - Associação Portuguesa de Seguros de 2020. Desta forma, a amostra inclui as maiores 10 entidades de seguros em Portugal. O estudo aplica um horizonte temporal de dez anos (2010-2019).

Tabela 1- Amostra do estudo

Amostra
Fidelidade
General Seguros, SA
Ocidental Vida
Allianz Portugal
BPI Vida
Santander Totta Seguros Vida
Ocidental
Ageas Portugal Não Vida
Zurich Insurance
GamaLife

Na seguinte tabela, está representado a produção total de cada entidade e o seu respetivo peso no setor.

Tabela 2 - Produção total e Peso da amostra

Entidade	Produção Total da Amostra (milhares de euros)	Peso (%)
Fidelidade	2 628 912	26,5%
General Seguros, SA	1 080 918	10,9%
Ocidental Vida	705 178	7,1%
Allianz Portugal	650 386	6,6%
BPI Vida	538 420	5,4%
Santander Totta Seguros Vida	426 317	4,3%

<i>Ocidental</i>	366 866	3,7%
<i>Ageas Portugal Não Vida</i>	352 680	3,6%
<i>Zurich Insurance</i>	310 033	3,1%
<i>GamaLife</i>	290 243	2,9%
<i>Outras Entidades</i>	2 572 904	25,9%
<i>TOTAL</i>	9 922 855	100%

Fonte: *Elaboração Própria*

A recolha de dados foi feita através da consulta dos relatórios e contas de cada página de internet da própria entidade seguradora. Para analisar o impacto do CG e o desempenho do sector segurador português, foi testado três modelos de regressão que serão abordados nos subcapítulos seguintes. O estudo foi realizado através de um programa estatístico, *EViews*, que possibilita uma análise econométrica.

3.1.2 Caraterização e evolução do setor segurador em Portugal

No final de 2020, o total da carteira de ativos das empresas de seguros fixou-se em 51 mil milhões de euros. Em termos da política de investimentos do mercado segurador, os instrumentos de dívida são predominantes, representando em 2020 cerca de 78% do total, com destaque para os soberanos, cujo peso se situa em 46%. As ações constituem uma proporção limitada (14,6%) bem como o montante de depósitos (3,7%). Assim, as carteiras de investimento apresentam uma exposição significativa a emitentes soberanos e também uma concentração significativa nas cinco principais entidades de seguros.

Entretanto, a produção de seguro direto do setor observou, em termos globais, uma diminuição a partir de 2018, explicada pela quebra ocorrida no Ramo Vida (Tabela 3). Esta contração nos anos mais recentes reflete o ambiente de taxas de juro muito baixas, que condiciona a atratividade da rendibilidade oferecida nos produtos comercializados pelas empresas de seguros. Pelo contrário, os ramos Não Vida apresentam um crescimento relativamente constante ao longo dos anos.

Tabela 3- Produção de Seguros e Custos com Sinistros em Portugal (milhões euros)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Produção - Total	11 942	10 277	10 701	12 948	12 203	9 944
Ramo Vida	8 407	6 422	6 628	8 123	6 994	4 574
Ramos Não vida	3 535	3 855	4 073	4 825	5 209	5 371
Custos Sinistros - Total	12 325	12 006	9 290	10 083	9 171	10 631
Ramo Vida	9 943	9 356	6 308	6 786	5 809	7 345
Ramos Não Vida	2 382	2 650	2 982	3 297	3 362	3 286

Em 2020, o volume total de prémios emitidos de seguro dos Ramos Não Vida foi na ordem dos 5,3 mil milhões de euros. A variação positiva é transversal a todas as principais linhas de negócio, e cuja estrutura da carteira assenta maioritariamente na produção de seguros de “Acidentes/Doença” (38%) e “Automóvel” (36%), os dois ramos com maior peso, seguido de “Incêndios” (18%).

Em termos de produção, salienta-se ainda o peso significativo das empresas nacionais (representam 89% em 2020) face às Sucursais da UE, não tendo havido alterações significativas nesta estrutura ao longo do período em análise.

Focando a análise na evolução dos custos com sinistros, no período analisado (2015-2020) verificou-se um comportamento errático, com acréscimos e decréscimos, fundamentalmente justificados por variações ocorridas nas carteiras de investimento do Ramo Vida. Acresce que esta evolução acabou por alterar a estrutura de negócio do setor, passando em 2020 o ramo não vida a pesar mais (54%) que o ramo vida (46%), situação que inverte o que ocorria em 2015, quando os pesos eram 70,4% e 29,6%, respetivamente. Em termos de sinistralidade, convém referir que a contração verificada em 2020 reflete, em grande medida, os efeitos atípicos e temporários das medidas restritivas impostas para controlar a pandemia por COVID-19. As restrições de circulação e os sucessivos confinamentos conduziram à melhoria conjuntural da performance de alguns segmentos Não Vida, designadamente automóvel, doença e acidentes de trabalho.

Em termos de desempenho, no conjunto do setor, a tendência tem sido de manutenção de resultados agregados positivos e crescentes. Em 2020, no total de 38 empresas de seguros a operar no mercado nacional, apenas três apresentaram resultados líquidos negativos. Ao

nível da rentabilidade, os indicadores reportados pelo setor registaram uma melhoria relevante em 2020, apresentando um total de 459 milhões de euros de resultado líquido, representando um crescimento de cerca de 59% comparativamente ao ano anterior.

A solvabilidade, medida pelos rácios de cobertura do Requisito de Capital de Solvência (SCR) e do Requisito de Capital Mínimo (MCR), em dezembro de 2020, situava-se em 180% e 534%. Regista-se assim que o setor segurador apresenta níveis de solvência globalmente confortáveis, tendo o rácio de cobertura SCR melhorado nos anos recentes. No entanto, os resultados do *stress test* realizado no final de 2020 ao setor, realizado numa perspetiva de avaliação da resiliência aos principais riscos de carácter macro prudencial, revelaram que em cenário adverso severo, os rácios de cobertura do SCR e do MCR, exibiram uma importante deterioração. O setor exhibe algumas vulnerabilidades que, dependendo da natureza e dos choques a que for sujeito, podem condicionar a sua capacidade de absorção de impactos.

3.2 Modelos de Regressão

As variáveis-chave utilizadas neste estudo são os indicadores de desempenho da empresa e as características que definem a estrutura de *Corporate Governance*. São acrescentadas à regressão variáveis para controlar os efeitos sobre o desempenho da empresa, que não são capturados pelas variáveis de *governance*.

3.2.1 Variáveis explicativas

As variáveis explicativas representam as variáveis de *Corporate Governance*. Neste sentido, são calculadas da forma seguinte:

Tamanho do Conselho de Administração (TCA)

Corresponde ao número total de administradores do CA em cada ano. Foi utilizado o logaritmo natural (Ln) visto que a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho da empresa é uma função convexa e não linear, tal como refere Yermack (1996).

$$\text{Tamanho do CA} = \text{Ln} (\text{N}^{\circ} \text{ de administradores no CA})$$

(1)

Dualidade CEO/Chairman (ACUM)

Corresponde a uma variável *dummy*, em que, se o presidente do conselho de administração acumular a função com a de CEO é igual a “0”, caso contrário é igual a “1” (Diacon & O'sullivan, 1995).

$$Acum = 0 \text{ (caso o CEO seja também Presidente)} \vee NAcum = 1 \text{ (caso seja separado)}$$

(2)

Tempo de Exercício dos Administradores Executivos (TEAE)

Esta variável representa o número médio de anos que os administradores executivos têm de CA. O cálculo do mandato médio do CAE obtém-se pelo quociente entre o número total de anos que os administradores executivos têm de CA e o número total de membros executivos, em cada ano.

$$\text{Tempo de Exercício dos AE} = \frac{N^{\circ} \text{ Total de anos que dos AE no CA}}{N^{\circ} \text{ de AE}}$$

(3)

Tempo de Exercício dos Administradores Não Executivos (TEANE)

O tempo de exercício dos membros não executivos do CA corresponde à divisão entre o número total de anos em que os administradores não executivos estão no CA sobre o número total de membros não executivos em cada ano.

$$\text{Tempo de Exercício dos ANE} = \frac{N^{\circ} \text{ de anos que os ANE estão no CA}}{N^{\circ} \text{ de ANE}}$$

(4)

Remuneração Variável do Conselho de Administração Executivo (RVCAE)

De acordo com Lee (2009), a remuneração do CA corresponde à divisão entre o total da remuneração variável dos administradores executivos e a remuneração total dos administradores executivos.

$$\text{Remuneração variável do CAE} = \frac{\text{Remuneração variável dos AE}}{\text{Remuneração total dos AE}} \quad (5)$$

Peso Acionista no Conselho de Administração (PACA)

Essa proporção compreende as ações detidas pelos administradores executivos em relação ao total de ações da empresa para cada ano.

$$\text{Peso acionista no CA} = \frac{\text{Nº de ações dos AE}}{\text{Total de ações da empresa}} \quad (6)$$

Peso dos Administradores Não Executivos (PANE)

Indica a proporção de Administradores não executivos em relação ao número total de Administradores no CA sendo calculado como segue:

$$\text{PANE} = \frac{\text{Nº de ANE}}{\text{Total de membros do CA}} \quad (7)$$

Mudança de Auditor (MA)

Se o auditor alterou relativamente ao exercício económico anterior, a variável *dummy* assume o valor 1, caso contrário é 0.

$$\text{MA} = 0 \text{ (caso o Auditor não se altere)} \vee \text{NMA} = 1 \text{ (caso Auditor se altere)} \quad (8)$$

3.2.2 Variáveis de Desempenho

O pressuposto implícito neste estudo é que o bom governo das sociedades conduz à melhoria do desempenho através de uma melhor gestão e alocação dos recursos das empresas. Portanto, é importante utilizar indicadores adequados para avaliar o desempenho das empresas da amostra. Embora as práticas de *Corporate Governance* possam diferir de setor para setor, os princípios e objetivos principais são geralmente semelhantes entre setores. A perspectiva de análise do desempenho pode ser baseada na contabilidade ou no mercado. Oakland (1989) argumentou que tais indicadores devem ser mensuráveis, significativos, relevantes, fáceis de obter ao menor custo e importantes para o desempenho de toda a empresa. A opção neste estudo foi por indicadores de natureza contabilística, sendo os mais recorrentes a Rentabilidade sobre os Ativos (ROA) e a Rentabilidade do Capital Próprio (ROE). No caso do setor dos seguros podem ser usadas outras medidas como o rácio combinado (Okura e Yamaguchi, 2014) ou o crescimento dos prémios (Armitage e Kirk, 1994). De acordo com estudos anteriores, o ROA, o ROE e o rácio combinado foram considerados como *proxies* para avaliar o desempenho das empresas neste estudo. O rácio combinado é uma medida alternativa de desempenho da empresa para o setor de seguros e um indicador confiável de rentabilidade operacional, incluindo tanto a receita (prémios e receita líquida de investimento) como os custos (sinistros e custos operacionais).

Rentabilidade do Ativo (ROA)

O ROA diz respeito a uma medida de desempenho baseada na contabilidade, sendo definido como o resultado líquido dividido pelo total do ativo (Huang *et al.*, 2011; Andreou, Louca e Panayides, 2014).

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Ativo}} \quad (9)$$

O ROA permite aos acionistas avaliar a importância do sistema de *Corporate Governance* na eficiência da gestão da empresa e a rentabilidade que a empresa gera com o investimento em ativos.

Rentabilidade do Capital Próprio (ROE)

A segunda variável do desempenho da empresa é a rentabilidade sobre o capital próprio (ROE), sendo calculada pelo quociente entre o resultado líquido e os fundos próprios da empresa. Representa a rentabilidade gerada por cada euro investido pelos acionistas na empresa.

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad (10)$$

Rácio Combinado (RC)

O rácio combinado é um indicador de rentabilidade operacional. É uma medida de rentabilidade utilizada por uma seguradora para indicar o desempenho das suas operações correntes e é calculado através da soma dos custos com sinistros, despesas legais e custos de subscrição (gastos) dividida pelos prémios recebidos (receitas) (Chen *et al.*, 2014). Deste modo, se o rácio for inferior a 1 (100%) significa que a seguradora possui uma rentabilidade operacional positiva, enquanto se for superior a 1 indica rentabilidade negativa (Okura e Yamaguchi, 2014). Sendo uma rentabilidade operacional, mesmo que seja superior a 1 não significa que a seguradora apresente resultados líquidos negativos pois as seguradoras têm outras vertentes de negócio que podem gerar ganhos. Deste modo, o rácio combinado é usado para evidenciar adequadamente a rentabilidade de uma seguradora. O seu cálculo envolve a soma das perdas e gastos incorridos dividido pela soma dos prémios e dos ganhos com os investimentos. Deixa de ser um indicador estritamente operacional.

$$\text{Rácio Combinado (RC)} = \frac{\text{Custos com sinistros, líquidos de resseguro} + \text{Custos e gastos de exploração líquidos} + \text{Outras provisões técnicas, líquidas de resseguro} + \text{Provisão matemática do ramo vida (só no ramo vida), líquida de resseguro}}{\text{Prémios adquiridos líquidos de resseguro} + \text{Rendimentos} + \text{Ganhos líquidos de ativos e passivos financeiros}} \quad (11)$$

3.2.3 Variáveis de Controlo

Este estudo pressupõe que para além da estrutura de *Corporate Governance*, outras características da empresa podem impactar o desempenho da empresa de diferentes maneiras. Portanto, são incluídas variáveis de controlo no estudo, como se segue:

Dimensão da Empresa (T)

Short e Keasey (1999) afirmam que as empresas de maior dimensão podem beneficiar em termos de desempenho, uma vez que dispõem habitualmente de mais recursos de financiamento. Vários estudos demonstram que o tamanho da empresa tem um impacto significativo no desempenho, por via das diferentes estruturas de governação societária associadas à dimensão (por exemplo, Chen, 2001).

Desta forma, o tamanho da empresa é definido como logaritmo natural do ativo total.

$$\text{Tamanho da Empresa} = \ln(\text{Total do Ativo}) \quad (12)$$

Alavancagem Financeira (ALAN)

A alavancagem financeira é obtida pela divisão do passivo total sobre o capital próprio. O endividamento de uma empresa afeta negativamente o seu desempenho (Jensen, 1986). Esta circunstância explica a pressão para que as empresas endividadas optem por práticas de governação com o objetivo de reduzir a dívida. Deste modo, alavancagem financeira é expressa:

$$\text{Alavancagem financeira} = \frac{\text{Total do Passivo}}{\text{Total do Capital Próprio}} \quad (13)$$

Crise da dívida soberana portuguesa (2010-2013)

Pela análise efetuada por estudos anteriores, passar por uma crise financeira e recessão económica, afeta negativamente o desempenho das empresas, e até mesmo a sua governação (Tan, Wang e Welker, 2011). Para controlar os efeitos da crise da dívida soberana portuguesa de 2010-2013, definiu-se uma variável *dummy* que assume o valor

um quando o ano é de crise e zero no caso contrário (Acharya *et al.*, 2009; Steiner, 2012). Por conseguinte, o reflexo de crises tem repercussões no desempenho empresarial nesse ano e, sendo assim, a variável *dummy* foi utilizada para controlar a crise, da forma seguinte:

$$Crise = 1 \text{ (se observar crise nesse ano) } \vee Crise = 0 \text{ (caso contrário)} \quad (14)$$

3.2.4 Especificação dos Modelos de Regressão

Este estudo utiliza dados em painel com o objetivo de analisar o impacto das características de *Corporate Governance* no desempenho das empresas. Previamente foram realizados testes de *Hausman* para selecionar o modelo de painel mais adequado para cada regressão (Greene, 2008).

Os dois primeiros modelos de regressão usaram a Rentabilidade do Ativo (ROA) e a Rentabilidade do Capital Próprio (ROE) como uma variável dependente, respetivamente, enquanto o terceiro modelo usou uma variável dependente relacionada com a estrutura de receitas e gastos do setor segurador, o rácio combinado (RC). Os modelos são expressos pelas equações seguintes:

Modelo 1

$$ROA_{i,t} = \beta_1 TCA_{i,t} + \beta_2 ACUM_{i,t} + \beta_3 TEAE_{i,t} + \beta_4 TEANE_{i,t} + \beta_5 RVCAE_{i,t} + \beta_6 PACA_{i,t} + \beta_7 PANE_{i,t} + \beta_8 MA_{i,t} + \beta_9 T_{i,t} + \beta_{10} ALAN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

Modelo 2

$$ROE_{i,t} = \beta_1 TCA_{i,t} + \beta_2 ACUM_{i,t} + \beta_3 TEAE_{i,t} + \beta_4 TEANE_{i,t} + \beta_5 RVCAE_{i,t} + \beta_6 PACA_{i,t} + \beta_7 PANE_{i,t} + \beta_8 MA_{i,t} + \beta_9 T_{i,t} + \beta_{10} ALAN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

Modelo 3

$$RC_{i,t} = \beta_1 TCA_{i,t} + \beta_2 ACUM_{i,t} + \beta_3 TEAE_{i,t} + \beta_4 TEANE_{i,t} + \beta_5 RVCAE_{i,t} + \beta_6 PACA_{i,t} \\ + \beta_7 PANE_{i,t} + \beta_8 MA_{i,t} + \beta_9 T_{i,t} + \beta_{10} ALAN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (17)$$

As variáveis independentes incluídas nos modelos, conforme anteriormente fundamentado, são o tamanho do conselho de administração (TCA), dualidade de CEO/Chairman (ACUM), tempo de exercício de administrativos executivos (TEAE), tempo de exercício dos administradores não executivos (TEANE), remuneração variável do conselho de administração executivo (RVCAE), peso dos acionistas no conselho de administração (PACA), peso dos administradores não executivos (PANE) e mudança de auditor (MA). As variáveis de controlo são definidas como o tamanho da empresa (T) e alavancagem financeira (ALAN). Para representar os parâmetros do modelo, β representa os coeficientes de regressão para as variáveis independentes e $\varepsilon_{i,t}$ o valor residual.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4 Análise dos Dados e Discussão dos Resultados

4.1 Estatísticas Descritivas

Esta secção apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo. A tabela 4 contém as estatísticas descritivas das variáveis de *Corporate Governance* das empresas seguradoras portuguesas que constituem a amostra neste estudo, incluindo média, desvio padrão, mínimo e máximo. No período de estudo (2010-2019), a variável TCA, medida pelo logaritmo do número de administradores, variou entre 1,099 e 2,639. Isto significa que o Conselho de Administração foi constituído em média por seis elementos, com um mínimo de três e um máximo de catorze administradores entre as 10 maiores seguradoras. A variável ACUM apresenta uma média de 0,522, valor que permite inferir que o número de empresas que acumulam as funções de Chairman e CEO é aproximadamente igual ao número de empresas que apresentam um presidente que não exerce função de CEO. A estatística associada à variável TEAE mostra que os administradores executivos têm em média uma duração de mandato de dois anos e um mês. Entretanto, o tempo de mandato dos membros não executivos (TEANE) é em média de dois anos e dois meses e meio (2,21). No que diz respeito aos incentivos financeiros do conselho, a remuneração variável (bónus) medida pelo rácio RVCAE, corresponde à percentagem média de 7,37% da remuneração total dos administradores. A proporção de ações detidas pelos administradores executivos em relação ao total de ações da empresa é em média 12,1%. O peso dos administradores não executivos apresenta em média 41,3% do total de membros do CA, e a mudança da auditoria (MA) com uma média de 12,2%, significa que as empresas alteraram o auditor aproximadamente uma vez no horizonte temporal de dez anos.

Tabela 4 – Variáveis de Corporate Governance

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
TCA	90	1,844	0,366	1,099	2,639
ACUM	90	0,522	0,502	0,000	1,000
TEAE	90	2,127	1,977	0,000	7,500
TEANE	90	2,214	2,072	0,000	11,000
RVCAE	90	0,073	0,166	0,000	0,828
PACA	90	0,121	0,292	0,000	1,000
PANE	90	0,413	0,266	0,000	1,000
MA	90	0,122	0,329	0,000	1,000

Fonte: Elaboração Própria

As estatísticas descritivas das variáveis de controlo são mostradas na tabela 5. Em primeiro lugar o tamanho da empresa, cujo cálculo foi efetuado como logaritmo do total dos ativos, varia entre 17,84 e 23,41, obtendo uma média de 21,05, o que significa aproximadamente 1 386 milhões de euros. Por outro lado, a alavancagem financeira calculada como o rácio do total do passivo sobre o total dos capitais próprios, oscilou de 0,370 e 60,88, sendo que este último valor demonstra que em algumas empresas o financiamento por dívida superou largamente o financiamento por capitais próprios.

Tabela 5 - Estatísticas Descritivas Variáveis de Controlo

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
T	90	21,0573	1,5936	17,84	23,41
ALAV	90	15,23705	13,599	0,370	60,88

Fonte: Elaboração Própria

Através da tabela 6, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis de desempenho. Em primeiro lugar, temos o ROA que atinge um valor mínimo de -9,52% e um máximo de 12,74%, com um valor médio 1,38% para a amostra estudada. Enquanto o ROE apresenta uma média de 7,56%, variando assim entre -236% a 79%. Por fim, o rácio combinado, medida relacionada com a rentabilidade operacional, apresenta uma média positiva de 121,90%, sinal de performance operacional satisfatória.

Tabela 6 - Estatísticas Descritivas Variáveis de Desempenho

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	90	1,38%	2,82%	-9,52%	12,74%
ROE	90	7,56%	33,49%	-236,5%	79,18%
RC	90	121,90%	143,23%	22,95%	1308,2%

Fonte: Elaboração Própria

Matriz de Correlações

Para identificar potenciais variáveis endógenas, podem efetuar-se vários testes de robustez, como a matriz de correlações ou o teste de multicolinearidade. Na tabela 7 são apresentados os coeficientes de correlação entre as diferentes variáveis que constituem o modelo.

Os coeficientes de correlação, demonstram o grau de relacionamento entre as variáveis, o que permite saber como duas ou mais variáveis se relacionam entre si. Assim, a análise de correlação representa o grau de associação das variáveis e a sua intensidade.

Após análise da tabela 7, observa-se que os coeficientes obtidos não apresentam níveis de correlação elevados, com valores inferiores a 0,6 (Pallant, 2011). A variável de controlo, tamanho da empresa, apresenta o valor de correlação mais elevado e é evidenciado na relação entre a variável de controlo, tamanho da empresa e a respetiva alavancagem (0,5812). Assim, não foram detetados problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Tabela 7 - Matriz Correlação

Variáveis	TCA	ACUM	TEAE	TEANE	RVCAE	PACA	PANE	MA	T	ALAN
TCA	1									
ACUM	0,3046***	1								
TEAE	0,2044*	0,3971***	1							
TEANE	-0,0232	0,4006***	0,2681**	1						
RVCAE	0,0854	0,0974	0,1511	0,1098	1					
PACA	-0,0505	-0,1217	0,1436	0,2212**	0,0247	1				
PANE	0,0568	0,3439***	0,1247	0,1901*	0,2166**	0,1155	1			
MA	0,0781	0,0173	-0,0693	0,0398	0,1239	0,0850	-0,0797	1		
T	0,0761	-0,12135	-0,2766***	-0,2467***	-0,0531	0,2000*	0,1786*	0,0983	1	
ALAN	0,0221	-0,13446	-0,1814**	-0,0709	0,1154	0,2555**	0,3643***	0,0427	0,5812	1

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

Multicolinearidade

A multicolinearidade é utilizada para medir a relação linear entre uma das variáveis independentes e as restantes. Utiliza-se principalmente, quando existe a suspeita de variáveis altamente correlacionadas, que pode afetar as estimativas dos parâmetros de regressão (Wooldridge, 2002).

O indicador *Variance Inflation Factor* (VIF), é o mais utilizado para identificar a existência de multicolineariedade. O teste VIF é calculado da seguinte forma:

$$VIF = \frac{1}{1-R_i^2} \quad (18)$$

Em que, R_i^2 é o R^2 de regressão X_i sobre as restantes variáveis independentes.

Caso o resultado do VIF seja superior a 10, conclui-se pela existência de multicolineariedade (Gujarati, 2003). De acordo com a tabela 8, observa-se que o valor de VIF é inferior a 10, ou seja, não existe problema de multicolineariedade nas variáveis explicativas. Dado que os modelos apresentam as mesmas variáveis independentes, o resultado é idêntico nos três casos, apresentando uma média do VIF igual a 1,463.

Tabela 8 - Teste Multicolineariedade

VARIÁVEL	VIF
Tamanho Conselho Administração	1,19
Dualidade CEO/Chairman	1,84
Tempo de Exercício dos Administradores Executivos	1,44
Tempo de Exercício dos Administradores Não Executivos	1,48
Remuneração Variável dos Administradores Executivos	1,13
Peso Acionista no Conselho de Administração	1,33
Peso dos Administradores Não Executivos	1,50
Mudança de Auditoria	1,07
Tamanho da Empresa	1,80
Alavancagem Financeira	1,85

4.2 Apresentação e Interpretação dos Resultados

Para avaliar o impacto do *Corporate Governance* no desempenho das empresas seguradoras, recorreu-se a uma metodologia quantitativa suportada em dados de painel.

Desta forma, para selecionar o modelo de dados em painel mais adequado recorreu-se ao *Hausman Test*. Este teste identifica a diferença entre modelos de efeitos fixos e aleatórios (Baltagi, 2005).

O teste de *Hausman* é calculado da seguinte forma:

$$H = (\beta_{EA} - \beta_{EF})' [\text{Var}(\beta_{EA}) - \text{Var}(\beta_{EF})]^{-1} (\beta_{EA} - \beta_{EF}) \quad (19)$$

Onde:

β_{EA} é o vetor dos estimadores do modelo com efeitos fixos;

β_{EF} é o vetor dos estimadores do modelo com efeitos aleatórios;

$\text{Var}(\beta_{EF})$ é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores β_{EF} ;

$\text{Var}(\beta_{EA})$ é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores β_{EA} .

Assim, as estimativas de β no modelo de efeitos fixos (β_{EF}) devem ter valores idênticos às estimativas de β no modelo de efeitos aleatórios (β_{EA}), caso não haja correlação entre as variáveis independentes e os efeitos unitários. Por outro lado, se “H” for igual ou inferior a 0,05, a hipótese nula é rejeitada e o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado, visto que não há diferenças entre as estimativas do β .

Através dos resultados obtidos concluiu-se que para os modelos ROA, ROE e RC, adequa-se a utilização de modelos de efeitos fixos (EF).

Na tabela 9 apresenta-se os principais resultados da regressão de mínimos quadrados ordinários (PLS – *panel least squares*) estabelecidos entre as variáveis de *Corporate Governance* e os três modelos abordados anteriormente.

Para cada modelo foram extraídos os valores dos coeficientes e os valores de *p-value* (entre parênteses). As variáveis foram avaliadas estatisticamente pelo seu valor de *p-value*, em que *, **, *** apresentam uma significância estatística a nível de 10%, 5%, 1%, respetivamente.

Tabela 9- Resultados dos modelos empíricos apenas para as variáveis de CG

Variáveis		ROA	ROE	RC
		EF	EA	EA
H1	Tamanho Conselho Administração	0,0003 (0,9829)	0,1729 (0,4924)	0,6131 (0,2782)
H2	Dualidade CEO/Chairman	0,0178 (0,1266)	0,101 (0,1866)	2,8193*** (0,0000)
H3	Tempo de Exercício dos Administradores Executivos	-0,0023 (0,4285)	-0,0677** (0,0383)	-0,4245** (0,0143)
H4	Tempo de Exercício dos Administradores Não Executivos	0,0022** (0,0272)	0,0059 (0,5758)	-0,1236 (0,1030)
H5	Remuneração Variável dos Administradores Executivos	0,0438*** (0,0048)	0,4981** (0,0252)	1,0934 (0,1984)
H6	Peso Acionista no Conselho de Administração	0,0086 (0,4146)	0,2031 (0,1134)	0,4394 (0,5476)
H7	Peso dos Administradores Não Executivos	0,0028 (0,8688)	-0,1656 (0,5946)	-1,8309** (0,0271)

H8	Mudança de Auditoria	-0,0042 (0,5162)	0,005 (0,9588)	-0,3683 (0,3386)
R² AJUSTADO		0,4596	0,4596	0,3524
F - statistic		0,0000	0,0000	0,0000

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

Os modelos propostos afiguram-se estatisticamente ajustados para explicar no seu todo o desempenho das empresas seguradoras, apresentando uma capacidade explicativa razoável medida pelo R² ajustado.

Através da análise à tabela 9, observa-se que a variável RVCAE é estatisticamente significativa para dois dos modelos (ROA e ROE), a um nível de significância de 1% e 5%. O sinal do coeficiente é positivo, concluindo-se que a remuneração variável dos administradores executivos apresenta uma relação no mesmo sentido do desempenho das empresas, isto é, a maior remuneração variável corresponde melhor performance.

O tempo de exercício dos administradores executivos é outra das variáveis com significado estatístico e apresenta sinal negativo (ROE e RC). Este resultado é consistente com os estudos de Huang *et al.* (2011) e Marnet (2011) que argumentam que a permanência longa no CA afeta negativamente o desempenho das empresas. Em contraditório, o sinal obtido pelo variável tempo de exercício dos administradores não executivos (TEANE) representa uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho das empresas medido pelo indicador ROA. Este resultado recusa a ideia de que o aumento do tempo de exercício no CA torne a gestão dos administradores não executivos menos eficaz, ao contrário da hipótese que foi levantada (H4).

A variável da dualidade no CA (ACUM) e o peso dos administradores não executivos (PANE), apresentam-se também estatisticamente significativas para o modelo de rácio combinado. A separação entre o Chairman e o CEO parece melhorar o desempenho operacional da empresa (RC) mas esse impacto não é significativo nos restantes indicadores de desempenho (ROA e ROE).

Na tabela 10, apresenta-se os valores obtidos ao adicionar-se variáveis de controlo (T, ALAN), mantendo-se o objetivo de analisar o impacto das características de *Corporate Governance* sobre o desempenho das empresas e validar (ou não) as hipóteses definidas no estudo.

Tabela 10 - Resultados dos modelos empíricos

Variáveis		ROA	ROE	RC
		EF	EF	EF
H1	Tamanho Conselho Administração	0,0187** (0,0476)	0,3369** (0,0195)	0,5558 (0,3770)
H2	Dualidade CEO/Chairman	0,0001 (0,9444)	0,0522 (0,7126)	2,8618*** (0,0000)
H3	Tempo de Exercício dos Administradores Executivos	-0,0038 (0,1394)	-0,0678* (0,0854)	-0,4212** (0,0171)
H4	Tempo de Exercício dos Administradores Não Executivos	0,0021* (0,0721)	-0,0004 (0,9798)	-0,1226 (0,1134)
H5	Remuneração Variável dos Administradores Executivos	0,0278** (0,0354)	0,4842** (0,0164)	1,1298 (0,2002)
H6	Peso Acionista no Conselho de Administração	0,0065 (0,5545)	0,1732 (0,3015)	0,4470 (0,5470)
H7	Peso dos Administradores Não Executivos	-0,0155 (0,2232)	-0,2452 (0,2031)	-1,7828** (0,0389)
H8	Mudança de Auditoria	-0,0032 (0,5753)	-0,0080 (0,9273)	-0,3691 (0,3455)
Tamanho da Empresa		-0,0127*** (0,0000)	-0,0038 (0,9105)	-0,3691 (0,3455)
Alavancagem Financeira		-0,0003 (0,1591)	-0,0097** (0,0035)	0,0168 (0,9069)
R ² AJUSTADO		0,6403	0,6403	0,4141
F - statistic		0,0000	0,0000	0,0000

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

H1: Tamanho do CA (TCA)

Como observado na Tabela 9, o logaritmo natural do tamanho do conselho tem impacto significativo no desempenho da empresa, o que significa que a primeira hipótese (H1) é confirmada para os indicadores ROA e ROE. Esse impacto tem sinal positivo, o que significa que conselhos de administração maiores são mais eficazes. Este resultado foi consistente com estudos anteriores (Adams e Mehran, 2005; Beiner *et al.*, 2006; Mangena e Taurigana, 2008). Teoricamente explica-se porque o mercado percebe que um CA maior é mais eficaz devido ao maior acesso ao ambiente externo da empresa, o que diminui a incerteza e facilita a garantia de recursos importantes, como finanças (Goodstein *et al.*, 1994).

H2: Dualidade CEO/Chairman (ACUM)

Com base nas três medidas de desempenho, foi encontrada uma associação positiva entre a separação do CEO e Chairman e o desempenho da empresa no período analisado. No entanto, essa relação só é significativa ao nível de 1% para o rácio combinado. Este resultado vai de encontro à expectativa de que a separação de funções tem impacto positivo no desempenho da empresa, tal como é relatado em vários estudos (por exemplo, Yermack, 1996 ou Haniffa e Hudaib (2006). No entanto, a revisão da literatura também mostra que diferentes estudos empíricos relatam resultados conflitantes. Contrariamente às expectativas, a variável da dualidade (Acum) não tem impacto significativo no desempenho da empresa com base nos restantes indicadores (ROA e ROE). Brickley *et al* (1997) e Dalton *et al* (1998) são estudos que também não observaram impacto da acumulação de funções (dualidade) no desempenho.

H3: Tempo de exercício dos administradores executivos (TEAE)

Para a variável explicativa TEAE, observa-se um impacto significativo ao nível de 10% para o ROE. Deste modo, verifica-se que um aumento de 1% no tempo de exercício da administração executiva impacta negativamente 0,067% sobre o ROE. O efeito negativo é significativamente amplificado quando se trata da rentabilidade operacional (RC). Este resultado evidencia que existe uma relação negativa entre a variável tempo de exercício dos administradores executivos e o desempenho das empresas. É, portanto, consistente com a suposição que uma maior duração no mandato no conselho de administração reduz a eficácia e o desempenho nas empresas, confirmando a hipótese H3 (Huang *et al.*, 2011; Marnet, 2011).

H4: Tempo de exercício dos administradores não executivos (TEANE)

De acordo com a tabela 9, observa-se a existência de um impacto estatisticamente significativo com efeitos positivos entre o tempo de mandato dos membros não executivos e a rentabilidade do ativo (ROA), o que rejeita a hipótese H4. Dos resultados infere-se que um ano extra no número médio de anos que os administradores não executivos permanecem no conselho leva a um aumento na rentabilidade do ativo. O

resultado contradiz a teoria da agência, que afirma que uma permanência mais duradoura reduz a independência dos membros executivos e tem efeitos negativos na *performance* (O'sullivan e Wong, 1999; Huang *et al.*, 2011).

H5: Remuneração do conselho de administração (RVAE)

No que diz respeito à remuneração dos administradores, com base nas medidas ROA e ROE, a remuneração variável da administração está estatisticamente relacionada com o desempenho da empresa. Observa-se um impacto estatisticamente significativo, com efeitos positivos da remuneração variável dos membros executivos na rentabilidade do ativo e capital próprio, o que valida a hipótese H5. Um aumento de 1% na RVAE possibilita uma melhoria de 0,027% no ROA e de 0,48% no ROE. Esta evidência é consistente com outros estudos que encontraram associação positiva entre a remuneração dos executivos e o desempenho da empresa, como Jensen, (1993), John e Senbet (1998), Amess e Drake (2003) e Stathopoulos, Espenlaub e Walker (2005). Os estudos foram realizados para analisar se a remuneração dos executivos é um mecanismo eficaz para alinhar os interesses dos acionistas com os dos gestores. O conflito de interesses entre gestores e acionistas leva à percepção de que os executivos possuem objetivos pessoais e que pode haver uma fraca associação entre a remuneração do CEO e o desempenho da empresa. O problema pode ser resolvido pelo alinhamento de interesses entre os acionistas e os incentivos dos administradores por meio da relação remuneração-desempenho, maximizando, assim, os valores para os acionistas.

H6: Peso Acionista no Conselho de Administração (PACA)

A hipótese H6 tem subjacente a expectativa que haja uma convergência entre acionistas e administradores quando esses administradores possuem parte das ações da empresa. A hipótese afirma que, à medida que o peso acionista aumenta no CA, o desempenho da empresa melhora porque se espera que os administradores fiquem menos motivados a desviar recursos. A hipótese seis (H6) não evidencia impacto significativo, apenas apresenta uma relação positiva entre os acionistas no conselho de administração e o desempenho da empresa. O sinal obtido está em conformidade com o efeito de alinhamento de incentivos e os resultados demonstrados por Jensen e Meckling (1976),

comprovando que as ações que os membros executivos possuem podem contribuir para melhorar o desempenho da empresa e ao mesmo tempo reduzir os custos de agência.

Com base nas três medidas contabilísticas (ROA, ROE e RC), a associação entre a variável PACA e desempenho da empresa é positiva em todo o período, mas apresenta coeficientes estatisticamente insignificantes. Isto é consistente com alguns estudos anteriores como Faccio e Lasfer (1999) encontraram uma fraca associação entre o desempenho da empresa e o peso acionista no CA, o que também é corroborado por outros estudos, como Ho e Williams (2003) ou Beiner *et al.* (2006).

H7: Peso dos Administradores Não Executivos (PANE)

A variável PANE apresenta uma relação negativa para com o desempenho da empresa, e apenas é estatisticamente significativa para o rácio combinado. Assim, um aumento do peso dos administradores não executivos no CA provoca um decréscimo na rentabilidade operacional. Este resultado é inconsistente com a hipótese H7, que pressupõe uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos e o desempenho da empresa.

Em geral, os estudos sobre a independência do CA têm encontrado fortes evidências de uma relação positiva entre a proporção de administradores não executivos e o desempenho empresarial (por exemplo, Liang *et al.* (2013). Contudo, os trabalhos desenvolvidos por Yermack (1996) e Bhagat e Black (1999) encontraram uma relação negativa entre a proporção de administradores externos e o desempenho da empresa, o que vai de encontro aos valores observados. Portanto, o sinal negativo do coeficiente, que é extensível aos três modelos, entronca na teoria da agência, que refere o excesso de administradores não executivos pode levar a um desempenho inferior da empresa (Fich e Shivdasani, 2006).

H8: Mudança de auditor (MA)

Tal como se esperava, a variável MA apresenta uma relação negativa com o desempenho da empresa, mas sem significância estatística nos três modelos. Deste modo, conclui-se que a mudança de auditor na empresa aparenta não impactar no funcionamento da empresa. Este resultado é consistente com os estudos de Ghafran e O'Sullivan (2013) ou

de Weir *et al.* (2002), que questionam sobre a eficácia dos auditores para melhorar a governação das empresas.

Variáveis de controlo

Com relação às variáveis de controlo, com base na medida ROA há uma associação negativa significativa entre o tamanho da empresa e o seu desempenho. Este resultado é consistente com estudos que encontraram uma associação negativa entre o tamanho da empresa e o desempenho da empresa, como Haniffa e Hudaib (2006), Weir *et al.* (2002) e Agrawal e Knoeber (1996). As restantes medidas (ROE e RC) apresentam resultados sem significado estatístico.

Em relação à alavancagem financeira, que entra como variável de controlo, mas em alguns estudos é vista como instrumento de *Corporate Governance*, observa-se uma associação significativa neste estudo entre o indicador de desempenho ROE e a alavancagem com sinal negativo. A alavancagem ser negativa traduz que mais dívida impacta no desempenho da empresa. A teoria da agência sugere que a dívida é considerada um bom mecanismo para condicionar e disciplinar os gestores. Estudos empíricos encontraram esse mesmo resultado como Agrawal e Knoeber (1996) ou Tam e Tan (2007), explicando-se a situação como aquela em que projetos com valores atuais líquidos positivos não são concretizados em virtude da existência de dívida excessiva.

Com base nas restantes medidas de desempenho (ROA e RC) a associação entre a dívida e o desempenho da empresa é estatisticamente insignificante.

Por fim, os resultados obtidos para o R^2 ajustado mostram um razoável poder explicativo dos modelos, o que significa que as variáveis explicativas no seu todo e também as variáveis de controlo selecionadas são efetivamente impactantes nos resultados apresentados pelas empresas seguradoras portuguesas no período da amostra.

Crise financeira portuguesa (2010-2013)

No que diz respeito à crise da dívida soberana portuguesa de 2010-13, que levou à intervenção da troika, a Tabela 11 mostra os resultados que a *Corporate Governance* teve sobre o desempenho durante o período de crise.

De forma a compreender como as crises económicas e financeiras afetam a relação entre *Corporate Governance* e o desempenho das empresas, foi acrescentada a nova variável de controlo: “Crise”.

Para cada um dos três modelos efetuaram-se duas regressões, com e sem variáveis de controlo, tamanho e alavancagem financeira, mas com inclusão da *dummy* “crise”.

Tabela 11 - Resultados modelos empíricos com inclusão da variável Crise Financeira

Variáveis		ROA		ROE		RCOMBINADO	
		EF		EF		EF	
H1	Tamanho Conselho Administração	0,0213** (0,0312)	0,0010 (0,9525)	0,3421** (0,0239)	0,1747 (0,4862)	0,1341 (0,8327)	0,2394 (0,6745)
H2	Dualidade CEO/Chairman	-0,0029 (0,7721)	0,0168 (0,1334)	0,0452 (0,7696)	0,0985 (0,1957)	3,4430*** (0,0000)	3,3420*** (0,0000)
H3	Tempo de Exercício dos Administradores Executivos	-0,0043* (0,0994)	-0,0024** (0,0422)	-0,0689* (0,0911)	-0,0681** (0,0475)	-0,3287* (0,0599)	-0,3384** (0,0481)
H4	Tempo de Exercício dos Administradores não Executivos	0,0016 (0,1777)	0,0021* (0,0690)	-0,0013 (0,9464)	0,0056 (0,6458)	-0,0554 (0,4883)	-0,0577 (0,4612)
H5	Remuneração Variável dos Administradores Executivos	0,0315** (0,0231)	0,0450** (0,0027)	0,4916** (0,0206)	0,5012** (0,0335)	0,5236 (0,5564)	0,4555 (0,599)
H6	Peso Acionista no Conselho de Administração	0,0037 (0,7449)	0,0077 (0,4610)	0,1677 (0,3376)	0,2010 (0,1452)	0,9013 (0,2286)	0,8803 (0,2324)
H7	Peso dos Administradores Não Executivos	-0,0152 (0,2286)	0,0029 (0,8641)	-0,2449 (0,2070)	-0,1652 (0,5969)	-1,8096** (0,0309)	-1,9030** (0,0183)
H8	Mudança de Auditoria	-0,0043 (0,4673)	-0,0045 (0,4898)	-0,0101 (0,9108)	0,0042 (0,9653)	-1,9829 (0,6071)	-0,1973 (0,6036)
Tamanho da Empresa		-0,0129*** (0,0000)		-0,0042 (0,9013)		0,0655 (0,6584)	
Alavancagem Financeira		-0,0003 (0,1594)		-0,0097*** (0,0037)		0,0016** (0,9036)	
Crise		-0,0055 (0,3508)	-0,0015 (0,7982)	-0,0109 (0,9036)	-0,0042 (0,9511)	0,8996** (0,0223)	0,8795 (0,0227)
R ² AJUSTADO		0,6396	0,4524	0,4057	0,3433	0,4073	0,422
F - statistic		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

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

No essencial os resultados obtidos espelham as relações anteriormente observadas e discutidas. O conjunto de variáveis de *Corporate Governance* mantém os impactos e

sinais sobre os indicadores de desempenho. O que de novo se pode evidenciar é o significado da variável “crise”. No entanto, a Tabela 11 deixa claro que a variável “crise” apenas se mostra significativa para o indicador de rentabilidade operacional (RC), melhorando o poder explicativo do correspondente modelo.

Os sinais dos coeficientes indicam que a variável crise financeira impactou positivamente na rentabilidade operacional, mas negativamente na rentabilidade do ativo (ROA) e dos capitais próprios (ROE), o que vai de encontro às suposições de Padgett e Shabbir, (2005), Tan, Wang e Welker (2011), que argumentam que atravessar uma crise económica e financeira afeta negativamente as empresas, bem como o seu desempenho.

Este capítulo apresenta a conclusão da dissertação. Resume os resultados gerais e as principais conclusões da análise dos três modelos de regressão, destaca as contribuições, refere as limitações e, por fim, faz sugestões investigações futuras.

Resultados do estudo

No decorrer dos últimos anos, a *Corporate Governance* tem-se tornado um tema cada vez mais presente nas empresas e uma questão de regulamentação financeira. A importância deste tópico está diretamente relacionada com diversas áreas de estudo, como por exemplo o desempenho das empresas. A *Corporate Governance* assume um papel fundamental na necessidade de haver boas práticas dentro das sociedades e de existir uma relação estável nos mercados financeiros a fim de garantir um crescimento sustentável e evolutivo das empresas.

O objetivo principal desta dissertação consiste na análise da relação entre os mecanismos internos de *Corporate Governance* e o desempenho das empresas, selecionando para o efeito uma amostra de empresas do setor de seguros em Portugal. A atividade seguradora é um setor relevante na economia nacional, sendo possível de analisar a sua importância, por exemplo, através da extensão da carteira de investimentos que controla.

O conjunto de dados do painel usado no estudo foi retirado dos relatórios anuais das dez maiores seguradoras a atuar no mercado português, consistindo em empresas não cotadas e, portanto, foram utilizados apenas indicadores baseados na contabilidade como *proxies* para o desempenho da empresa. Esses indicadores são a rentabilidade sobre o ativo (ROA), rentabilidade sobre o capital próprio (ROE) e um índice combinado como variável relacionada com os seguros para medir o desempenho operacional.

Como o tema ainda é amplamente debatido e os principais argumentos são válidos, este estudo pretende dar um contributo à literatura empírica existente e apresentar resultados que possam ser comparados com outros estudos num cenário de tempo diferente, utilizando dados do período de 2010 a 2019. O estudo segue a maioria de outros estudos com aplicação de regressões PLS (*Panel Least Squares*) como principal método para análise e produção dos resultados.

Inicialmente foi realizada uma revisão de literatura que deu a conhecer as principais teorias relacionadas com o *Corporate Governance*, contextualizando o caso português, e destacando os principais argumentos de alguns trabalhos empíricos realizados

principalmente nos EUA e países europeus sobre a relação entre os mecanismos de *Corporate Governance* e o desempenho das empresas. Desta forma, foi possível equacionar as principais questões que tratam dessa relação, o que permitiu levantar uma série de oito hipóteses a testar, conforme referido no capítulo dois.

O capítulo de metodologia apresenta ainda a abordagem e o método seguido e aplicado neste estudo para analisar a relação entre os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas de seguros em Portugal, detalhando o método de recolha de dados e os procedimentos analíticos seguidos. As entidades selecionadas representam 74 por cento da produção total do setor segurador português.

Com relação às variáveis de *Corporate Governance*, as oito hipóteses derivam das características seguintes: tamanho do conselho de administração, não dualidade do CEO, tempo de mandato dos administradores executivos e dos não executivos, remuneração variável dos administradores, peso acionista dos administradores, peso dos administradores não executivos e mudança do auditor externo.

O capítulo terceiro apresenta a estatística descritiva dos dados e discute os principais resultados obtidos nas regressões PLS no que diz respeito às questões principais e hipóteses levantadas. Finalmente, antes da análise de regressão múltipla, foram realizadas verificações de robustez, bem como testes de especificação, necessários para selecionar o melhor modelo de regressão; daí a escolha de efeitos fixos para as três variáveis dependentes: ROA, ROE e RC. Os principais resultados desses três modelos de regressão são apresentados de seguida.

Embora, em termos gerais, os resultados obtidos sejam mistos - como em trabalhos anteriores -, emergem do estudo alguns dados interessantes que mostram que a relação entre os mecanismos de *governance* e o desempenho não é simples. Em primeiro lugar, o tamanho do conselho apresentou impacto positivo no desempenho das empresas (ROA e ROE). A evidencia sugere que um conselho de administração grande provavelmente está relacionado com uma melhoria do desempenho corporativo, associado a mais experiência e conhecimento, capaz de tomar decisões com base em opiniões valiosas.

A hipótese sobre o efeito positivo da não-dualidade das funções no desempenho é confirmada no caso da rentabilidade operacional (RC). O resultado apoia empiricamente as recomendações dos códigos de *Corporate Governance* de que as funções de CEO e presidente devem ser separadas. Por outro lado, como esperado, o tempo de mandato dos

administradores executivos teve uma relação negativa significativa com o desempenho (ROE e RC), enquanto a duração do mandato para os administradores não executivos afetou positivamente o desempenho das empresas (ROA), rejeitando a hipótese levantada. No entanto, não foi encontrada relação significativa para as restantes medidas de desempenho (ROE e RC). Além disso, as conclusões relacionadas com a remuneração variável do conselho de administração mostraram um impacto positivo significativo da relação dos bónus dos executivos com a performance das empresas. As empresas têm o objetivo de maximizar a riqueza do acionista que é afetada pelas decisões de gestão e que influencia diretamente a sua remuneração em função dos resultados.

Uma proporção acionista maior entre os administradores relaciona-se positivamente com o desempenho, mas esse efeito é não significativo. Já o peso dos administradores não executivos no conselho de administração evidencia uma relação negativa significativa com a rentabilidade operacional o que é inconsistente com a hipótese de partida. A percentagem de administradores não executivos não tem um impacto significativo no desempenho corporativo das seguradoras quando utilizados os restantes indicadores. De igual forma, observa-se uma relação negativa entre os indicadores de rentabilidade e a alteração do auditor externo, mas sem apresentar impacto significativo da variável no desempenho das empresas. Portanto, a eficácia do auditor não parece ter influência significativa no desempenho.

Outro dos objetivos do estudo era compreender o efeito das crises na relação entre os mecanismos de *Corporate Governance* e o desempenho das empresas. O adicionar da variável “crise” nos modelos mostra que apenas o indicador de rentabilidade operacional das seguradoras reflete positiva e significativamente os efeitos da crise económica e financeira portuguesa de 2010-13. Embora, a crise provoque um efeito negativo na rentabilidade dos ativos e dos capitais próprios, o seu impacto estatístico não é significativo.

Os resultados são consistentes com outros trabalhos anteriores, como já referido na discussão do capítulo três, sugerindo ainda que variam em função da medida de desempenho utilizada. A revisão da literatura empírica mostra que a maioria dos estudos anteriores enfocou empresas americanas, mas ao contrário dos EUA as recomendações de *Corporate Governance* em Portugal adotam uma abordagem voluntária. A estrutura de *Corporate Governance* em Portugal representa um ambiente diferente no qual se pode explorar a relação entre as recomendações de *CG* e o desempenho das empresas. O código

de governo das sociedades português reconhece que a flexibilidade deve fazer parte do sistema de *governance* e do entendimento de como os mecanismos de controlo de governança impactam em circunstâncias específicas.

Contribuições do estudo

O estudo complementa outros estudos e contribui para a literatura ao analisar o impacto das várias combinações e práticas de *Corporate Governance* nas três *proxies* escolhidas para expressar o desempenho das empresas de seguros no período entre 2010 e 2019. A sua primeira contribuição é a criação de um conjunto de dados recolhido manualmente das companhias de seguros que operam no mercado português, e que negociam seguros de vida, não vida ou ambos. Além disso, incluiu uma nova variável mais relacionada com os seguros, o rácio combinado (RC), usado para medir o desempenho operacional da empresa, juntamente com duas outras medidas de desempenho contabilísticas, a saber, a rentabilidade sobre o ativo (ROA) e a rentabilidade sobre o capital próprio (ROE). Outra contribuição é o resultado que mostra o impacto da crise económico-financeira portuguesa de 2010-13.

Os resultados obtidos disponibilizam nova informação sobre os mecanismos de *Corporate Governance* mais impactantes no desempenho, e os investidores devem, por isso, estar cientes dessas características quando decidem investir nas seguradoras que operam em Portugal.

Limitações do estudo

A amostra recolhida teve algumas limitações, o que afetou de forma, direta e indireta, os resultados obtidos e a sua interpretação. A disponibilização da informação tem sido cada vez mais acessível, contudo a obtenção dos dados não foi tão simples nem tão completa quanto se esperava. Por exemplo, a inexistência de informação detalhada sobre o conselho de administração, detalhes biográficos dos administradores, reuniões, se os administradores são independentes ou não, informações sobre honorários do ROC ou honorários da auditoria. Desta forma, a seleção do tamanho da amostra e do procedimento foram condicionados por indisponibilidade de dados. Uma amostra constituída por um maior número de observações e de variáveis independentes, certamente permitiria que o estudo apresentasse um grau de precisão mais elevado e possivelmente informações mais conclusivas. Em segundo lugar, este estudo investigou o impacto da *Corporate Governance* no desempenho das empresas de seguros de uma perspetiva exclusivamente

contabilística. Em terceiro lugar, foi assumido que a *Corporate Governance* afeta o desempenho das seguradoras, embora os resultados possam ser interpretados como uma correlação parcial, e não uma relação causal, porque em alguns casos o desempenho da empresa também pode ter um impacto sobre as características de *Corporate Governance* (por exemplo, a remuneração variável, ou os administradores-acionistas). Esta perspectiva levaria ao recurso a outros estimadores como regressões 2SLS ou GMM, para controlar a endogeneidade. Finalmente, pode argumentar-se que a crise económico financeira de 2010-13 teve efeitos contínuos após 2013, o que justificaria uma comparação ano a ano para todo o intervalo da amostra.

Os resultados do estudo foram, portanto, interpretados com base nas limitações referidas que podem ser caminhos de pesquisa futuros.

Sugestões de investigação futura

Podem ser apontados vários caminhos possíveis para estudos futuros. Desde logo, em termos de melhoria deste estudo, pode reanalisar-se a relação entre *Corporate Governance* e desempenho financeiro da empresa, aumentando o tamanho da amostra a um período de tempo mais longo e incluindo empresas mais pequenas, mas onde é provável que haja mais variação na governação do que em empresas maiores que cumpram o Código de Governo das Sociedades em Portugal. Além disso, para melhorar o estudo, poderiam ser usadas diferentes variáveis de controlo no modelo, além do tamanho e alavancagem da empresa, como os dividendos. Também são necessários mais estudos sobre os conselhos de administração, e não apenas analisar os efeitos da estrutura e composição do conselho sobre o desempenho da empresa. Um estudo relevante, seria realizar uma investigação aprofundada sobre o impacto das atividades desenvolvidas por cada administrador, a participação em reuniões e comités ou ainda a sua experiência no setor de seguros. Por fim, estudos futuros podem adotar diferentes metodologias, como aplicar outras regressões (por exemplo, 2SLS ou GMM para controlar a endogeneidade), a pesquisa qualitativa e o estudo de eventos para analisar a relação entre *Corporate Governance* e desempenho da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdullah, H. & Valentine, B. (2009), 'Fundamentals and ethics theories of corporate governance', *Middle Eastern Finance and Economics*, 4, 88-96.
- 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.
- Agrawal, A. & Knoeber, C.R. (1996), 'Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Alchian, A.A. & Demsetz, H. (1972), 'Production, information costs and economic organization', *American Economic Review*, 62(5), 772-795.
- Amess, K. & Drake, L. (2003), 'Executive remuneration and firm performance: Evidence from a panel of mutual organisations', *Discussion Papers in Economics*.
- Anderson, A. & Gupta, P.P. (2009), 'A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter?', *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(2), 61-79.
- Andreou, P.C., Louca, C. & Panayides, P.M. (2014), 'Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry', *Transportation Research Part E-Logistics and Transportation Review*, 63, 59-78.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D.W. & Lafond, R. (2006), 'The effects of corporate governance on firms' credit ratings', *Journal of Accounting & Economics*, 4(2), 203-243.
- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (2015-2020), *Relatórios de Evolução da Atividade Seguradora e da Atividade dos Fundos de Pensões*, 4º trimestre.
- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (2021), *Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões*, abril de 2021.

- Babu, B.P. & P.Viswanatham (2013), 'Corporate governance practices and its impact on indian life insurance industry', *International Journal of Innovative Research and Practices*, 1(8), 44-54.
- Beiner, S., Drobetz, W., Markus, M., & Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, *European Financial Management*, 12(2), 249-283.
- Bethel, J.E. & Liebeskind, J. (1993), 'The effects of ownership structure on corporate restructuring', *Strategic Management Journal*, 14, 15-31.
- Bhagat, S. & Black, B. (1997), 'Do independent directors matter?', Boulder: University of Colorado.
- Bhagat, S. & Black, B. (1999), 'The uncertain relationship between board composition and firm performance', *Business Lawyer*, 54(3), 921-963.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008), 'Corporate governance and firm performance', *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Black, B.S., Jang, H. & Kim, W. (2006a), 'Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from korea', *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Black, B.S., Jang, H. & Kim, W. (2006b), 'Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from korea', *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660-691.
- Boubakri, N. (2011), 'Corporate governance and issues from the insurance industry', *Journal of Risk and Insurance*, 78(3), 501-518.
- Cadbury, A. (1992), 'The financial aspects of corporate governance in the UK', London, UK.
- Caiado, ANIBAL CAMPOS & Caiado, JORGE. (2018), *Gestão de Instituições Financeiras (3ª Edição)*, Lisboa, Edições Sílabo.
- Chen, C. (2003). Investment Opportunities and the Relation between Equity Value and Employees' Bonus, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 941-974.

- Chen, V.Z., Li, J. & Shapiro, D.M. (2011), 'Are OECD-prescribed “good corporate governance practices” really good in an emerging economy?', *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), 115-138.
- Claessens, S. & Yurtoglu, B. (2013), 'Corporate governance in emerging markets: A survey', *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Clark, T. (2004), *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*, London and New York: Routledge.
- Clifford, P. and Evans, R. (1997), 'Non-executive directors: A question of independence', *Corporate Governance: An International Review*, 5(4), 224-231.
- Colbert, J.L. & Jahera, J.S. (1988), 'The role of the audit and agency theory', *The Journal of Applied Business Research*, 4(2), 7-12.
- Connelly, J.T. & Limpaphayom, P. (2004), 'Board characteristics and firm performance: Evidence from the life insurance industry', *Chulalongkorn Journal of Economics*, 16, 101-124.
- Conyon, M., & Leech, D., (1994). Top pay, company performance and corporate governance, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*.
- Core, J.E., Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. (1999), 'Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance', *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Crespi-Cladera R., & Gispert, C. (2003). Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies. *Review of Labour Economics and Industrial Relations*, 17, 103–126.
- Dahya, J. & McConnell, J.J. (2007), 'Board composition, corporate performance, and the cadbury committee recommendations', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 535-564.
- Dahya, J., Dimitrov, O. & McConnell, J.J. (2008), 'Dominant shareholder, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis', *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.

- Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1993), 'Board of directors leadership and structure: Control and performance implications', *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 17, 65-81.
- Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1998), 'Does board composition affect corporate performance? No!', *Directorship*, 24(7), 7-9.
- Dare, P. (1993), 'Corporate governance - an investors perspective', *The Treasurer*, 26-29.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, L. (1997), 'Toward a stewardship theory of management', *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- Dedu, V. & Chitan, G. (2013), 'The influence of internal corporate governance on bank performance - an empirical analysis for romania', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*.
- Deegan, C. (2004), *Financial accounting theory*: McGraw-Hill Australia Pty Ltd.
- Defond, M., Raghunandan, K. & Subramanyam, K.R. (2002), 'Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going concern and audit opinion', *Journal of Accounting Research*, 40, 1247-1274.
- Defond, M.L., Francis, J.R. & Wong, T.J. (2000), 'Auditor industry specialization and market segmentation: Evidence from hong kong', *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 19(1), 49-66.
- Del Guercio, D. & Hawkins, J. (1999), 'The motivation and impact of pension fund activism', *Journal of Financial Economics*, 52, 293-340.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001), 'Ownership structure and corporate performance', *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Dharwadkar, R., George, G. & Brandes, P. (2000), 'Privatization in emerging economies: An agency theory perspective', *Academy of Management Review*, 25(3), 650-669.
- Diacon, S.R. & O'sullivan, N. (1993), 'Managerial discretion and performance in large UK life insurance groups', *The 20th Seminar of the European Group of Risk and Insurance Economists*, Rotterdam.

- Diacon, S.R. & O'sullivan, N. (1995), 'Does corporate governance influence performance? Some evidence from u.K. Insurance companies', *International Review of Law and Economics*, 15, 405-424.
- Donaldson, L. & Davis (1991), J. H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1),49-65.
- Downen, R.J. (1995), 'Board director quality and firm performance?', *International Journal of the Economics of Business*, 2, 123-132.
- Erkens, D.H., Hung, M. & Matos, P. (2012), 'Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide', *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389-411.
- Ezzamel, M., & Watson, R. (2002). Pay Comparability Across and Within UK Boards: An Empirical Analysis of the Cash Pay Awards to CEOs and Other Board Members, 489–514. Edward Elgar Publishing Ltd.
- Faccio, M. & Lasfer, M.A. (2000), 'Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?', *Journal of Corporate Finance*, 6, 71-110.
- Faccio, M., & Lasfer, M. A. (1999). Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983), 'The separation of ownership and control', *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fama, E.F. (1980), 'Agency problems and the theory of the firm', *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Ferris, S.P., Jagannathan, M. & Pritchard, A.C. (2003), 'Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments', *Journal of Finance*, 58, 1087-1112.
- Fich, E.M. & Shivdasani, A. (2006), 'Are busy boards effective monitors?', *Journal of Finance*, 61, 689-724.
- Field, L., Lowry, M. & Mkrtychyan, A. (2013), 'Are busy boards detrimental?', *Journal of Finance and Economics*, 109(1), 63-82.

- Firth, M., Fung, P.M.Y. & Rui, O.M. (2006). Corporate Performance and CEO Compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12, 693– 714.
- Florackis, C., Ozkan, A., Kostakis, A. (2009). Managerial Ownership and Performance. *Journal of Business Research*, 62(12), 1350-1357.
- FRC (2014), 'UK corporate governance code', IN, Hogg, B. (ed.), London: The Financial Reporting Council Ltd. (FRC).
- Gheordunescu, M. E. (2013). Analysis of general insurance in the current period. *Management Strategies Journal*, Vol VI, Iss 2(20), 79-85.
- Gilberto, FERNANDO. (2012), *Manual Prático dos Seguros (2ª Edição)*, Lisboa, Lidel.
- Golden, B.R. & Zajac, E.J. (2001), 'When will boards influence strategy? Inclination x power = strategic change', *Strategic Management Journal*, 22, 1087-1117.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003), 'Corporate governance and equity prices', *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Gregg, P., Jewell, S. & Tonks, I. (2005). Executive pay and performance in the UK 1994-2002', CMPO working paper series, 05(122). Retrieved November 2012 from: http://people.exeter.ac.uk/ipt/201/research/Executive%20Pay_Performanceupdate6.pdf 05(122).
- Guo, Z. & Kga, U.K. (2012), 'Corporate governance and firm performance of listed firms in sri lanka', *Procedia - Social and Behavioral Sciences*.
- Gupta, K., Krishnamurti, C. & Tourani-Rad, A. (2013), 'Is corporate governance relevant during the financial crisis?', *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23, 85-110.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Governance Structure and Firm Performance of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 1034-1062.
- Henriques, J. C. S. (2004). A Supervisão de Seguros em Portugal. Fórum ISSN. Lisboa. 60-73.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1988), 'Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO', *American Economic Review*, 88, 96-118.

- Hillman, A.J., Canella, A.A. & Paetzold, R.L. (2000), 'The resource dependency role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change', *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-255.
- Ho, C.A. & Williams, S.M. (2003). International Comparative Analysis of the Association between Board Structure and the efficiency of Value Added by a Firm from its Physical Capital and Intellectual Capital Resources, *The International Journal of Accounting*, 38(4), 465-491.
- Holderness, C.G., Kroszner, R.S. & Sheehan, D.P. (1999), 'Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression', *Journal of Finance*, 54(2), 435-469.
- https://cgov.pt/images/ficheiros/2020/revis%C3%A3o_codigo_en_2018_ebook_copy.pdf
- https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/B3BD3647-07A0-4DA1-9175-4BB16EECE0CA/0/Relat%C3%B3rioEstabilidadeFinanceira_AF1.pdf
- Huang, L.-Y., Hsiao, T.-Y. & Lai, G.C. (2007), 'Does corporate governance and ownership structure influence performance? Evidence from taiwan life insurance companies', *Journal of Insurance Issues*, 30(2), 123-151.
- Huang, L.-Y., Lai, G.C., Mcnamara, M. & Wang, J. (2011), 'Corporate governance and efficiency: Evidence from u.S. Property-liability insurance industry', *Journal of Risk and Insurance*, 78(3), 519-550.
- Hussainey, K. & Al-Najjar, B. (2012), 'Understanding the determinants of riskmetrics/iss rating of the quality of UK companies' corporate governance practice', *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29(4), 366-377.
- Jackson, G. & Moerke, A. (2005), 'Continuity and change in corporate governance: Comparing germany and japan', *Corporate Governance: An International Review*, 13(3), 351-461.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–263.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jensen, M.C. (1993), 'The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems', *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- John, K. & Senbet, L.W. (1998), 'Corporate governance and board effectiveness', *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403.
- Johnson, J.L., Daily, C.M. & Ellstrand, A.E. (1996), 'Boards of directors: A review of research agenda', *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Karpoff, J.M., Malatesta, P.H. & Walkling, R.A. (1996), 'Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence', *Journal of Finance and Economics*, 42(3), 365-395.
- Kato, Takao & Cheryl Long. (2004). Executive Compensation, Firm Performance, and State Ownership in China: Evidence from New Panel Data. William Davidson Institute Working Paper no. 690 (revised in November 2004), University of Michigan.
- Kiel, G.C. & Nicholson, G.J. (2003), 'Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance', *Corporate Governance-an International Review*, 11(3), 189-205.
- Klapper, L.F. & Love, I. (2004), 'Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets', *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Klein, A. (1998), 'Firm performance and board committee structure', *Journal of Law and Economics*, 41(1), 137-165.
- Lipton, M. & Lorsch, J.W. (1992), 'A modest proposal for improved corporate governance', *The business lawyer*, 48(1), 59-77.
- Main, B., Bruce, A., & Buck, T. (1996). Total Board Remuneration and Company Performance. *The Economic Journal*, 106, 1627-1644.
- Mallin, C. (2012), *Corporate governance* 4th ed., Oxford: Oxford University Press.
- Marnet, O. (2004), 'Behavioural aspects of corporate governance', *Advances in Financial Economics*, 9, 265-285.
- Marnet, O. (2005), 'Behavior and rationality in corporate governance', *Journal of Economic Issues*, 39(3), 613-632.

- Mason, T. & Wallace, D. (1987), 'The downfall of a CEO', *Business Week*, 16, 76-84.
- McConnell, J.J. & Servaes, H. (1990), 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', *Journal of Finance and Economics*, 27(2), 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1988), 'Management ownership and market valuation: An empirical analysis', *Journal of Financial Economics*, 20(2), 293-315.
- Munisi, G. & Randøy, T. (2013), 'Corporate governance and company performance across sub-saharan african countries', *Journal of Economics and Business*, 70, 92-110.
- Njegomir, V. & Tepavac, R. (2014), 'Corporate governance in insurance companies', *Management - Journal for theory and practice of management*, 19(71), 81-96.
- OCDE. (2004) Os Princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades. Paris: OCDE.
 Obtido em 27 de Junho de 2019, de <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>
- Okura, M. & Yamaguchi, S. (2014), "Capital structure of non-life insurance firms in japan", Faculty of Economics, Nagasaki University Discussion paper series, 12, 1-8.
- Olson, D.E. (2000), 'Agency theory in the not-for-profit sector: Its role at independent colleges', *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 29(2), 280-296.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003), 'Corporate social and financial performance: A meta-analysis', *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- O'sullivan, N. & Wong, P. (1999), 'Board composition, ownership structure and hostile takeovers: Some UK evidence', *Accounting and Business Research*, 29(2), 139-155.
- Padilla, A. (2002), 'Can agency theory justify the regulation of insider trading', *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 5(1), 3-38.
- Peni, E. & Vähämaa, S. (2012), 'Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis?', *Journal of Financial Services Research*, 41(1), 19-35.

- Pfeffer, J. & Salancik, G. (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, New York: Haper and Row Publishers.
- Pound, J. (1988), 'Proxy contests and efficiency of shareholder oversight', *Journal of Financial Economics*, 20(2), 237-265.
- Randoy, T., Down, J. & Jenssen, J. (2003), 'Corporate governance and board effectiveness in maritime firms', *Journal of Maritime Economics & Logistics*, 5, 23-39.
- Ressas, M.S. & Hussainey, K. (2014), 'Does financial crisis affect financial reporting of good news and bad news?', *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 10(4), 410-429.
- Ross, S.A. (1973), 'The economics theory of agency: The principal's problem', *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Saker, J. and Saker, S. (2000), 'Large shareholder activism in corporate governance in developing countries: Evidence from india', *International Review of Finance*, 1, 161-194.
- Sami, H., Wang, J. & Zhou, H. (2011), 'Corporate governance and operating performance of chinese listed firms', *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
- Saravanan, P. (2012), 'Corporate governance and company performance: A study with reference to manufacturing firms in india'.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2012), *Research methods for business students*: Pearson.
- Schroeder, M. & Hamburger, T. (2002), 'Accounting reform gets big lift as senate panel backs new board', *Wall Street Journal*.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986b), 'Large shareholders and corporate control', *Journal of Political Economy*, 95(3), 461-88.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), 'A survey of corporate governance', *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Short, H. & Keasey, K. (1999), 'Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK', *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101.

- Silva, E. S., Mota, C., Queirós, M., & Pereira, A. (2016), *Finanças e Gestão de Risco Internacionais (2ª Edição)*. Porto: Vida Económica
- Stathopoulos, K., Espenlaub, S. & Walker, M. (2005). The compensation of the UK executive: lots of carrots but are there any sticks, *Competition & Change*, 9(1),89-105.
- Tam, O. K., & Tan, M. (2007). Ownership, Governance and Firm Performance in Malaysia. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 208-222.
- Vafeas, N. (2003), 'Length of board tenure and outside director independence', *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 1043-1064.
- Van Essen, M., Engelen, P.-J. & Carney, M. (2013), 'Does “good” corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firm-level governance mechanisms in the european financial crisis', *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), 201- 224.
- Weir, C. & Laing, D. (2001), 'Governance structures, director independence and corporate performance in the UK', *European Business Review*, 13(2), 86-95.
- Weir, C., Laing, D. & McKnight, P. (2002), 'An empirical analysis of the impact of corporate governance mechanisms on the performance of the UK firms'.
- Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(5-6), 579-611.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S. & Netter, J.M. (2012), 'Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance', *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Yermack, D. (1996), 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Zahra, S.A. & Pearce, J.A. (1989), 'Boards of directors and corporate financial performance - a review and integrative model', *Journal of Management*, 15(2), 291-334.