

1 2 9 0



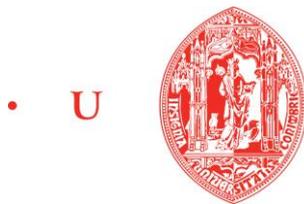
UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Carolina Miguel Carvalho Soares

**A INFLUÊNCIA DOS VALORES CORPORATIVOS,
ECONÓMICOS, SOCIAIS E AMBIENTAIS NO
VALOR DAS SOCIEDADES COTADAS – CASO
IBÉRICO**

*Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças orientada pela Professora
Doutora Liliana Marques Pimentel, apresentada à Faculdade de Economia da
Universidade de Coimbra*

Outubro de 2021



• U • C •

FEUC FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

A INFLUÊNCIA DOS VALORES CORPORATIVOS, ECONÓMICOS, SOCIAIS E AMBIENTAIS NO VALOR DAS SOCIEDADES COTADAS – CASO IBÉRICO

Ficha Técnica

Tipo de trabalho	Dissertação
Título	A Influência dos valores corporativos, económicos, sociais e ambientais no valor das sociedades cotadas
Autor/a	Carolina Miguel Carvalho Soares
Orientador/a(s)	Prof. Doutora Liliana Marques Pimentel
Identificação do Curso	2º Ciclo em Mestrado de Especialização Avançada
Área científica	Contabilidade e Finanças
Ano	2º

DEDICATÓRIA

À minha **mãe**. Pela sua coragem e força de vontade.
Pelo amor incondicional e por acreditar sempre em mim.

Agradecimentos

A realização deste trabalho não seria possível sem a compreensão, acompanhamento e carinho de todas as pessoas que de uma maneira ou de outra contribuíram para esta etapa tão desafiante na minha vida. Desejo, por isso, expressar os meus sinceros agradecimentos:

À minha orientadora, Prof. Doutora Liliana Marques Pimentel, por toda a disponibilidade e ajuda prestada.

À minha amiga Filipa Carvalho, estou-lhe grata pelos momentos de desabafo e confiança, sem dúvida que esta etapa se tornou mais prazerosa por estarmos a passá-las juntas. Foi indubitavelmente um dos meus pilares na concretização desta dissertação.

À minha mãe, o pilar da minha vida, sem ela nada disto teria sido possível, reconheço o seu esforço diário para apoiar as minhas escolhas e por me proporcionar o maior sucesso.

Ao meu irmão Ricardo e à sua namorada Ana Miguel, um agradecimento especial, pela leitura da tese e pelo apoio incondicional.

À minha irmã Inês por toda a paciência, pelo companheirismo e amizade.

Ao Carlos, meu namorado, agradeço principalmente pelo apoio emocional, compreensão e amor desde o primeiro dia.

A todos os meus amigos e à minha família, que me acompanharam neste percurso, agradeço a compreensão e as palavras de incentivo.

RESUMO

Atualmente as organizações que têm mais sucesso no futuro são aquelas que assumem os desafios globais e a consciencialização no que diz respeito à responsabilidade nas suas dimensões: social, ambiental, económica e corporativa. A sustentabilidade empresarial e o *corporate governance* são atualmente encarados como um dos principais fatores de sucesso das organizações, as empresas com ambições ao nível destas responsabilidades, devem definir estratégias cujo objetivo passe pela criação de valor económico e evolução da performance ao nível social, ambiental, económico e corporativo.

O presente estudo tem como principal objetivo analisar o impacto das quatro dimensões acima salientadas no valor da empresa. A amostra deste estudo é constituída por 53 empresas cotadas na Euronext Lisbon e na Madrid Stock Exchange (amostra pertencente à Península Ibérica). A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas foi o modelo de dados em painel.

Atualmente é compreensível observarmos a influência das medidas ambientais no valor da empresa, sendo a sustentabilidade empresarial encarada como um dos principais fatores de sucesso das organizações.

Neste sentido, é importante mencionar a importância das características específicas das empresas e a influência destas no valor das organizações. Neste estudo, as variáveis que mais influenciam são o tamanho da empresa, o lucro por ação e o preço do fecho das ações.

Os resultados obtidos demonstram que em Portugal, o valor da empresa é afetado pelas características de *corporate governance*, pelas medidas fiscais/contabilísticas e essencialmente, pelas características específicas de empresas, por outro lado, relativamente a Espanha, o valor da empresa é influenciado pelas características ambientais, de *corporate governance* e também pelas características específicas das empresas.

Palavras-Chave: *Corporate Governance*, Dimensões; Península Ibérica; Sustentabilidade, Valor da empresa;

ABSTRACT

At the present time, the organizations that have a foreseeable success are those that take on global challenges and are more aware of responsibility in all its dimensions: social, environmental, economic and corporate. Corporate sustainability and corporate governance are seen as one of the main success factors, as companies with ambitions leveling these responsibilities must define strategies supported by the creation of economic value and upgrade of their performance at the dimensions previously cited.

The main objective of this study is to analyze the impact of the social, environmental, economic and corporate policies on a company's value. The sample of our study is found by 53 companies listed on Euronext Lisbon and Madrid's Stock Exchange (sample belonging to the Iberian Peninsula).

In this regard, it is essential to mention the importance of the specific features of companies and their influence on the value of associations. In our study, the variables that sways the most are the size of the company, earnings per share and the closing price of the shares.

The results obtained shows that, in Portugal, the company value is affected by corporate governance characteristics, by tax/accounting measures and essentially by specific company characteristics. On the other hand, in Spain, the company's value is influenced by environmental features, corporate governance and by hallmarks of the companies. Currently, it is predictable to observe the impact of environmental measures upon company's value, and corporate sustainability is seen as one of the foremost success factors of the associations.

Key words: Corporate Governance, Dimensions, Iberian Peninsula, Sustainability, Company's value;

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Medidas de valor da empresa	27
Tabela 2 – Quadro – síntese dos estudos dos autores sobre as hipóteses testadas.....	42/43
Tabela 3.1 - Descrição das variáveis dependentes	44
Tabela 3.2 - Descrição das variáveis independentes	46/47
Tabela 4 - Resumo das empresas presentes no estudo e cotadas na euronext Lisbon e na Madrid Stock exchange.....	49
Tabela 5.1 - Resultados dos testes diagnóstico – Modelo 1.....	54
Tabela 5.2 - Resultados dos testes diagnóstico – Modelo 2	55
Tabela 6.1 - Estatística descritiva das empresas que compõem a amostra de Portugal	57/58
Tabela 6.2 - Estatística descritiva das empresas que compõem a amostra de Espanha	59
Tabela 6.3 - Estatística descritiva das empresas que compõem a amostra da península ibérica.....	60/61
Tabela 7.1 - Resultados de estimação dos Modelos 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Portugal	63
Tabela 7.2 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Espanha	68
Tabela 7.3 - Resultados de estimação do modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra da Península Ibérica	71
Tabela 8 – Quadro – síntese hipóteses testadas	75/76

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Conceito primordiais de Sustentabilidade	11
---	----

Lista de acrónimos, abreviaturas e siglas

ACS - (*Actividades de Construcción y Servicios*) - empresa espanhola dedicada à construção e engenharia civil

APA - Associação Portuguesa do Ambiente

ASG - Ambiental, Social e Governança

AudCom - (*Audit Committee*) - Comissão de Auditoria

Bind - (*Board Independence*) - Independência do Conselho

BSE - (*Bombay Stock Exchange*) - Bolsa de valores de Bombaim

Bsize - (*Board Size*) - Tamanho da empresa

CA - Conselho de Administração

CEO - (*Chief Executive Officer*) - Diretor Executivo

CG - (*Corporate Governance*) - Governança Corporativa

CMVM - Custo das Matérias Vendidas e Matérias Consumidas

CQNUMC - Convenção - Quadro das Nações Unidas sobre a Mudança do Clima

CORPGBC - (*Corporate Governance Board Committee*) - Conselho de Governança Corporativa

CS - (*Capital Structure*) - Estrutura de capital

EBIT - (*Earnings Before Interest and Taxes*) - Resultados antes de impostos e taxas

IBEX 35 - Índice de bolsa espanhola

ECO-92 - Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento

EEDS - *Estratégia Española de Desarrollo Sostenible* - Estratégia espanhola de desenvolvimento sustentável

EIKON - *Refinitiv Financial Solutions* - Software de Análise Financeira

ENDS - Estratégia Nacional de Desenvolvimento Sustentável

EPS - (*Earnings per Share*) - Lucro por ação

GA - Gastos Ambientais

GDP - (*Gross Domestic Product*) - Produto interno bruto

GRETl - *Gnu Regression, Econometric and Time-series Library* - Software econométrico

GRI - (*Global Reporting Initiative*) - Organização internacional de padrões independentes

GLS - *Generalized Least Squares* - Mínimos quadrados generalizados

IFRS - (*International Financial Reporting Standards*) - Normas internacionais de relato financeiro

KSE - (*Karachi Stock Exchange*) - Bolsa de valores do Paquistão

LSDV - *Least Squares Dummy Variable* - Variável Dummy de Mínimos Quadrados

NIAT - *Net Income After Tax* - Lucro líquido após impostos

NPM – (*Net Profit Margin*) - Margem de Lucro Líquido

OLS - (*Ordinary Least Squares*) - Mínimos Quadrados Ordinários

ONU - Organização das Nações Unidas

PIB - Produto Interno Bruto

PI - Península Ibérica

PRICEC - (*Price to close*) - Preço do fecho das ações

RAI - Resultado Antes dos Impostos

ROA - (*Return on Assets*) – Retorno sobre Ativos

ROC - Revisor Oficial de Contas

SBF - (*Société des Bourses Françaises*) - Índice da bolsa de paris

SA - Sociedade Anónima

SE – Sustentabilidade Empresarial

SGA - Sistema de Gestão Ambiental

SGPS - Sociedade Gestora de Participações Sociais

SVA - (*Shareholder Value*) - Valor do acionista

SGrow - (*Sales Growth*) - Crescimento das vendas

TGB - (*Tangibility*) - Tangibilidade

TBL - (*Triple bottom line*) - Tripé da sustentabilidade

UE - União Europeia

WBCSD - (*World Business Council for Sustainable Development*) - Conselho empresarial mundial para o desenvolvimento sustentável

WEF - World Economic Fórum

Parte I – Enquadramento Teórico

Capítulo 1 - Revisão da Literatura

1.1 - O Valor das empresas.....	4
1.1.1 - Indicadores de criação de valor	5
1.1.2 - Valor económico e valor para o acionista	7
1.2 – Sustentabilidade e o valor das empresas	9
1.2.1 – Conceitos e enquadramentos	9
1.2.2 - Sustentabilidade Corporativa	18
1.3 – <i>Corporate governance</i> e valor da empresa	20
1.4 – Revisão de estudos empíricos	23

Parte II – Estudo empírico Erro! Marcador não definido.

1 - Metodologia, amostra, variáveis e modelo	26
1.1 – Metodologia	26
1.2 – Amostra e Técnica de recolha de informação	26
1.3 – Hipóteses de investigação.....	27
1.4 - Variáveis em estudo.....	44
1.5 - Modelo empírico	49
2 - Resultados.....	63
Conclusão.....	78

Capítulo 1 – Introdução

Perante o cenário atual, cada vez mais exigente fruto da globalização das economias, da alteração da estrutura proprietária das organizações, das consequências da pandemia Covid-19, das constantes inovações tecnológicas e da competitividade no mercado global, as empresas começam a ter em consideração o processo de tomada de decisões sobre valores corporativos, financeiros e ambientais.

Visto que todas estas consequências desencadearam substancialmente o nível de risco nas decisões de gestão corrente ou estratégicas tomadas no âmbito da atividade das organizações.

Nos dias de hoje e tendo em conta o nosso panorama atual global económico e social, convém não esquecer o quanto é necessário um bom processo de tomada de decisões e uma boa gestão da empresa para um melhor processo de criação de valor empresarial.

A criação de valor empresarial é um requisito chave para o sucesso de uma organização. Conhecer o valor da empresa é um processo importante e concomitantemente controverso, sobretudo pelo grau de subjetividade existente na determinação de valor de uma empresa.

A criação de valor é apontada por diversos autores como uma das mais simples e melhores formas de medir o real valor de uma empresa, tal como para garantir a sua continuidade (Neto A., 2014). Para isso, é necessário que esta criação de valor seja constituída a partir de uma estratégia bem definida, com as devidas competências e de forma que essas ações sejam focalizadas nos fatores determinantes de valor (*value drivers*) da organização. Assim, este estudo surgiu com o objetivo de ajudar as empresas a identificarem quais são os fatores que mais influenciam a criação de valor empresarial, com intuito de estas se erguerem e se dedicarem a uma sociedade mais justa, inclusiva, neutra em carbono e uma economia mais circular.

O objetivo deste estudo é encontrar os fatores denominados “*value drivers*” que influenciam o processo de criação de valor. Os *value drivers* são indicadores ou medidas que podem influenciar o valor da empresa e na documentação atual encontram-se diversos fatores capazes de alterar estes indicadores (Sá, 2017). É através da

identificação destes, que as organizações definem as suas estratégias, de forma a estarem orientadas para as variáveis com maior impacto na criação de valor.

De modo a responder ao objetivo desta investigação, desenvolveu-se um modelo econométrico de regressão linear a fim de verificar a existência de uma relação funcional entre as variáveis dependentes (o q de Tobin ou o ROA – medidas do valor da empresa) e as variáveis independentes (tamanho da empresa, produto interno bruto, resultado antes de impostos, crescimento das vendas, gastos ambientais, tamanho do conselho de administração, comissão de auditoria, entre outros).

Por esse ângulo, o presente estudo visa analisar o valor da empresa estudando as três dimensões da sustentabilidade em simultâneo, e de forma a compreender quais os determinantes associados ao valor da empresa, em empresas cotadas em Portugal e Espanha, no período compreendido entre 2010 e 2020.

Esta dissertação é constituída por seis capítulos, sucede-se uma breve descrição de cada um deles:

O primeiro capítulo é composto por uma visão geral do estudo, onde se expõe os principais objetivos e motivações para a escolha do tema, e uma avaliação preliminar da metodologia utilizada.

O segundo capítulo é constituído pela revisão da literatura, onde se explora o conceito do valor da empresa, os indicadores de criação de valor, o conceito de valor económico e de valor para o acionista.

O terceiro capítulo é representado pelo conceito de sustentabilidade e o valor da empresa, preconizando os conceitos primordiais de sustentabilidade (responsabilidade social, responsabilidade corporativa e responsabilidade ambiental) e o conceito de sustentabilidade corporativa.

No quarto capítulo figuram o conceito de *corporate governance*, as suas teorias e o valor da empresa.

A segunda parte deste trabalho inclui a metodologia de investigação, onde se clarifica o método de recolha de dados, os indicadores analisados, informação relativa a cada variável e a interpretação de dados.

Por fim, expõem-se os resultados obtidos, findando assim esta dissertação com a apresentação das conclusões acerca deste trabalho de investigação, limitações do estudo e sugestões para uma futura pesquisa.

Parte I – Enquadramento Teórico

Capítulo 1 - Revisão da Literatura

1.1 - O Valor das empresas

Um dos objetivos fundamentais da estratégia empresarial está no desenvolvimento do desempenho para a criação de valor. Empresas com maior desempenho naturalmente possuem uma maior vantagem competitiva, isto é, uma capacidade de criação de valor acima da média dos seus concorrentes. A criação de valor é apontada por diversos autores como uma das mais simples e uma das melhores formas de medir o real valor de uma empresa. Existe a supracitada criação de valor quando uma empresa gera rendibilidades superiores ao custo de oportunidade do capital total investido.

Uma organização para criar valor necessita essencialmente de pessoas e de recursos – de informação. De acordo com Black et al., (2001), o conceito de valor existe desde que a sociedade começou a realizar atividades de comércio e acumulou capital e riqueza, sendo que ao longo do tempo o conceito de valor foi-se mutando, assumindo outras dimensões. Neves (2002) refere que a palavra, valor, é utilizada em diversos sentidos, apresentando como principais definições de valor: o de mercado, o extrínseco ou intrínseco, o valor para o investidor, o residual, o contabilístico, do goodwill, o justo valor, entre outros.

Genericamente, para se identificar o valor de uma empresa recorre-se às métricas de valor e aos seus fatores determinantes (por exemplo os indicadores económico-financeiros, indicadores ambientais, entre outros). A métrica de valor pode ser determinada através de um conjunto de métodos que avaliam o valor da empresa. Todavia, este pode ser determinado pelo modo de gestão da organização, pela responsabilidade social empresarial, pela relação ética e a transparência da empresa com todos os públicos com os quais se relaciona.

O cálculo do valor da empresa não é fácil, uma vez que este depende de diversos fatores económicos: o tipo de empresa, o avaliador, os objetivos da avaliação e a metodologia utilizada nesta medição (Kiss, 2016). Além dos diversos métodos de cálculo existentes, é necessário que o empresário saiba em profundidade os detalhes da organização, para evitar a libertação de dados e não influenciar o valor do negócio no mercado. Por isso,

este deve ter em atenção o contexto da organização onde a mesma se insere, o ambiente de trabalho, os dispositivos organizativos e hierárquicos, os aspetos tecnológicos, a estratégia e a cultura da organização, bem como outros elementos fundamentais no processo de avaliação.

Para que exista criação de valor é necessário que haja um conjunto de decisões estratégicas que promovam a gestão dos recursos envolvidos no negócio como um todo. Essas estratégias devem estar alinhadas com o desempenho e os objetivos da organização de forma que esta se mantenha competitiva e apresente respostas rápidas ao mercado.

Para isso, é necessário ter informações que auxiliem os gestores no processo de tomada de decisão, como por exemplo, a identificação dos principais *value drivers* da organização, sendo que estes permitem um aprimoramento constante das atividades de agregação de valor e de melhorar os processos que melhor desempenho apresentem. (Neto A., 2014).

1.1.1 - Indicadores de criação de valor

São diversos os indicadores para medir a criação de valor, indicadores com base nos resultados contabilísticos, na rentabilidade, nos fluxos de caixa, entre outros (Neves, 2012). Antes de existir a gestão baseada na criação de valor, as empresas eram avaliadas com base nas suas métricas de avaliação de desempenho, indicadores com base em cálculos, a partir das demonstrações financeiras das empresas, intitulados indicadores tradicionais de avaliação de desempenho.

Um dos indicadores mais utilizados para medir o valor da empresa é o indicador de retorno, ROA um indicador tradicional de análise da rentabilidade de ativos que expressa uma ligação entre o lucro operacional e o total do ativo líquido, com o objetivo de relacionar os resultados antes de impostos e encargos financeiros com o ativo total da empresa (Farinha, 1994). O ROA avalia o retorno obtido em termos operacionais por cada unidade monetária investida pela empresa, sendo que, quanto maior o valor do indicador, maior a propensão para o investimento gerar resultados (Fernandes et al., 2012). O desempenho é medido a partir dos ativos da empresa. A título de exemplo, um

ROA de 10% significa que cada 100 € de ativo líquido detido pela empresa gera 10€ de resultado operacional (Carvalho R.,2016).

Outros autores como Assidi et al., (2016) reiteram a importância deste indicador e a sua valorização como um fator decisivo na criação de valor. Este assume-se como uma medida eficiente no valor da empresa, uma vez que representa a relação entre os benefícios fiscais e os ativos da empresa. A maior vantagem do ROA é poder ser uma medida de fácil determinação e de fácil comparação entre diferentes organizações (Kiss, 2015). Este mesmo autor refere, no entanto, que não é uma medida cem por cento eficaz, por estar orientada para o passado e por se basear no valor económico das empresas.

O q de Tobin é um indicador não tradicional usado para medir o valor da empresa, nomeadamente a razão entre o valor de mercado dos ativos e o seu custo de reposição. Lindenberg & Ross (1981) afirmam que quando este rácio é superior a um, as empresas mostram motivação e capacidade para investir. Este também pode ser interpretado pela quantidade de valor existente em unidades monetárias, ou seja, o valor da unidade monetária investida na entidade por acionistas e credores (Santana, 2014).

Lang et al., (1989) sustentam que este indicador pode não ser usado apenas como medida de valor, mas usado como uma medida de desempenho, interpretando esta variável como uma função da qualidade de possíveis projetos atuais e futuros de uma empresa.

McConnell & Servaes (1995) utilizam o Q de Tobin como um indicador de oportunidades de crescimento. Empresas que apresentem um Q de Tobin superior a 1 são empresas que sabem gerir adequadamente os recursos escassos que possuem, ao passo que as que registam Q de Tobin menor a 1 normalmente apresentam lacunas nessa gestão. Neste estudo, pretende-se analisar a relação entre o valor das empresas e as variáveis determinantes da criação de valor, fiscais/contabilísticas, corporativas, ambientais e outras variáveis não específicas, pelo que a utilização da variável q de Tobin como variável dependente mostra-se bastante adequada.

1.1.2 - Valor económico e valor para o acionista

O valor de uma organização pode estar relacionado com a capacidade da mesma de gerar fundos suficientes para os seus custos de exploração, para a rentabilidade dos investimentos realizados e para a remuneração dos financiadores (Brealy et al., 2001). Muitas vezes essa capacidade não é suficiente para a sustentabilidade das empresas no mercado, aí surgem acionistas que investem o seu dinheiro, situação que compele a organização a formular e implementar estratégias de modo a maximizar o retorno dos mesmos.

Quando o principal objetivo das empresas é a criação de valor para os acionistas, os objetivos e a performance financeira são totalmente redirecionados para essa mesma criação, naturalmente esse objetivo não poderá ser alcançado sem corresponder, às necessidades de outros *stakeholders*, como os clientes e os trabalhadores. A criação de valor para os acionistas passou assim a estar inteiramente ligada à capacidade de criação de valor da empresa (Neves, 2008).

O valor económico pode ser definido pelo grau em que um bem ou serviço satisfaz as preferências individuais, também denominado como a componente económica de valor, este pode assumir a conceção de valor de uso e de valor de troca, conforme a importância que o indivíduo dá à satisfação das suas necessidades. Ambos podem ser medidos pela quantidade de dinheiro que um indivíduo está disposto a pagar por um bem ou serviço, ou pela quantidade de dinheiro que está disposto a aceitar como compensação por renúncia voluntária, na verdade, isso constitui a base da teoria da avaliação económica.

Na criação de valor, uma importante medida a tomar é o acompanhamento, monitorização e a gestão do nível de valor económico, uma vez que esta medida pode fornecer ferramentas para um melhor controlo e assim garantir à organização um desempenho mais concreto e seguro.

Com o mesmo intuito, pode-se dizer que o valor para o acionista está diretamente relacionado com o processo de criação de valor, sempre que o preço das ações limitar as ações discricionárias dos gestores, ou seja, más decisões de gestores irão sempre refletir um mau desempenho empresarial (Neto A. et al., 2014).

O valor económico e o valor para o acionista deve ser utilizado de forma a obter maiores vantagens competitivas empresariais, o objetivo é criar diferenças e/ou segmentações no mercado bem como uma melhoria operacional através da valorização económica e acionista.

1.2 – Sustentabilidade e o valor das empresas

1.2.1 – Conceitos e enquadramentos

Atualmente, os princípios que orientam o desenvolvimento sustentável são universalmente reconhecidos, foram pela primeira vez apresentados ao público no relatório de Brundtland (1987), “O nosso futuro Comum” dirigido pela ex-primeira-ministra norueguesa Gro Harlem Brundtland e elaborado pela Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, após as conferências mundiais do Rio e Joanesburgo.

O conceito de desenvolvimento sustentável constitui o maior esforço conhecido para conciliar a preservação do meio ambiente com o desenvolvimento económico. Inicialmente, a implementação do desenvolvimento sustentável estruturava-se em duas dimensões: o desenvolvimento económico e a proteção do ambiente. Após a Cimeira Social de Copenhaga, realizada em 1995, a vertente social foi incluída como o terceiro pilar do desenvolvimento sustentável (APA, 2008).

A Agenda 21 e a Declaração do Rio são um dos primeiros e um dos mais importantes documentos relacionados com o desenvolvimento sustentável, ambos resultantes da Cimeira da Terra, ou Conferência sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento (ECO 92), realizada no Rio de Janeiro em 1992.

A Agenda 21 é um documento orientador do estado, acordado entre 179 países com objetivo estratégico de alcançar o desenvolvimento sustentável. A adaptação a esta agenda é, pois, fundamental na definição da visão a longo prazo da empresa e no processo de geração de valor.

Para tal, é necessário que o contexto de sustentabilidade interno e externo à organização esteja orientado ao nível do *Corporate Governance*. O mérito dos resultados da conferência ECO-92 é até hoje louvado (Bursztyn et al., 2006), os seus efeitos mais visíveis, foram a criação do Protocolo de Kyoto, a Declaração do Rio e a Agenda 21, na Convenção da Biodiversidade e das Mudanças Climáticas.

A Cimeira da Terra, realizada em 2002 em Joanesburgo, foi uma importante conferência sobre o Desenvolvimento Sustentável que propôs a integração das três dimensões: a dimensão económica, a dimensão social e a dimensão ambiental.

Por último, e indubitavelmente o mais importante, o Acordo de Paris, negociado na capital francesa no decorrer do evento Copenhaga e aprovado a 12 de dezembro de 2015, constitui o tratado mais importante na temática da redução de emissão de gases de efeito de estufa e assume como principal objetivo a redução de emissões de dióxido de carbono.

A nível europeu foram dados os primeiros passos em relação ao ambiente com a criação da Direção Geral do Ambiente da Comissão Europeia. A ruptura da bolsa de mineração de lama tóxica da Boliden Apirsa em Aznalcóllar, Doñana – Andaluzia (Espanha), em 25 de abril de 1998, exaltou o conceito de sustentabilidade em Espanha (Paiva, 1998).

A elevada degradação do meio ambiente pela ocorrência deste desastre e por ser este, um dos espaços naturais mais valiosos e extensos da Europa, levou a União Europeia a criar um arcabouço legal de responsabilidade em relação aos riscos ambientais decorrentes de atividades antropogénicas e no desenvolvimento de leis de proteção do meio ambiente europeu.

Portugal foi um dos primeiros países europeus a consagrar a proteção ambiental na Lei Fundamental, contudo os primeiros passos na área da sustentabilidade só foram conhecidos em 1998, com a introdução do Plano Nacional para o Desenvolvimento Económico e Social. Em 2006, em conformidade com a União Europeia, Portugal adotou a Estratégia Nacional de Desenvolvimento Sustentável, elaborada pela Associação Portuguesa do Ambiente (APA, 2021).

Em Espanha o forte crescimento económico levou a um aumento do nível do rendimento per capita aproximando-se da média europeia, que consequentemente originou um aumento da pressão sobre o meio ambiente, culminando na Estratégia Espanhola de Desenvolvimento Sustentável (EEDS) , elaborada em 2006. A diretiva foi transposta para a legislação interna de Espanha através da Lei de Responsabilidade Ambiental, que incorpora praticamente na íntegra a diretiva de Responsabilidade Ambiental da União Europeia.

Portugal e Espanha, membros da UE e da ONU, têm um compromisso com o desenvolvimento sustentável resultante da cimeira da Terra, ambos estão comprometidos em atingir os objetivos de desenvolvimento do milénio, integrando as três dimensões da sustentabilidade nas políticas de desenvolvimento dos seus países.

Os objetivos de desenvolvimento sustentável estão integrados nas dez prioridades da Comissão Europeia, por isso a posição da UE é um excelente ponto de partida

relativamente ao desenvolvimento sustentável, juntamente com os seus Estados-Membros irão assumir uma posição de liderança na execução da Agenda 2030 das Nações Unidas.

1.2.1 – Sustentabilidade

Para nos pronunciarmos acerca do conceito de sustentabilidade, primeiramente devemos compreender o conceito de “responsabilidade Social”, de “governança corporativa” ou “*corporate governance*” e por fim, de “responsabilidade ambiental”.



Figura 1 – Conceito primordiais de Sustentabilidade

Como representado na ilustração acima a sustentabilidade não é um conceito isolado. *Corporate Governance* ou *governo das sociedades/empresas* diz respeito à forma como as empresas são controladas por meio das administrações, acionistas e empregados e como é que estas garantem a sua continuidade através de práticas transparentes e éticas.

Responsabilidade social aborda a forma como os trabalhadores e a comunidade se relacionam diretamente e de que maneira estas adotam posturas, comportamentos e ações que promovam o bem-estar do público.

Responsabilidade ambiental remete à responsabilidade das organizações perante ações de prevenção e reparação de danos ambientais (harmonia entre a organização e o meio ambiente).

1.2.1.1 - Conceito de responsabilidade social

O conceito de responsabilidade social surgiu pela primeira vez num manifesto subscrito por cento e vinte industriais ingleses, onde Rodrigues e Duarte afirmavam que para este conceito existir teria de subsistir um “equilíbrio justo entre os vários interesses dos públicos, nomeadamente os consumidores, os funcionários, os acionistas e ainda que, a organização para o seu bem-estar tinha de ser vista como um todo” (Rodrigues & Duarte, 2012).

Em 1953, Howard R. Bowen publica “*Social Responsibilities of the Businessman*”, com o intuito de difundir este novo conceito, asseverando a responsabilidade social como sensibilidade social, uma perspetiva teórica que afirma que as organizações não se devem preocupar exclusivamente em cumprir os normativos legais, mas sim em antecipar as necessidades sociais.

Na Europa, os conceitos sobre responsabilidade social evoluíram a um ritmo exponencial a partir da década de sessenta, com artigos de revistas e notícias de jornais que anunciavam a novidade oriunda dos Estados Unidos da América (Oliveira, 2002).

A humanidade deparava-se com graves problemas devido à escassez de recursos naturais, em consequência do consumo exagerado durante a revolução industrial do séc. XVIII. O modo de produção progressivamente mais insustentável aliado ao consumo em massa, traduziram-se nos problemas socioambientais vividos naquela época. Por conseguinte e devido ao cenário sociopolítico e cultural que se vivia, surgiram os movimentos ambientalistas com o desígnio de mudar esses comportamentos e contribuir para a preservação do ambiente (Kramer, 2002)

Na década seguinte, a doutrina difundiu-se pelos países europeus, França passou a exigir que as empresas apresentassem balanços periódicos do seu desempenho social

relativamente à mão de obra e às condições de trabalho, e rapidamente todos os países europeus adotaram essa medida. No entanto, o termo responsabilidade social das empresas só começou a ser aplicado na prática, na península Ibérica nos finais da década de noventa, do séc. XX.

O conceito de responsabilidade social é extenso e complexo, uma vez que, não existe um conceito único para compreender um comportamento socialmente responsável (Carrol, 1999). Carrol (1999) desenvolve um modelo piramidal de quatro dimensões da responsabilidade social empresarial. Na base da pirâmide está representada a dimensão económica, caracterizada pela avaliação e organização das obrigações das empresas, como por exemplo, produtividade, lucratividade e potencialidade de atender às expectativas dos acionistas.

Em seguida, encontra-se posicionada a responsabilidade da organização, a forma como a empresa respeita as leis e regulamentos existentes. Esta dimensão diz respeito ao comportamento adequado da empresa, perante o estado, dentro da estrutura legal e das exigências legais, que são impostas pelos municípios, assembleias legislativas estatais e agências de regulamentação do governo.

A terceira dimensão diz respeito à responsabilidade ética, referindo-se a princípios e padrões de uma conduta organizacional aceitável, incluindo os comportamentos e performance que a sociedade espera das organizações, muito mais além da lei. O princípio ético significa que, os tomadores de decisão nas empresas devem agir com integridade, justiça e imparcialidade, além de respeitar os direitos individuais.

Por último, no topo da pirâmide, encontra-se a dimensão discricionária ou filantrópica, relativa à responsabilidade como comprometimento na melhoria da qualidade de vida das comunidades (Carrol, 2004).

Atualmente, as ideias de responsabilidade social passam a influenciar o exercício da atividade empresarial, uma vez que, cada vez mais, existe uma preocupação significativa com a redução dos impactos negativos e o aperfeiçoamento de práticas socialmente responsáveis. É por isso, importante identificar uma espécie de novo padrão de comportamento corporativo, em que os procedimentos internos da empresa consideram aspetos alheios à sua atividade principal, como é o caso da responsabilidade social (Nascimento, L. F. et al., 2008).

1.2.1.2 - Conceito de *corporate governance*

O conceito de governo das sociedades, ou *corporate governance*, é definido como um sistema que controla e gere as atividades de gestão de uma entidade. Este sistema é composto por pessoas, políticas e processos que são necessários para se alcançar, com integridade, respeito, transparência e de forma responsável, as expectativas dos acionistas.

Corporate governance, enquanto conceito, tem vindo a ser progressivamente abordado no debate público, contudo, a sua raiz semiológica foi-se perdendo, levando a um uso corrente que carece de consistência, inclusive subestimando o seu significado original. Este conceito remonta aos séculos XX e a sua evolução tem sido contínua (Fadhilla & Hapsoro, 2017)

Em 1998, Espanha deu início à criação das primeiras regulamentações do *corporate governance*. Em Portugal, numa tentativa de acompanhar a UE, em novembro de 1999, iniciou as regulamentações do CG através das recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

Torna-se muitas vezes difícil compreender este conceito, essencialmente, por ser uma conceção mais abrangente do que a geralmente tida, não se tratando apenas de vincular os negócios aos objetivos macroeconómicos avançados ou à política industrial.

Corporate governance não é evitar que as empresas procurem lucros ou imponham "responsabilidades sociais" nos negócios, muito menos é sobre elevar as reivindicações das partes interessadas sobre as dos acionistas. É preciso compreender que o conceito se refere simplesmente a formas de fazer com que as ações, agentes e ativos de uma organização sejam direcionados aos fins corporativos definitivos delineados pelos acionistas da empresa.

Este conceito assume uma dinâmica articulada entre pessoas, processos e políticas, com o intuito de se obter uma melhor relação entre a administração da empresa e os interesses dos seus acionistas (Santos J., 2009). Está patente uma maior responsabilização do órgão de administração pelos resultados da empresa, através do uso mais eficiente dos seus recursos e de uma melhor gestão das expectativas de todas as partes interessadas, primando pelo alinhamento dos seus objetivos de rentabilidade a longo prazo e apoiando-se em premissas do desenvolvimento sustentável.

Atualmente, o verdadeiro conceito é muitas vezes deturpado e esquecido, e por isso, aplicado de uma forma tendenciosa. Convém, por isso, avivar os três princípios fundamentais do conceito original.

Primeiramente, é importante esclarecer que o *corporate governance* diz respeito às corporações, isto é, a maior parte das discussões populares e políticas deve ser sobre as empresas e não sobre outras formas de organização ou negócios.

Em segundo lugar, a definição estrita do *corporate governance* destaca o facto que esta envolve necessariamente três elementos fundamentais: agentes, princípios e resultados.

Isto significa que um determinado grupo de pessoas, os diretores corporativos, tornam-se responsáveis perante um segundo grupo, os proprietários corporativos, que por sua vez procuram um resultado, o objetivo corporativo. Se os diretores são responsáveis pelos acionistas, também são responsáveis pela maximização do valor empresarial.

Em terceiro lugar é através da identificação dos princípios do *corporate governance* que os agentes corporativos conseguem prestar contas aos acionistas pelo cumprimento ou incumprimento dos objetivos corporativos.

Numa perspetiva mais institucional, a OCDE explica que “o CG envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração e os seus acionistas e *stakeholders*”. Para além disso, o CG “fornece também uma estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos”, onde “se determina os meios para alcançar esses objetivos e monitorizar o desempenho” (OCDE, 2016).

1.2.1.3 - Conceito de responsabilidade ambiental

As primeiras conferências mundiais sobre a gestão ambiental surgiram no início da década de 90, com a criação do Conselho Empresarial Mundial para o Desenvolvimento Sustentável (World Business Council for Sustainable Development - WBCSD), um organismo empresarial com ações voltadas para a sustentabilidade.

Em 1998, foi definida a responsabilidade socioambiental, como "o compromisso permanente dos empresários de adotar um comportamento ético e contribuir para o

desenvolvimento económico, melhorando simultaneamente, a qualidade de vida dos empregados e das famílias, da comunidade local e da sociedade como um todo".

Atualmente o principal objetivo das campanhas de responsabilidade ambiental, é a consciencialização da necessidade de uma reeducação ambiental global, tanto da população como das empresas, sendo que em relação às empresas acresce também uma preocupação com o processo de criação de valor empresarial.

A responsabilidade ambiental é integrada pelas empresas como uma estratégia organizacional com o objetivo de a longo prazo alcançar uma posição socialmente responsável e uma relação entre a empresa e a sociedade, a fim de atingir padrões de qualidade específicos. A responsabilidade ambiental é uma parte integrante da sustentabilidade empresarial

A sustentabilidade empresarial é um conjunto de ações adotadas pelas empresas com o objetivo de atuar de forma cívica e consciente, tendo como principais pilares o respeito pelo ambiente e a sociedade em que está inserida.

A Navigator Company é um exemplo disso, além dos produtos fabricados derivarem diretamente de florestas, também usufruem de uma elevada percentagem de energia renovável. O papel é reciclado após a utilização, promovendo a transformação noutra produto de papel de características diferentes e menos exigentes, possuem certificação na gestão sustentável, promovendo assim os conceitos acima referidos. Por outras palavras, respeitam o ambiente e procuram a sustentabilidade.

A integração destes dois conceitos, tem como intuito refletir sobre a capacidade da organização na redução de poluição e utilização de recursos naturais, de forma a minimizar os inevitáveis danos nos sistemas de sustentação de vida.

1.2.2 - A sustentabilidade e o valor das empresas

Tudo começa com o conceito de sustentabilidade empresarial. Todas as organizações criam o chamado “Blended Value” (equidade social + sustentabilidade ambiental + desenvolvimento económico), restando apenas poder avaliar em que grau cada empresa maximiza as componentes de valor, que podem, certamente, ser direcionados para a sustentabilidade através do *triple bottom line*.

O chamado “triple bottom line”, de acordo com Elkington, é associado a um negócio quando este é considerado sustentável e proporciona simultaneamente benefícios económicos, sociais e ambientais (triple bottom line), inserindo-se assim num contexto competitivo e socioambiental como um agente de transformação positiva, transparente e ética.

Existem autores que afirmam que a sustentabilidade resulta da junção de dois fatores, o primeiro, o real comprometimento da empresa com os seus valores e o segundo, a aproximação estratégica da empresa aos seus *stakeholders* (Porter & Kramer, 2012).

A sustentabilidade empresarial deve ser compreendida como uma abordagem estratégica da empresa, onde o seu foco não é só a eficiência e eficácia, mas também o respeito pelo meio ambiente e pelo desenvolvimento sustentável da sociedade, aliado à produtividade da empresa e à criação de valor a longo prazo (Kocmanová et al., 2011).

Atualmente, fala-se muito da sustentabilidade ser um investimento, ou um desafio estratégico no quadro da procura de vantagens competitivas e de fatores de diferenciação face à concorrência. E não quer dizer que não seja, mas o que efetivamente acontece é que as empresas são forçadas através políticas estratégicas impostas pelo Estado, a implementar estratégias de sustentabilidade. É cada vez mais exigido que as empresas adotem uma conduta ética de diálogo constante entre todas as partes interessadas e o valor que está associado à marca e à reputação. Não admira, nestas circunstâncias, que as grandes empresas tenham já internacionalizado o conceito de sustentabilidade que passou a fazer parte do respetivo leque de valores corporativos (Santos, 2009)

Naturalmente, uma prática empresarial sustentável deve ser alcançada como uma oportunidade para geração de valor através da criação de novas oportunidades em

processos de empresa, quer operacionais, de gestão ou de marketing, de modo a criar novos negócios que alavancam o desempenho empresarial (Singh, 2014).

Assim, as organizações comprometidas com a sustentabilidade necessitam de uma liderança presente que interligue a sustentabilidade em todo o negócio, através de uma visão a longo prazo e uma comunicação eficaz a partir do topo. É esta verdadeira identidade da sustentabilidade que é capaz de envolver os *stakeholders* ao longo de toda a cadeia de valor, assim como motivar os trabalhadores para a sua concretização (Eccles et al., 2012).

Compreendendo melhor o conceito de sustentabilidade empresarial, devemos entender primeiro, o conceito de sustentabilidade com o conceito *corporate governance*.

1.2.2 - Sustentabilidade Corporativa

A Sustentabilidade Corporativa pode ser definida pela capacidade com que as empresas, através da aplicação do *corporate governance* e presença no mercado, atingem sucesso ao nível ambiental, potenciando positivamente os ecossistemas (melhorando os recursos naturais, diminuindo os níveis de poluição, etc.), as sociedades (apoiando as populações locais, criando emprego, etc.) e o desenvolvimento económico (distribuindo riqueza em dividendos, praticando salários justos, etc.).

Empresas com práticas de sustentabilidade voltadas para o *corporate governance* terão uma maior possibilidade de operar em harmonia na sociedade onde se inserem. Atualmente a sustentabilidade corporativa surge, incorporando os princípios da inovação social na sua base, com o objetivo de transformar o modelo de negócio das corporações nos seguintes pilares: social, ambiental e económico e com múltiplos níveis de governança

O conceito *corporate governance* está inteiramente ligado à sustentabilidade empresarial, que partindo do núcleo central da gestão da empresa, permite às organizações desenvolver estratégias e modelos com base na criação de valor social, económico e ambiental. O processo de criação de valor passa pela interligação da sustentabilidade com o *corporate governance*.

O conceito de CG necessita de um sistema composto por pessoas, políticas e processos que contenham uma resposta positiva aos riscos, interesses sociais, económicos e

ambientais, com o propósito de criar valor para as empresas e evitar também a deterioração do ecossistema que rodeia a corporação.

Através da sustentabilidade corporativa é possível a empresa atuar com maior transparência na gestão da mesma, alcançando uma boa imagem e melhor reputação, no mundo empresarial é encarada como uma vantagem competitiva, uma vez que agrega a criação de valor à procura de melhores resultados sociais e ambientais (Macedo et al., 2012).

1.3 – *Corporate governance* e valor da empresa

São diversos os autores que afirmam uma relação significativa entre o *corporate governance* e o valor da empresa, em empresas com melhores práticas em termos de CG, a performance empresarial também é visivelmente melhor, tal como a rentabilidade e a eficiência, para além de existir um aumento no valor do acionista e uma maior satisfação dos *stakeholders* (Tricker, B., 2011).

Corporate governance além de ser um sistema de controlo de avaliação das operações de uma empresa, é também um defensor dos direitos dos acionistas e um possível apaziguador dos conflitos de interesses. Uma vez que, é através de uma boa estrutura operacional e uma definição correta dos limites, dos papéis e das responsabilidades de cada membro da organização que existe uma melhor relação entre os investidores e os acionistas.

Foi a partir dos escândalos vividos por grandes empresas que se pela primeira vez questionou o papel e comportamento dos gestores. No caso da falência e colapso das grandes corporações americanas, como por exemplo a WorldCom, Enron e Adolphia, foram descobertos vários problemas resultantes da manipulação de dados e de erros na divulgação de informações ao mercado (Gonçalves, 2009), os comportamentos de gestão pouco éticos e os relatos financeiros duvidosos. Os desastres financeiros ocorridos levou aos investidores a tornarem-se cada vez mais cientes de que, organizações que são conhecidas por ter boas práticas de controlo de qualidade, fazem-no para alcançar e manter uma boa reputação, uma vez que há orientação para os investidores preferirem investir em empresas que adotem as melhores práticas de CG. Desta forma, o papel do CG é destacado nomeadamente no efeito destes mecanismos sobre o desempenho das empresas (Alabdullah, 2016).

Assim surgiu a necessidade de estudar a relação entre o *Corporate governance* e o valor da empresa, com o intuito de existir uma maior transparência na gestão das empresas. Vários estudos comprovam a relação entre CG e desempenho da empresa, mas os resultados são inconsistentes, alguns relatam resultados positivos e outros são mistos: negativos e positivos do desempenho da empresa (Alabdullah et al., 2016).

Pretende-se avaliar, se a performance da empresa, medida através de algumas variáveis que, tradicionalmente, têm vindo a ser referidas como medidas de avaliação

da performance, dependem da dimensão do CA, da independência do CA e da comissão de auditoria.

A relação entre a performance da empresa e as variáveis que caracterizam o CA dependerá, necessariamente de outras características da empresa como a sua dimensão, o crescimento, a sua estrutura financeira e o nível de endividamento, assim nessa relação, serão introduzidas variáveis de controlo baseadas nestas características específicas das empresas.

De acordo com Vilhena & Camargos (2014), empresas com maior dimensão tendem a apresentar níveis mais elevados de *Corporate Governance* e por sua vez, um maior desempenho, justificando assim a relação entre as variáveis, autores como Zimmermann et al., (2004), também afirmam o mesmo.

Só existe uma relação negativa entre o valor da empresa e o *corporate governance*, quando existe uma separação entre uma empresa e a sua gestão, uma vez que existe uma maior divergência de interesses e conflitos entre os vários agentes da empresa. Em contrapartida, obtém-se maiores vantagens ao nível do crescimento da atividade empresarial na existência dessa separação (Reis et al., 2013).

1.3.1 - Teorias do corporate governance

Existem duas teorias distintas que fazem parte do conceito do *corporate governance* : a teoria da agência e a teoria das partes interessadas (Freeman et al., 1984).

A primeira teoria analisa a relação entre os financiadores das empresas e os gestores e tem como objetivo primordial garantir o máximo retorno para os investidores (Tricker et al., 2009) esta centra-se nos problemas que surgem da divergência de interesses entre proprietários e administradores das empresas (conflitos de empresas).

A segunda teoria encontra-se na ótica das partes interessadas e tem como princípio base a sociedade (Tricker, 2009). O principal objetivo é observar como é praticada a gestão interna das empresas e como são repartidos os riscos e benefícios entre as várias partes interessadas, assegurando os interesses de um vasto grupo de participantes em vez de proteger somente os interesses dos acionistas.

Em suma, a primeira teoria foca-se na relação entre acionistas e gestores, a segunda protege todos os grupos de interesse da organização.

O objetivo dos estudos sobre “*Corporate Governance*” é examinar quais os mecanismos usados para diminuir conflitos e os gastos gerados por eles, de forma a obter uma maior eficiência nas organizações. O principal objetivo é gerar maior valor e reduzir os custos de agência, (gastos que decorrem de conflitos de interesse existentes numa empresa), o que pressupõe assim maior nível de governança. Naturalmente, grandes empresas possuem maiores recursos, logo maiores níveis de governança.

A teoria de Agência acredita que o tamanho do conselho de administração influencia positivamente a performance das empresas, conseqüentemente o valor da empresa também, uma vez que existe um maior número de elementos focados na gestão. A teoria dos *stakeholders* ou das partes interessadas acredita que o número de diretores influencia o valor da empresa por garantir um maior nível de transparência à organização (Mahmood et al., 2018).

A teoria da agência também tem como objetivo minimizar a assimetria existente entre gestores e acionistas, e conseqüentemente reduzir os custos de agência suportados. Na última década foram introduzidas diversas normas com o objetivo de alterar substancialmente as práticas de governança das empresas, tornando-as mais transparentes para os investidores (Faria M., 2013).

Autores como Sá et al., (2017), afirmam que as duas teorias em observação, sublinham a importância da presença de diretores não executivos e independentes nas empresas para reduzir os problemas de agência entre gestores e acionistas e ao mesmo tempo promover os interesses dos *stakeholders*.

1.4 – Revisão de estudos empíricos

São diversos os estudos sobre as medidas que mais influenciam o valor das empresas. No estudo de Beatriz Cancela (2019), sobre “os determinantes da sustentabilidade empresarial”, verificou-se através de um modelo de regressão linear, os determinantes associados ao desenvolvimento da sustentabilidade empresarial e ainda uma ligação entre as três dimensões da sustentabilidade em simultâneo e o desenvolvimento da sustentabilidade, em empresas cotadas na Península Iberica, no período compreendido entre 2013 e 2017.

O desenvolvimento da sustentabilidade é afetado pelo produto interno bruto, pelas características do *corporate governance* e essencialmente pelas características específicas das empresas, quer em Portugal, quer em Espanha. Neste estudo, o tamanho da empresa, a estrutura de capitais e a sua idade são as variáveis que mais influenciam o valor da empresa. Adicionalmente, nos dois países em estudo apresentam economias e estruturas de CG distintas, motivo pelo qual os resultados se apresentam diferentes. Se Portugal apresentava maior consideração pela presença de diretores independentes, Espanha denota mais valor para o tamanho do conselho de administração.

Relativamente à existência de comissão de auditoria, Espanha, acredita que esta comissão é fulcral no seio das sociedades, daí a existência desta em todas as empresas da amostra. Relativamente, ao conselho de responsabilidade corporativa, os dois países em estudo apresentam comportamentos semelhantes, provando que estas comissões ainda não apresentam significância estatística como determinante da sustentabilidade empresarial.

No estudo de Cátia Gaspar (2018) “ A influência do planeamento fiscal no valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon”, verificou-se através de um modelo de regressão linear, a existência de uma relação funcional entre a variável dependente (valor da empresa) e as seis variáveis independentes representativas de cada um dos efeitos. O modelo de regressão linear estimado, que melhor se ajusta aos dados recolhidos permitiu concluir que o valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon, é influenciado de forma positiva pela performance organizacional e pelas oportunidades de crescimento.

Assim, o aumento do rendimento produzido pelas atividades operacionais leva a um aumento do valor da sociedade e conseqüentemente as atividades operacionais da empresa são uma fonte geradora do seu valor. No mesmo sentido, o facto da performance organizacional influenciar positivamente o valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon significa que quanto mais o mercado valorizar o resultado das empresas, maior o seu PER e conseqüentemente maior o valor da empresa.

Como se evidenciou uma relação negativa entre o endividamento e o valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon, acredita-se que a autonomia financeira das sociedades é sempre mais valorizada.

Na relação entre os dividendos e o valor da empresa, o resultado obtido está relacionado com os custos de agência, uma vez que os interesses dos acionistas divergem dos interesses dos gestores. O planeamento fiscal também não influenciou o valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon, acredita-se que a implementação de estratégias de planeamento fiscal não é uma atividade relevante para estas sociedades, inclusive na sua valorização. Isto pode estar relacionado com os custos implícitos à atividade de planeamento fiscal ou simplesmente com o facto do mercado não valorizar as variações fiscais nem o nível de impostos pagos.

No estudo de Carlos Alberto Gonçalves, Fábio Roberto Ferreira, Gustavo Mendes e Juliane Ribeiro (2007) "Aliando o bom desempenho empresarial ao desenvolvimento sustentável: um estudo sob a ótica das perspetivas ambiental, social, económica e da governança corporativa" verificou-se em termos teóricos a importância do alinhamento do bom desempenho empresarial com o desenvolvimento sustentável.

Este trabalho tornou-se fundamental para compreender a interligação entre todos os valores (ambiental, social e corporativo) com o valor da empresa, através da inclusão do conceito de governança corporativa, das considerações sociais, ambientais e económicas, como um critério a atingir o desenvolvimento sustentável. Para além disso, este trabalho procurou compreender a dinâmica da tomada de decisões por parte dos altos executivos das empresas, através de um estudo qualitativo, multicaso, onde entrevistaram quatro empresas através da técnica laddering e uma pesquisa quantitativa, na qual utilizaram a modelagem de equações estruturais para a análise dos dados, contando para isso com o auxílio dos softwares SPSS e AMOS.

No que tange ao conteúdo a ser analisado, em ambas as fases do estudo são utilizados os critérios estabelecidos pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Este

estudo contribuiu para estabelecer uma coerência entre o discurso da empresa e suas práticas, evitar que empresas poluam o meio ambiente, maltratem os funcionários, praticam a corrupção ou a evasão fiscal, desrespeitem os direitos humanos ou impossibilitem, de outras maneiras, o chamado desenvolvimento sustentável.

Parte II – Estudo empírico

1- Metodologia, amostra, variáveis e modelo

1.1 – Metodologia

Neste capítulo, iremos proceder à explicação e ao desenvolvimento da metodologia adotada, que inclui: a definição da amostra, a identificação e a descrição de todas as variáveis em estudo. E por fim, a apresentação do modelo e a discussão dos resultados.

Este estudo tem como principal objetivo avaliar a influência de determinadas medidas no valor das sociedades cotadas na Península Ibérica. Mais especificamente, observar quais são os fatores determinantes do valor da empresa, se são as características específicas das empresas como o PIB, o EBIT, etc., ou se são medidas ambientais como os gastos ambientais ou o indicador de GRI ou se são medidas corporativas como a independência do conselho de administração, a comissão de auditoria, etc, ou medidas fiscais/contabilísticas como o RAI. A performance das 53 empresas cotadas será medida pelo ROA e pelo q de Tobin.

1.2– Amostra e Técnica de recolha de informação

A amostra do nosso estudo é constituída por 53 empresas cotadas na bolsa portuguesa e espanhola (Euronext Lisbon (PS20) e Euronext Madrid (IBEX35)). Os dados foram extraídos da base de dados Eikon – Refinitiv Eikon - Financial Analysis Solution. A informação recolhida é referente ao período entre 2010 e 2020. A lista de empresas foi formulada no mês de janeiro de 2020, pelo que, qualquer empresa que pertença à bolsa nos meses anteriores, ou posteriores não serão consideradas neste estudo. O painel de dados pode ser incompleto, pela saída de uma empresa cotada e pela inexistência de valores ambientais relativos ao ano de 2020. Ainda, podemos constatar na nossa amostra alguns dados que estão aleatoriamente ausentes e outros que não foram inseridos pelo sistema Eikon, dado que a sua atualização foi tardia, pelo que algumas das observações diferem entre a base de dados e o sistema.

Os critérios definidos para a nossa amostra, são os seguintes:

- i. Possuir pelo menos quatro anos consecutivos de dados (uma vez que é uma condição necessária para a estimação da correlação de segunda ordem (Arellano & Bond, 1991));
- ii. Possuir informação de CG para todos os anos em estudo (2010-2020);
- iii. Ser uma empresa não financeira (para uma melhor comparabilidade dos resultados e de forma a garantir a homogeneidade da amostra, uma vez que a estrutura financeira e contábilística é mais idêntica);

1.3 – Hipóteses de investigação

1.3.1 – Medidas de valor da empresa

As medidas utilizadas no nosso estudo para medir o valor da empresa são o q de Tobin e o ROA (Retorno sobre os ativos), conforme apresentado na tabela 1, e que representam as variáveis dependentes.

Tabela 1 – Medidas de valor da empresa

Medida	Cálculo	Autores
q de Tobin	Total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio, tudo a dividir pelo total do ativo	Santana (2014)
	Total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio menos os impostos diferidos, tudo a dividir pelo total do ativo	Lestari & Wardhani (2015)
	(Valor de Mercado de capitais próprios + Dívida) / (Total do ativo líquido)	Kiesewetter & Manthey (2017)
ROA	EBIT / Total do ativo	Badu & Appiah (2017) Vieira et al., (2018)

A variável q de Tobin é representada pelo valor de mercado dos capitais próprios mais o total da dívida a dividir tudo pelo total do ativo líquido. O objetivo desta medida é relacionar o valor da empresa com os seus investimentos, através da observação da capacidade de explicação dos mesmos.

No entanto, o cálculo do valor de reposição do capital ou dos seus ativos não é uma variável de fácil obtenção, motivo pelo qual vários autores motivaram a utilização de diferentes abordagens para o cálculo do q de Tobin. No estudo de Ross et al., (2007), utiliza-se o valor de mercado da empresa, para representar o valor global de ações e títulos, (no numerador do quociente).

Um dos modelos alternativos foi testado na investigação de Desai M. a, & Dharmapala (2009), onde o valor da empresa (q de Tobin) foi calculado pela divisão do total do ativo mais o valor de mercado das ações ordinárias em circulação menos o total do capital próprio pelo total do ativo. Outros autores, consideram o valor de mercado de capitais, uma medida alternativa para o valor da empresa.

São diversos os estudos que contemplam o q de Tobin como variável dependente, para medir a criação de valor, Kiesewetter & Manthey (2017). O q de Tobin é obtido pela divisão do valor de mercado da empresa e o valor contabilístico do total dos ativos, ou seja, pelo valor de mercado dos custos de reposição dos ativos. Esta variável é uma ótima medida de valor da empresa, dado à sua robustez e comparações com pesquisas recentes.

Em contrapartida, outros estudos afirmam que o q de Tobin pode não ser uma boa variável para determinar o desempenho das empresas. Uma vez que esta variável é geralmente definida pela relação entre o mercado e o valor contabilístico, um indicador de crescimento de oportunidades. O que realmente acontece, é que existem fortes razões teóricas para esperar que as oportunidades de crescimento sejam uma causa e não uma consequência, o que pode afetar a estruturas de CG e assim, diminuir o valor da empresa, Boone et al., (2007), & Lehn et al., (2009).

No nosso estudo, o q de Tobin é calculado por:

Mercado de capitalização + Total Dívida / Total Ativo

No estudo de Assidi (2016) o valor da empresa é medido pela variável económica ROA. O ROA representa o nível de rentabilidade das empresas nas suas atividades de transação comercial e foi calculado pela divisão do lucro líquido pelo total dos ativos.

Esta variável representa a rentabilidade de uma empresa, ou seja, o nível de rentabilidade com que os objetivos financeiros de uma empresa são alcançados. Na sua perspetiva o ROA é a medida mais eficiente para o valor da empresa e mede o desempenho financeiro, apresentando a relação entre os benefícios fiscais e os ativos corporativos da mesma. Diversos autores, afirmam que a maior vantagem do ROA, está no facto de esta variável ser tornar uma variável mais completa, e mais fácil de determinar e por ser uma variável que pode ser diretamente comparável com diferentes empresas. Em contrapartida, esta medida é orientada para o passado e se baseia maioritariamente no lucro, e por isso, torna-se uma medida menos segura, pelas mudanças existentes no valor económico das empresas (Kiss, 2015).

1.3. 2 - Medidas Fiscais e Contabilísticas

Os benefícios do planeamento fiscal, cada vez mais tem vindo a ser questionados. Porque apesar de existir uma redução dos impostos e um aumento do resultado líquido, a atividade de planeamento fiscal implica custos o que pode impedir a efetiva maximização dos lucros após impostos, nomeadamente: os relacionados com os salários dos profissionais que envolvem o seu tempo/esforço na atividade; os custos de transação das atividades de planeamento fiscal (S. Chen et al., 2010).

Neste sentido, os mecanismos de planeamento fiscal permitem aumentar o valor da empresa (X. Chen et al., 2014). Assidi et al., (2016), Lestari & Wardhani (2015), verificaram uma relação positiva entre o valor da empresa e o planeamento fiscal. O efeito operacional é aferido na literatura sobre o tema por diferentes indicadores. A variável RAI (resultado antes de impostos) é um deles, obtida diretamente da demonstração de resultados, tem sido incluída como variável independente nos estudos de base à nossa investigação (Kiesewetter & Manthey, 2017). Foi também considerado, por outros autores, o resultado líquido (Abreu et al., 2016). No entanto, no nosso modelo, para incluirmos o efeito operacional, relacionado com o nível de atividade da empresa, considerámos o lucro líquido após impostos e o (resultado antes de impostos).

- **Relação entre o RAI (Resultado Antes dos Impostos) e o valor da empresa**

O RAI (Resultado Antes dos Impostos) é uma medida que mede o efeito operacional de uma empresa, através deste indicador é possível ver se a empresa paga impostos ou não. Esta variável é obtida diretamente da demonstração de resultados e tem em conta, o efeito fiscal (Kiesewetter & Manthey, 2017). Lestari & Wardhani (2015) e Wahab & Holland (2012) preveem uma influência positiva do efeito operacional no valor da empresa. Os resultados evidenciam que o valor da empresa aumente com o aumento do rendimento produzido pelas atividades operacionais da empresa.

H1: Existe uma relação significativa entre o resultado antes do imposto e o valor da empresa.

- **Relação entre o NIAT (lucro líquido após impostos) e o valor da empresa**

O lucro líquido após impostos, ou niat, representa a lucratividade final de uma empresa, uma vez que mede o lucro da empresa após a dedução de todas as despesas e impostos. Através deste indicador é possível verificar a capacidade da empresa em gerar lucro e também a sua capacidade de cobrir as despesas fora de operações e impostos. Quanto maior for o lucro gerado, mais a empresa pode compensar os seus investidores e acionistas, por meio de dividendos e recompra de ações. À medida que uma empresa gera receita líquida adicional, maior é o dinheiro da empresa para investir, o que repercute maior poder de compra ou expansão do negócio. Uma empresa com um crescimento positivo do lucro líquido também está em melhor posição financeira para salvar as suas dívidas ou fazer uma aquisição para aumentar a competitividade e a receita. No estudo de Mulyadi D. et al., (2020), verificou-se que o lucro líquido teve um efeito positivo no valor da empresa. Quanto maior é a proporção de lucro líquido maior é o desempenho das empresas. Este é um importante indicador nas decisões de investimento. Os resultados de outra pesquisa evidenciam que o lucro líquido margem (NPM) e retorno sobre ativos (ROA) têm uma influência positiva no valor da empresa (Putri N., 2017)

H2: Existe uma relação significativa entre Lucro Líquido após impostos e o valor da empresa.

1.3.3 - Medidas Corporativas

A questão do *corporate governance* foi destacada após a crise financeira e o colapso do Leste Asiático a Enron e da WorldCom nos Estados Unidos. O conceito do *corporate governance* surgiu da necessidade de fortalecer os mecanismos de controlo corporativo, ou seja, a estrutura pela qual as empresas podem ser dirigidas e controladas.

Este conceito está meramente relacionado com a forma como as empresas são geridas ou governadas, o principal objetivo de CG é a criação de riqueza e valor para todos os grupos de interesse (Fadhilla & Hapsoro, 2017). O conceito do *corporate governance* compreende as estruturas, os processos e as relações pelas quais as empresas são controladas e dirigidas e, portanto, por meio das quais várias partes interessadas exercem controlo sobre uma empresa por meio do exercício de certos direitos, conforme estabelecido nas estruturas legais e regulamentares existentes, bem como os estatutos corporativos (John & Senbet, 1998). *Corporate governance*, atualmente, é um fator-chave nas relações empresariais, um elo de ligação entre a gestão, a administração e os acionistas, um processo através do qual as empresas respondem aos direitos e solicitações de todos os *stakeholders*. A estrutura do conselho corporativo em Portugal é semelhante à da maioria dos países europeus, consistindo num sistema de camada única, que compreende o CEO, outros administradores executivos e administradores não executivos, tal como em Espanha.

- **Relação do valor da empresa com o tamanho do conselho de administração**

O conselho de administração das empresas é uma importante variável no controlo interno da empresa, é através desta que é possível monitorizar e controlar a atividade da empresa. Com os mecanismos apropriados é possível ter uma melhor gestão da atividade da empresa. Um bom conselho de administração potencia maior transparência da organização na divulgação de informações, logo um maior valor (Dias et al., 2017). Portanto, considera-se que a variável é passível de influenciar o valor das empresas. Autores como Kalsie & Shrivastav (2016) num estudo de 164 empresas do Bombay Stock Exchange (BSE), afirmam que o tamanho do conselho de administração influencia positivamente a dimensão económica, este estudo aborda, ambos os indicadores (ROA e q de Tobin). Em contrapartida, Terjesen et al., (2016) obteve sinal

negativo na relação do tamanho do conselho de administração e as variáveis do valor da empresa, q de Tobin e ROA. No entanto, no estudo de empresas cotadas na bolsa do Reino Unido, evidenciou-se uma relação negativa entre o efeito do tamanho do conselho de administração e o desempenho da empresa, utilizando como variável dependente, q de Tobin, (Guest, 2009). Este autor afirma que grandes conselhos de administração promovem uma má comunicação e uma tomada de decisão inadequada, o que reflete um menor desempenho da empresa, ou seja, um menor valor empresarial. Por fim, a relação entre o tamanho do CA e o desempenho da empresa é controverso.

H3: Existe uma relação significativa entre a dimensão do Conselho de administração (BORDSIZE) e o valor da empresa.

- **Relação do valor da empresa com a independência do conselho de administração**

Cadbury (2000) afirma a influência significativa da independência do conselho na performance organizacional. Uma vez que os gestores independentes, como sabemos, devem ser externos à organização, na medida em que são isentos e objetivos na execução dos seus deveres, não tendo qualquer relação que interfira materialmente no seu julgamento e no seu exercício de funções. Sendo fatores externos podem influenciar para um melhor desempenho da organização. Num estudo de Almeida (2013), confirmou-se uma relação positiva entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa. Em contrapartida, esta variável tem tendência a prejudicar as medidas de valor da empresa, ou seja, os indicadores económicos. Uma vez que, a proporção de diretores independentes tem tendência a influenciar negativamente, o ROA e o q de Tobin, estudo realizado por Terjesen et al., (2016).

Os estudos de Silva et al., (2006), Prado et al., (2009) e Hsu & Wu, (2013) evidenciam uma relação positiva entre o número de membros independentes no conselho de administração e a performance das empresas. Em contrapartida, alguns autores argumentam que para reduzir esse conflito basta incluir conselheiros não executivos (independentes), (John e Senbet, 1998). A evidência empírica sugere que o desempenho aumenta com o grau de independência (Ahmed & Hamdan, 2015; Buallay et al., 2017).

H4: Existe uma relação significativa entre o nível de independência do Conselho de administração (Bind) e o valor da empresa.

- **Relação do valor da empresa com a comissão de auditoria**

O principal objetivo da comissão da auditoria é assegurar que a informação financeira foi de facto analisada por auditores externos independentes, competentes e qualificados, segundo os padrões internacionais, e que a informação divulgada reflete a verdadeira situação da empresa (Silva, 2006). A comissão de Auditoria surgiu com o intuito de atenuar a informação assimétrica vivida entre os diretores executivos e utilizadores externos à empresa e ao termos uma comissão de auditoria mais eficaz maior é a credibilidade da informação financeira publicada pelas empresas (Rodrigues, 2009).

Segundo Al-Matari (2012), quanto maior é a frequência de reuniões de uma comissão de auditoria, maior é a atualização dos conselheiros com as operações e o ambiente da empresa, ou seja, maior é a eficiência no monitoramento e controlo financeiro dos relatórios financeiros corporativos, logo maior é o desempenho da empresa, o que repercute um maior valor empresarial.

Existe uma relação positiva entre a presença da comissão de auditoria e o ROA, num estudo de uma amostra francesa de empresas indexadas na Société des Bourses Françaises - 250 Index (SBF 250), (Barka B. & Legendre 2017).

H5: Existe uma relação positiva e significativa entre a comissão de auditoria e o valor da empresa.

- **Relação do valor da empresa com o conselho de governança corporativa**

O conselho de governança corporativa tem um papel importante na estrutura da CG, uma vez que auxilia o conselho de governança corporativa na escolha das decisões importantes. Tal mencionado por Cadbury (2000), um conselho de CG ajuda na especificação da distribuição dos direitos e das responsabilidades, ao longo dos diferentes participantes na empresa, ditando as regras e os procedimentos para existir um melhor processo na tomada de decisões empresariais (Cadbury, 2000).

Naturalmente, o conselho de auditoria deve estar alinhado com a capacidade e as necessidades da organização. Desta maneira, visto que os conselhos são especializados em determinados assuntos e possuem competências e habilidades mais adequadas para recomendar determinadas decisões ao conselho, espera-se que empresas com mais conselhos estejam mais propensas a atingir um melhor desempenho no mercado financeiro. Este indicador apenas evidencia a presença ou não do conselho de CG na empresa.

H6: Existe uma relação significativa entre o conselho de governança corporativa e o valor da empresa.

1.3.4 - Medidas Ambientais

A dimensão ambiental é um dos três pilares básicos do processo de desenvolvimento sustentável e tem extrema importância na responsabilidade social empresarial. Cada vez mais, a dimensão ambiental é importante no mundo empresarial, na gestão e na análise das empresas, uma vez que potencia um maior sucesso e uma maior competitividade nas empresas a longo prazo. A dimensão ambiental da responsabilidade social das empresas surgiu com o intuito de desenvolver a consciência ambiental empresarial permitindo não só a diminuição da produção de resíduos e a emissão de agentes poluentes, mas também a redução dos custos afetos à eliminação de resíduos, aos sistemas de tratamento de poluentes e a poupança de energia. As medidas ambientais que mais podem influenciar o valor da empresa, ou as características da empresa, são os gastos ambientais.

Através da medição dos gastos ambientais, as empresas conseguem direcionar-se para produtos menos agressivos ao meio ambiente, o que reflete um melhor posicionamento no mercado, maior reputação, ou seja, um maior valor empresarial.

Cada vez mais, nas organizações cresce a necessidade de divulgar mais e melhor informação sobre a conduta empresarial, a forma como a empresa gere e identifica os riscos sociais, éticos e ambientais e o que fazem para explicar esses riscos a curto e a longo prazo. Daí surgiu a GRI, uma organização internacional de padrões independentes, com o objetivo de ajudar as organizações na elaboração de modelos de relatórios de reporte empresarial. O objetivo desta organização é incentivar as empresas

a fornecer informação que seja crítica para o negócio e para os *stakeholders*, com o objetivo de elaborar relatórios de sustentabilidade transparentes, responsáveis e não enviesados.

- **Relação dos Gastos Ambientais e o valor da empresa**

Os gastos ambientais, podem ser medidos pelo valor que as empresas despendem em gastos associados à eletricidade, água e aos combustíveis. O reconhecimento dos gastos ambientais pode trazer uma vantagem competitiva às empresas, uma vez que, a gestão eficaz dos gastos ambientais pode levar a uma redução de custos da mesma, com o intuito de avaliar o impacto dos gastos ambientais na rentabilidade da empresa. O reconhecimento dos gastos ambientais é um fator muito importante na construção da imagem de uma empresa perante o mercado e a sociedade. A análise e o reconhecimento dos gastos ambientais é um passo importante para encontrar o ponto ótimo de investimento em qualidade e para melhorar a relação dos gastos ambientais e dos benefícios económicos para as empresas. O reconhecimento dos gastos ambientais, possibilita um maior controlo das atividades empresariais e uma maior credibilidade das informações por parte das organizações. Quanto maior é o controlo, menor é o impacto das atividades empresariais no meio ambiente, menor valor empresarial (Moreno & Viegas, 2016). Canadas et al., (2017) complementam que as empresas com melhor desempenho de responsabilidade social empresarial têm menores níveis de restrições de financiamento, o que repercute um impacto positivo no custo de capital das empresas. Assim, as empresas tendem a mudar sua performance ambiental, aumentando o desempenho corporativo em termos de risco e retorno (Benedicto et al. 2018).

H7: Existe uma relação significativa entre os Gastos Ambientais e o valor da empresa.

- **Relação dos GRI e o valor da empresa**

Os padrões GRI ajudam as organizações a aumentar sua transparência e a comunicar tanto os aspetos positivos, como os impactos negativos no desenvolvimento

sustentável. Os padrões GRI permitem aumentar a consistência e a qualidade dos relatórios de sustentabilidade, o que ajuda organizações a atender às necessidades das partes interessadas (como os *stakeholders*) e assim obtêm um maior desempenho empresarial, o que repercute maior valor empresarial. Este indicador apenas representa a presença ou não do indicador de GRI nas empresas cotadas. Ainda não existem estudos sobre o indicador GRI e o valor da empresa.

Estudos mais próximos concluem que não existem evidências de relação significativa entre a sustentabilidade empresarial (índice SE) e o valor de mercado das empresas, Nossa et al., (2010), Perera et al., (2011).

H8: Existe uma relação significativa entre o indicador GRI e o valor da empresa.

1.3.5 - Características específicas das empresas

Nos últimos anos, os investigadores procuram, cada vez mais, estudar as características específicas das empresas e a sua relação com o desempenho empresarial, ou seja, com o valor da empresa.

- **Relação entre o Produto Interno Bruto e o valor da empresa**

Para além das características específicas das empresas, também as variáveis macroeconómicas podem ter impacto no desempenho das empresas, sendo uma delas o produto interno bruto (PIB). O crescimento do PIB implica um aumento da atividade económica de um país o que leva a uma maior rentabilidade do setor empresarial.

Diversos estudos afirmam que uma alteração significativa do PIB repercute um efeito significativo no mercado de ações, influenciado, assim, o valor da empresa. Uma vez que, quando os investidores procuram investir, um dos critérios é a taxa de crescimento do PIB como parte da sua decisão de alocação dos ativos. Autores, como Vieira, Neves & Dias (2019), afirmam uma relação positiva entre o PIB e o q de Tobin. Em

contrapartida, Terjesen et al., (2016) constaram que não existe uma relação significativa entre o PIB e a dimensão económica, com ambos os indicadores, q de Tobin e ROA, ao analisarem 3876 empresas de 47 países diferentes.

H9: Existe uma relação positiva e significativa entre o produto interno bruto e o desempenho empresarial.

- **Relação entre o EBIT e o valor da empresa**

O EBIT (Earnings before interest and taxes) é uma medida que permite analisar a capacidade produtiva e a eficiência de um negócio. É uma medida de fácil comparação entre empresas concorrentes. O EBIT ajuda o investidor a avaliar como está a real capacidade de uma empresa em gerar caixa, ou seja, quanto maior este indicador, mais eficiente é a operação da empresa. Se for eficiente, melhor é o desempenho da empresa, maior é o valor empresarial. Lestari & Wardhani (2015) e Wahab & Holland (2012) existe uma influência positiva do EBIT no valor da empresa, o aumento do rendimento produzido pelas atividades operacionais da empresa, repercute um aumento no valor da empresa.

H10: Existe uma relação positiva e significativa entre o EBIT e o valor da empresa.

- **Relação entre o EPS (Lucro líquido por ação) e o valor da empresa**

O lucro por ação é uma das mais importantes variáveis no valor da empresa, uma vez que reflete o desempenho futuro para a compra de ações. O preço das ações de uma empresa depende não apenas do desempenho alcançado no passado, mas das expectativas quanto às suas perspectivas futuras. Em termos técnicos, o preço da ação "contém essas informações e representa conceitualmente tanto o valor histórico dos ativos que possui como a expectativa de desempenho futuro, descontado pelo valor do dinheiro no tempo adequado". Os resultados dessas expectativas futuras são ilustrados na relação preço / lucro (p / e) comumente calculada, que divide o valor da ação atual pelo último valor de lucro relatado. Assim, um valor alto de EPS indica uma expectativa de alto nível de crescimento nos ganhos futuros, um valor baixo, uma expectativa de estabilidade ou mesmo declínio. O lucro por ação é um indicador que influencia o valor

na empresa, porque afeta as oportunidades de investimento. Segundo, Putri N. (2017), earnings por share (EPS) e return on equity (ROE) não têm um efeito significativo no valor da empresa.

H11: Existe uma relação significativa entre o lucro por ação e o valor da empresa.

- **Relação entre o tamanho da empresa e o valor da empresa**

O tamanho da empresa é uma variável medida pelo logaritmo natural do ativo (Assidi et al., 2016). Existem diversos estudos sobre esta variável e o valor da empresa. Basit & Hassan (2017), ao estudaram empresas cotadas na Karachi Stock Exchange (KSE), alcançaram resultados significativos e positivos, quando relacionaram esta característica específica das empresas e o ROA. No entanto, autores como X. Chen et al., (2014) e Kiesewetter & Manthey (2017) concluíram que não. Tal como, Kim & Limpaphayom (1998) confirmaram a existência de uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o valor da empresa.

Branco & Rodrigues, (2008), afirmam que o tamanho da empresa é uma importante variável no desempenho empresarial, uma vez que, como o total de ativos das empresas está diretamente relacionado com a visibilidade das mesmas no mercado, quanto maior o tamanho da empresa maior é a pressão por parte dos *stakeholders* para investir, o que repercute um aumento no valor da empresa. Estudos anteriores demonstram uma relação significativa entre o tamanho de uma empresa e o desempenho da empresa (Pasiouras & Kosmidou, 2007). Tal como os estudos de Adewale & Ajibola (2013), e Zeitun & Tian (2007) esperam uma relação positiva entre o tamanho e o desempenho de uma empresa.

H12: Existe uma relação significativa entre o tamanho da empresa e o valor da empresa.

- **Relação entre o Crescimento das vendas e o valor da empresa**

O crescimento das vendas é um indicador que reflete o desempenho financeiro da empresa, sendo este um indicador muito importante nas decisões de investimento. Este

indicador é passível de influenciar o valor da empresa. Autores como Davydov & Vähämaa (2014) afirmam a existência de uma relação positiva e significativa entre a variável q de Tobin e o crescimento das vendas numa amostra de empresas russas.

H13: Existe uma relação positiva e significativa entre o crescimento das Vendas e o valor da empresa.

- **Relação entre a tangibilidade e o valor da empresa**

São diversos os estudos, sobre a relação entre o valor da empresa e a tangibilidade, autores como Saleh et al., (2015) afirmam que quando as organizações possuem dívidas de longo prazo, existe uma maior influência na composição dos ativos, dado que os ativos intangíveis servem como garantia às dívidas.

As entidades que dispõem um bom nível de tangibilidade podem oferecê-la aos credores como garantia das dívidas, Brito et al., (2007). Normalmente, são estas as empresas que possuem uma maior capacidade de endividamento visto que os seus ativos podem ser vendidos em caso de insolvência empresarial.

O primeiro estudo apenas conseguiu resultados estatisticamente significativos para o ROA. Em contrapartida, Setiadharmas & Machali (2017) num estudo de amostra da Indonésia Stock Exchange verificou-se que a tangibilidade afeta negativamente o valor da empresa. A tangibilidade afeta o valor da empresa e é usada como forma de garantia, quando os ativos tangíveis são usados para aumentar a capacidade das empresas de ter dívidas mais altas a um custo mais baixo (Chen, 2010). No entanto, extensivamente investir em ativos tangíveis sem melhoria na lucratividade de uma empresa pode afetar negativamente o desempenho da empresa. Assim, a tangibilidade pode afetar o desempenho da empresa de forma positiva.

H14: Existe uma relação significativa entre a tangibilidade e o valor da empresa.

- **Relação entre a Idade e o valor da empresa**

Será que a maturidade das empresas influencia o valor das empresas. De acordo com Barka B. & Legendre (2017) e Pouraghajan & Malekian (2012), a idade tem um impacto positivo na performance económica das empresas, especificamente no ROA. Em contrapartida, outros estudos afirmam o contrário, como Dawar (2014), apurou que a idade influencia negativamente o ROA, num estudo que tinham como amostra empresas da Índia, a idade da empresa é não é uma garantia de que a empresa tem um maior valor. A idade da empresa é assim, considerada como uma variável que afeta o valor da empresa. Outra pesquisa conduzida por Ilaboya & Ohiokha (2016) mostraram que a idade da empresa tem um efeito positivo no valor da empresa.

H15: Existe uma relação significativa entre a Idade e o valor da empresa.

- **Relação entre a Estrutura capitais e o valor da empresa**

A estrutura de capitais de uma empresa resulta do mix de fontes de financiamento, incluindo dívidas, ações comuns e ações preferenciais. A estrutura ótima de capitais é deste modo encarada como a combinação dos financiamentos que maximizam o valor da empresa. Na ausência de imperfeições do mercado, ela deverá, simultaneamente, minimizar o custo médio ponderado de capital. Num estudo de empresas têxteis do Paquistão, Iqbal & Usman (2018), afirmaram existir uma positiva entre a estrutura de capital e o ROA. No entanto, Basit & Hassan (2017), constataram uma relação negativa entre a estrutura de capital e a dimensão económica das empresas, quando utilizada o ROA. Salim & Yadav, (2012) descobriram que a estrutura de capital das empresas tem uma estrutura negativa e impacto significativo no desempenho das empresas medido pelo retorno sobre ativos (ROA). Portanto, altos níveis de endividamento na estrutura de capital diminuem o desempenho da empresa.

H16: Existe uma relação significativa entre a Estrutura de Capitais e o valor da empresa.

- **Relação entre a Preço de Fecho das Ações e o valor da empresa**

O Preço de fecho das ações é indicador que reflete o preço a que se efetuou a última transação na bolsa. Quanto maior for o número de transações de títulos, maior é a confiança do investidor, logo esta variável é passível de influenciar o valor da empresa. Na literatura, são muito poucos os estudos com a variável price to close. Estudos mais próximos, estudam um conjunto de variáveis específicas à empresa no mercado de capitais americano. As variáveis estudadas são a capitalização bolsista (como medida de tamanho da empresa), o E/P, o rácio book-to-market e o rácio entre o montante do ativo e o valor das ações em valores de mercado e em valores contabilísticos (Sousa M., 2017). Os resultados sugerem que as variáveis mais significativas na explicação da rentabilidade das ações são a capitalização bolsista (como medida de tamanho da empresa) e o rácio book-to-market. A primeira apresentou uma relação negativa com a rentabilidade das ações, enquanto o segundo apresentou uma relação positiva (Fama & French, 1992).

H17: Existe uma relação significativa entre o Price to Close e o valor da empresa.

Abaixo é apresentada uma tabela com as posições dos autores no que respeita às variáveis específicas das empresas, às variáveis de *corporate governance*, às variáveis ambientais e as fiscais/contabilísticas associadas à performance das empresas e que também serviram de base para o presente trabalho.

Tabela 2 – Quadro-síntese dos estudos dos autores sobre as hipóteses testadas

Variáveis	Relações		Ausência de relação estatisticamente significativa
	Positiva	Negativa	
RAI (Resultado Antes dos Impostos)	Lestari & Wardhani (2015)		
	Wahab & Holland (2012)		
NIAT (lucro após impostos)	Mulyadi D. et al., (2020)		
	Putri N. (2017)		
Tamanho do Conselho de Administração	Kalsie & Shrivastav (2016)	Terjesen et al. (2016)	
	Dias et al., (2017)	Guest (2009)	
Independência do Conselho de Administração	Hsu & Wu (2013)	Terjesen et al., (2016)	
	Almeida (2013)		
	Silva et al., (2006)	John e Senbet (1998)	
	Prado et al., (2009)		
	Ahmed & Hamdan (2015)		
	John & Senbet (1998)		
Buallay et al., (2017)			
Comissão de auditoria	Al-Matari (2012)		
	Ben Barka & Legendre (2017)		
Conselho de governança corporativa			Cadbury (2000)
Gastos ambientais	Benedicto et al. (2018)		
	Canadas et al., (2017)		
Indicador de GRI			Nossa et al., (2010)
			Perera et al., (2011)
PIB - Produto Interno Bruto	Vieira, Neves & Dias (2019)		Terjesen et al., (2016)
EBIT	Lestari & Wardhani (2015)		
	Wahab & Holland (2012)		

Variáveis	Relações		Ausência de relação estatisticamente significativa
	Positiva	Negativa	
EPS - earnings por share			Putri (2017)
Tamanho da Empresa	Zeitun & Tian (2007)	Chen et al., (2014)	
	Basit & Hassan (2017)	Kiesewetter & Manthey (2017)	
	Branco & Rodrigues (2008)	Kim & Limpaphayom (1998)	
	Adewale & Ajibola (2013)		
Crescimento das Vendas	Davydov & Vähämaa (2014)		
Tangibilidade	Saleh et al., (2015)	Setiadharna & Machali (2017)	
	Chen (2010)		
Idade	Ben Barka & Legendre (2017)	Dawar (2014)	
	Pouraghajan & Malekian (2012)		
	Ilaboya & Ohiokha (2016)		
Estrutura Capitais	Iqbal & Usman (2018)	Basit & Hassan (2017)	
		Salim & Yadav (2012)	
Preço de Fecho das Ações	Fama & French (1992)	Sousa (2017)	

1.4 - Variáveis em estudo

Pela revisão da literatura efetuada, considerou-se as variáveis do *corporate governance*, as variáveis ambientais, as variáveis contabilísticos/fiscais e as variáveis específicas das empresas como variáveis suficientes para a avaliar a influência destas no valor da empresa.

2.2.1 – Variáveis dependentes

Para estudar o valor da empresa serão utilizadas duas medidas empresariais. A primeira medida é o q de Tobin (rácio de mercado) mede o valor da empresa e a capacidade de explicação dos seus investimentos e a segunda medida o ROA (rácio de natureza contabilística), que procura medir o desempenho de cada empresa através da eficiência operacional – rentabilidade operacional dos ativos.

Tabela 3.1 – Descrição das variáveis dependentes

Denominação das variáveis (PT)	Definição/Proxy	Denominação das variáveis (ING)
Tobin's q	(Valor de Mercado de capitais próprios + Dívida) / (Total do ativo líquido)	q de Tobin
Retorno Operacional do Ativo	(EBIT/ Total do ativo)	ROA

Descrição de variáveis:

- **ROA**

A variável ROA, é um indicador de retorno dos ativos, que revela a percentagem de rentabilidade dos ativos de uma empresa enquanto potencial de receita, ou seja, a rentabilidade de investimento. Naturalmente, quanto maior é o valor deste indicador,

maior é a propensão para esse investimento gerar resultados e melhor será a sua performance empresarial, o que repercute um aumento do valor da empresa.

- **Tobin 's Q Ratio**

O q de Tobin é um indicador que mede o valor de mercado da empresa, e o valor de reposição dos ativos físicos da mesma. Esta variável indica o valor da empresa através da capacidade de explicação dos seus investimentos (Tobin, 1969).

O q de Tobin, como sabemos, é uma medida prospectiva, que capta o valor da empresa como um todo e não como a soma das suas partes, incluindo implicitamente o valor esperados dos fluxos de caixa esperados, que são capitalizados ao valor de mercado dos ativos da empresa (Dezso & Ross, 2012). O indicador q de Tobin não estava disponível na base de dados Eikon, razão pela qual foi construído a partir de três variáveis: Market Capitalization, Total Liabilities e Total Assets. Ou seja:

q de Tobin = (Capitalização de Mercado + Total Dívida) / Total Ativo.

Em suma, estas duas variáveis dependentes medem o valor da empresa, de forma diferente, o q de Tobin tem em conta o risco das empresas, ao contrário do ROA, uma medida contabilística, que pode ser mais afetada por convenções contabilísticas e pela manipulação estratégica de resultados (Bennouri et al., 2018). O ROA calcula os resultados com base em eventos que já ocorreram, ou seja, com base no passado, em contrapartida, o q de Tobin calcula os resultados com base no desempenho futuro. (Campbell & Mínguez V., 2008).

2.2.2 - Variáveis independentes

A tabela a seguir, expõe as variáveis independentes presentes no estudo integradas no modelo de estimação, que já foram expostas anteriormente.

Tabela 3.2 – Descrição das variáveis independentes

Denominação das variáveis (PT)	Definição/Proxy	Denominação das variáveis (ING)
Características económicas		
Produto Interno Bruto	Taxa de crescimento real do PIB - PIB a preços de mercado	GDP
Lucro por ação	EPS - earnings per share – resultado por ação	EPS
Preço de fecho das ação	Número transações de ações no fecho	PRICEC
Lucro Antes dos Juros e dos Impostos	Resultado Operacional	EBIT
Características contabilísticas fiscais		
RAI	RAI – resultado antes de impostos	RAI
Lucro líquido após impostos	Lucro líquido após impostos	NIAT
Características ambientais		
Gastos Ambientais (GA)	Valor (em euros) que as empresas despenderam em gastos associados à eletricidade, água e combustíveis. Gasto ambiental resultante da alteração dos impostos.	GA
GRI	Variável dummy que representa a existência (1) ou não (0) de indicador de GRI	GRI

Denominação das variáveis (PT)	Definição/Proxy	Denominação das variáveis (ING)
Características específicas das empresas		
Tamanho da empresa	Ln (Ativo Total)	Size
Estrutura de Capital	Dívida Total/ Capital Próprio	CS
Idade	Número dos anos de existência da empresa	Age
Tangibilidade	Ativos Fixos Tangíveis/ Total de ativos	TGB
Crescimento das Vendas	$\frac{Vendas\ t - Vendas\ t-1}{Vendas\ t-1} * 100$	SGrow
Características <i>corporate governance</i>		
Conselho de Governança Corporativa	Variável dummy que representa a existência (1) ou não (0) de uma comissão responsável pela responsabilidade social e corporativa	CORPGBC
Independência do CA	Relação entre o número de diretores independentes e o número total de diretores	Blnd
Tamanho do CA	Número de diretores existentes no conselho de administração	Bsize
Comissão de Auditoria	Variável dummy que representa a existência (1) ou não (0) de uma comissão responsável pela auditoria	AudCom

As variáveis independentes são: a variável SIZE (tamanho da empresa), definida pelo logaritmo total dos ativos de uma empresa. A variável GDP, o PIB a preços correntes. A variável EPS, lucro por ação, a variável Price to Close representado pelo número de fecho das ações, o EBIT, conhecido pelo lucro antes de juros e impostos, e outras características específicas das empresas como: a estrutura de capitais, a idade, a tangibilidade e o crescimento das vendas, entre outros. Ainda, estão presentes as medidas contabilísticas/fiscais RAI e NIAT.

As variáveis ambientais, GRI e Gastos Ambientais que refletem a presença de responsabilidade ambiental nas organizações. A GRI é representada como uma variável dummy que assume valor 1 se o indicador GRI é utilizado e 0 caso o contrário.

E por fim, as medidas corporativas que refletem a presença de responsabilidade corporativa nas empresas. O tamanho do conselho de administração representada pelo número de elementos do conselho de administração de cada empresa em cada ano, a

variável conselho de governança corporativa que significa conselho de governança corporativa, representada como uma variável dummy que assume valor de 1 quando existe essa comissão e 0 caso o contrário, tal como a variável comissão de Auditoria, se existe ou não comissão de auditoria e finalmente, a variável Bind que significa a presença de membros independentes do conselho de administração.

Assim, e após as exclusões acima justificadas, a amostra em estudo é constituída por 53 empresas, das quais 18 são portuguesas e 35 são espanholas. Posto isto, as tabelas 2.4 compreendem as empresas em análise.

2.3 - Empresas cotadas na Euronext Lisbon e cotadas na Madrid Stock Exchange

Tabela 4 - Resumo das empresas presentes no estudo e cotadas na Euronext Lisbon e na Madrid Stock Exchange

Empresas cotadas na Euronext Lisbon	Empresas cotadas na Madrid Stock Exchange
▪ Altri, SGPS, SA Luz Saúde, SA	▪ Indústria de Diseño Têxtil SA
▪ Banco Comercial Português SA	▪ Iberdrola SA
▪ Corticeira Amorim, SGPS, SA NOS, SGPS	▪ Banco Santander SA
▪ CTT Correios de Portugal SA	▪ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
▪ EDP – Energias de Portugal, SGPS, SA Novabase – SGPS, SA	▪ Amadeus IT Group SA
▪ EDP Renováveis SA	▪ Endesa SA
▪ Galp Energia, SGPS, S.A.	▪ Siemens Gamesa Renewable Energy SA
▪ Ibersol – SGPS, SA Sonae Indústria, SGPS, SA	▪ Cellnex Telecom SA
▪ Jerónimo Martins – SGPS, SA Toyota Caetano Portugal, SA	▪ ArcelorMittal SA
▪ Mota Engil SGPS SA	▪ Aena SME SA
▪ NOS SGPS SA	▪ Telefónica SA
▪ Novabase SGPS SA	▪ Naturgy Energy Group SA
▪ Pharol SGPS SA	▪ Ferrovial SA
▪ Ramada Investimentos e Indústria SA	▪ Grifols SA
▪ Ren Redes Energéticas Nacionais SGPS SA	▪ Repsol SA
▪ Semapa Sociedade de Investimento e Gestão SGPS SA	▪ Caixabank SA
▪ Sonae SGPS SA	▪ ACS Actividades de Construccion y Servicios SA
▪ The Navigator Company, SA	▪ International Consolidated Airlines Group SA
	▪ Red Electrica Corporacion SA
	▪ Acciona SA
	▪ Mapfre SA
	▪ Enagas SA
	▪ Bankia SA
	▪ Bankinter SA
	▪ Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA
	▪ MERLIN Properties SOCIMI SA
	▪ Solaria Energia y Medio Ambiente SA
	▪ Viscofan SA
	▪ CIE Automotive SA
	▪ Acerinox SA
	▪ Banco de Sabadell SA
	▪ Almirall SA
	▪ Pharma Mar SA
	▪ Indra Sistemas SA
	▪ Melia Hotels International SA

1.5 - Modelo empírico

De forma a descrever o modelo econométrico proposto, e tendo em conta a revisão de literatura efetuada. A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas no capítulo anterior é a metodologia de dados em painel, um modelo econométrico de regressão linear, uma metodologia simples de designação de informações, com o objetivo de tratar e detetar os efeitos e observações repetidas de um conjunto de informações temporais e de cross section (Arellano, 2003). Este é um modelo, que leva em conta, a exogeneidade e o controlo de características não observáveis conjuntamente numa cross-section e time-series, uma especificação mais complexa e que apresenta mais vantagens relativamente a outros modelos.

Segundo, Wooldridge (2002), o modelo econométrico dados em painel permite obter múltiplas observações, armazenar uma maior quantidade de informação, ou seja, uma maior quantidade de dados com maior eficiência e com maior graus de liberdade. Tal como, um maior controlo na complexidade de relações entre as variáveis.

Adicionalmente, e por observação de outros estudos, este modelo controla também a multicolinearidade, pela redução do grau de colinearidade entre as variáveis explicativas, e ainda, a heterogeneidade, com o objetivo de não se ter resultados fortemente enviesados, pelo surgimento de características diferenciadoras dos indivíduos (Takamatsu et al., 2007) .

Posto isto, a fórmula genérica ou base do modelo de estimação é:

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

onde:

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

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

$N \times T$ é o número de observações

X_{it} são as variáveis explicativas dos indivíduos i no período do tempo t

De forma a testar a influência das medidas no valor da empresa, desenvolveu-se um modelo com base nos pressupostos de validação, que nos permite estudar a existência ou não de uma relação linear entre as variáveis escolhidas.

Assim, os modelos propostos são os seguintes:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RAI_{it} + \beta_2 NIAT_{it} + \beta_3 Boardsize_{it} + \beta_4 BInd_{it} + \beta_5 AudComit + \beta_6 CorpGBC_{it} + \beta_7 GA_{it} + \beta_8 GRI_{it} + \beta_9 GDP_{it} + \beta_{10} EBIT_{it} + \beta_{11} EPS_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Sgrow_{it} + \beta_{14} TGB_{it} + \beta_{15} AGE_{it} + \beta_{16} CS_{it} + \beta_{17} PRICE_{it} \dots\dots\dots (1)$$

$$q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 RAI_{it} + \beta_2 NIAT_{it} + \beta_3 Boardsize_{it} + \beta_4 BInd_{it} + \beta_5 AudComit + \beta_6 CorpGBC_{it} + \beta_7 GA_{it} + \beta_8 GRI_{it} + \beta_9 GDP_{it} + \beta_{10} EBIT_{it} + \beta_{11} EPS_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Sgrow_{it} + \beta_{14} TGB_{it} + \beta_{15} AGE_{it} + \beta_{16} CS_{it} + \beta_{17} PRICE_{it} \dots\dots\dots (2)$$

Onde ROA_{it} e $q \text{ de Tobin}_{it}$, são as variáveis dependentes do estudo e representam o retorno operacional do ativo e o q de Tobin.

Relativamente às variáveis independentes são dadas por:

- GDP_{it} - Gross Domestic Product – Produto interno bruto;
- $EBIT_{it}$ - Resultados operacionais;
- $BSize_{it}$ - Tamanho do CA;
- GA_{it} - Gastos ambientais;
- GRI_{it} – Indicador de GRI;
- RAI_{it} - Resultados antes de impostos;
- $BInd_{it}$ – Independência do CA,
- $AudComit$ – Comissão de auditoria,
- $CorpGBC$ – Conselho de governança corporativa;
- $Size_{it}$ – Tamanho da empresa;
- CS_{it} – Estrutura de capital;
- $SGrow_{it}$ – Crescimento das vendas;
- Age_{it} – Idade;
- TGB_{it} – Tangibilidade;
- $PRICE_{it}$ – Preço de fecho das ações;
- $NIAT_{it}$ - Lucro líquido após impostos;
- EPS_{it} – Lucro por ação;

2.5 - Método de estimação

Na metodologia de Dados em painel podemos considerar três casos particulares de modelos: a pooled regression - OLS, o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios (Marques, 2000). Os modelos pooling são modelos de hipóteses clássicas estimados pela aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários (ou Ordinary Least Squares – OLS).

Para o modelo funcionar, é necessário partir do pressuposto que todas as empresas apresentam o mesmo valor para a constante do modelo, isto é, tenham parâmetros que permaneçam constantes para diferentes empresas ao longo do tempo. O modelo de efeitos fixos, é um modelo estimado pela aplicação do método LSDV (Least Squares Dummy Variable), e o modelo de efeitos aleatórios é estimado pelo método dos mínimos quadrados generalizados (ou Generalised Least Squares - GLS). Este último modelo é relativamente mais fácil de estimar, uma vez que trata das diferenças individuais de forma sistemática, assumindo que estas podem ser captadas por diferenças no termo constante.

2.6 – Testes de diagnósticos do painel

De forma a validar qual o modelo mais adequado, realizam-se os testes de diagnóstico de painel, que testam os modelos apresentados (Batista A., 2017). Nos modelos em painel podemos considerar três testes em particular o teste F, o teste Breusch – Pagan e o teste de Hausman:

2.6.1- Teste F:

O teste F é um teste estatístico que pretende testar a significância de um conjunto de parâmetros. Com a realização deste teste valida-se a hipótese do modelo pooled dos mínimos quadrados ser o mais adequado e não se rejeita a hipótese nula quando existe homogeneidade na constante, isto é, quando o p-value for superior a 5%.

2.6.2 - Teste Breusch - Pagan:

Este teste pretende avaliar se o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado à análise do painel (Marques, 2000). Quando $H_0 = \sigma^2_n$ a constante é comum, pelo que o modelo mais adequado é o pooled dos mínimos quadrados, isto, quando o p-value é superior a 5%. Caso se verifique o oposto, $H_0 \neq \sigma^2_n$, rejeita-se a hipótese nula, o melhor modelo é o dos efeitos aleatórios.

2.6.3 - Teste de Hausman:

O teste de Hausman verifica se o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado que o modelo de efeitos fixos. Para se perceber este teste, deve-se verificar as duas situações: $Cov(\eta_i, X_{it})=0$ (H_0) e $Cov(\eta_i, X_{it}) \neq 0$ (H_1). Quando ocorre o primeiro caso, em que é igual a zero, o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado, uma vez que os estimadores são mais consistentes e eficientes, isto é, quando o p-value é superior a 5%. O segundo caso, é quando é diferente de zero, e escolhe-se o modelo dos efeitos fixos, uma vez que os estimadores não são consistentes. Este teste baseia-se na hipótese de quando não existe uma correlação entre o termo de erro e as variáveis explicativas, os estimadores OLS resultantes da aplicação do método LSDV são consistentes, mas não eficientes e os estimadores dos mínimos quadrados generalizados são consistentes e eficientes.

2.7 – Resultados dos testes de diagnóstico

De forma a determinar o modelo mais adequado para o presente estudo, realizou-se os testes de diagnóstico e observou-se qual é o modelo mais adequado. Dividiu-se os testes pelas variáveis dependentes, a variável q de Tobin é representada no modelo 1 e o modelo 2 é representado pela variável dependente, ROA. O primeiro teste consistiu em avaliar se o modelo de mínimos quadrados (OLS) agrupados (pooled) é mais adequado que o modelo de efeitos fixos recorrendo ao teste da estatística F. As hipóteses testadas são as seguintes:

H0 : pool, OLS

H1: efeitos fixos, LSDV

Se o p-value < 0,05 a hipótese nula é rejeitada, ou seja, o modelo pooled é rejeitado, considerando o modelo dos efeitos fixos o modelo mais adequado, com a variável dependente q de Tobin, modelo 1. Com base neste teste, constatamos que o modelo OLS pooled é o modelo mais adequado para o nosso estudo, e rejeitamos a hipótese alternativa do modelo de efeitos fixos pois, o p-value é 1.068 ou seja, superior a 0,05. Os resultados do teste F estão representados na figura seguinte.

Tabela 5.1 – Resultados dos testes diagnóstico – Modelo 1

Modelo I	Teste F	Breusch-Pagan	\bar{R}^2	Teste de Hausman
“Pooled OLS”	F (12,26) = 8.10 valor de p = 4.73		0.509	
Efeitos aleatorios	Qui-quadrado = 362.973 com valor de p = 2.0322	valor p = 7,002 Qui-quadrado(1) = 42.518		Qui-quadrado(12)= 559.913 valor p = 1.14962
Efeitos Fixos	F (9,10) = 67038.8 valor de p 1.06877		0.904	

Em contrapartida, é possível observar outros resultados, por exemplo, através do R^2 , no modelo 1, podemos evidenciar que o modelo de efeitos fixos é próximo de 1, o que indica que o ajuste de regressão é perfeito ou próximo de zero. Afirmando que o modelo de efeitos fixos explica 94% da variância da variável dependente q de Tobin.

Em suma, no modelo 1, o método mais adequado é o OLS, uma vez que apresenta os melhores resultados para explicar a variável dependente q de Tobin, cujas principais variáveis independentes são: o PIB, o EBIT, o resultado antes do impostos, o lucro por ação, o tamanho da empresa, o tamanho do conselho de administração, a independência do conselho de administração, a comissão de auditoria, o conselho de governança corporativa, a tangibilidade, o *corporate governance*, o crescimento das vendas e o lucro líquido após impostos.

Na hipótese 2, os resultados do teste evidenciam que o modelo OLS é o modelo mais adequado do que o modelo de efeitos fixos uma vez que o p-value é superior a 0,05 com valor de 4.73.

Tabela 5.2 – Resultados dos testes diagnóstico – Modelo 2

Modelo 2	Teste F ou teste conjunto de regressores designados	Breusch-Pagan	\bar{R}^2	Teste de Hausman
“Pooled OLS”	F (13,10) = -7.63 valor de p NA		0.714	
Efeitos aleatórios	Qui-quadrado = 90.58, com valor de p=3.79	valor p = 5.70 Qui-quadrado(1) = 358.59		Qui-quadrado(12)= 37.156 valor p = 0.00021
Efeitos Fixos	F (10,26) = 3011.98 valor de p 3.466		0.682	

No modelo 2, como o p-value é superior a 0,05 a hipótese nula é aceite (5.70), o método de estimação mais adequado é o modelo de efeitos aleatórios na validação da hipótese nula, indicando que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado do que o modelo pooled.

H0 : efeitos aleatórios, GLS

H1 : pool, OLS

Os resultados do teste F apresentam um valor de $p < 0.05$, indicando que o modelo pooled não é apropriado no modelo 2, o teste Breusch-Pagan confirma a rejeição do modelo pooled.

H0 : efeitos fixos, LSDV

H1 : efeitos aleatórios, GLS

No teste de Hausman concluímos que os efeitos aleatórios melhoram os nossos resultados e portanto são os mais apropriados (p-value inferior 0,05, com valor de 0,00021 valida-se a hipótese alternativa, rejeita-se a hipótese nula.

No modelo 2, o modelo é o OLS, é o mais próximo de 1, indicando que o modelo explica 71% da variância da variável dependente ROA.

No modelo 2, escolhemos o método de efeitos aleatórios, com o mesmo intuito, ou seja, é o modelo que melhor representa a variável dependente ROA, cujas principais variáveis independentes são: o PIB, o EBIT, o resultados antes do impostos, o lucro por ação, o tamanho da empresa, o tamanho do conselho de administração, a independência do conselho de administração, a comissão de auditoria, o conselho de Governança corporativa, a tangibilidade, o *corporate governance* e o crescimento das vendas;

3 - Estatísticas descritivas

No presente capítulo descrevem-se as estatísticas descritivas obtidas das variáveis usadas nas várias amostras. A tabela 6.1 apresenta a estatística descritiva da amostra portuguesa. A tabela 6.2 apresenta a estatística descritiva da amostra espanhola, e por último, a tabela 6.3 conjuga os dados relativos à Península Ibérica. De notar que as variáveis GRI, comissão de auditoria e conselho de governança corporativa, são variáveis dummy, daí que o mínimo será sempre 0 e o máximo 1 e que as variáveis , ROA, crescimento das vendas, independência do conselho de administração e o PIB são medidas em percentagem.

Tabela 6.1 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra de Portugal

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Curtose
QTOBIN	0,88110	0,067733	2,0676	0,38897	0,37343
ROA	0,055773	-0,10533	0,24166	0,039297	3,2636
RAI	223,03	-1315,0	1689,0	430,02	4,4868
NIAT	170,63	-1137,2	1510,7	345,15	5,1118
BORDSIZE	15,842	8,0000	29,000	4,9622	-0,81436
BIND	0,36957	0,00000	0,81820	0,19656	-0,30117
AUDCOM	0,88421	0,00000	1,0000	0,32167	3,7673
CORPGBC	0,55789	0,00000	1,0000	0,49927	-1,9456
GA	52916,	96,000	3,5420e+005	88340,	3,3557
GRI	0,97403	0,00000	1,0000	0,16010	33,527
GDP	37,530	3,4900	100,00	17,406	-0,11681
EBIT	310,13	-1011,2	2292,6	474,03	6,3727

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Curtose
EPS	0,29995	-0,93000	2,3400	0,39097	5,7049
SIZE	7,9909	4,7624	11,498	1,7124	-0,64609
SGROW	3,0075	-49,910	66,153	13,895	6,5108
TGB	0,58158	0,031972	1,4939	0,21270	2,2075
AGE	74,690	7,0000	501,00	117,39	7,0198
CS	0,47839	8,6760e-005	0,93756	0,22052	-0,42077
PRICE	4,9261	0,10000	22,800	4,3770	1,1476

De acordo com os resultados demonstrados na tabela 1, a variável que apresenta maior dispersão em relação à média é a variável dependente ROA. Sendo esta a variável dependente apresenta uma média baixa (0,055), demonstrando que a operacionalização média dos ativos das empresas portuguesas não apresenta grande eficiência.

Relativamente ao q de Tobin, e de acordo com o exposto anteriormente, se o rácio for superior a 1, as empresas estão motivadas na realização de investimento, o que neste caso não se verifica, apesar de ser um valor próximo (0,88). Segundo as definições já apresentadas, um q de Tobin igual a 0.88 indica um baixo potencial de valorização da empresa, desfavorável em 0,88% em relação ao total do investimento, ou seja, a média das empresas em relação a este indicador é considerada desfavorável em relação à probabilidade de investimento.

As variáveis que apresentam médias mais elevadas são as variáveis independentes: gastos ambientais (52916), o resultado antes de impostos (223,03), o lucro líquido após impostos (170,63) e a idade (74,69).

A análise da diferença entre o valor máximo e mínimo evidencia a grande amplitude do intervalo dos dados em estudo, indicando que as empresas que constituem a amostra apresentam valores muito diferentes entre si. O desvio padrão indica uma dispersão pouco significativa em relação à média, indicando que esta amostra é homogênea. Em poucas palavras, quanto menor o desvio padrão, mais homogênea é a amostra. Logo a população é homogênea em relação à variável de interesse.

Tabela 6.2 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra de Espanha

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Curtose
QTOBIN	1,0613	0,10314	7,0642	1,0053	6,9673
ROA	0,047340	-0,16991	0,47299	0,060916	7,4863
RAI	1125,2	-22189,	14201,	2701,0	19,413
NIAT	829,85	-19193,	10072,	2160,5	22,836
BORDSIZE	13,714	5,0000	23,000	3,2513	-0,36735
BIND	0,51482	0,13330	0,88890	0,16218	-0,37957
AUDCOM	0,74214	0,00000	1,0000	0,43815	-0,77449
CORPGBC	0,27900	0,00000	1,0000	0,44921	-1,0288
GA	2,6960e+005	0,00000	4,4175e+006	6,5246e+005	14,582
GRI	0,98264	0,00000	1,0000	0,13084	52,618
GDP	49,540	-6,9700	100,00	25,505	-0,93214
EBIT	1517,9	-19002,	13700,	2658,1	13,066
EPS	-22,640	-8367,5	9,6100	429,40	373,35
SIZE	9,7741	4,8260	14,236	2,0074	-0,18980
SGROW	-976,95	-3,0580e+005	947,21	16009,	352,34
TGB	0,61204	-0,10940	1,4659	0,22495	0,17457
AGE	51,834	6,0000	178,00	43,886	1,4106
CS	0,47839	8,6760e-005	0,93756	0,22052	-0,42077
PRICE	18,557	0,35000	174,98	24,903	15,308

Os resultados obtidos e apresentados na tabela 2 representam a estatística descritiva da amostra espanhola. Tal como, Portugal, a variável que apresenta maior dispersão em relação à média é o ROA, sugerindo que há uma variabilidade elevada. O ROA

apresenta um valor bastante diminuído (0.04731) demonstrando que a operacionalização média dos ativos é baixa.

Quanto ao q de Tobin, o valor médio está acima de um, provando que as empresas espanholas cotadas em bolsa evidenciam capacidades ótimas de investimento (1.063). As variáveis que apresentam médias mais elevadas são: EBIT (1517,9), o resultado antes de impostos (1125,2), o lucro líquido após impostos (829,85), a variável idade (51,834) e o GDP (PIB) (49,540), e gastos ambientais (2,6960e+005). Em relação à variável independente Idade, observa-se uma média de 51.83%, confirmando que a média de idade das empresas cotadas é de 52 anos, representando maturidade e desenvolvimento.

A análise da diferença entre o valor máximo e mínimo evidencia a grande amplitude do intervalo dos dados em estudo, indicando que as empresas que constituem a amostra apresentam valores muito diferentes entre si. O desvio padrão indica uma dispersão pouco significativa em relação à média, indicando que esta amostra é homogênea.

Tabela 6.3 - Estatística Descritiva das empresas cotadas que compõem a amostra da Península Ibérica

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Curtose
QTOBIN	0,99962	0,067733	7,0642	0,85026	10,611
ROA	0,050224	-0,16991	0,47299	0,054606	8,0221
RAI	817,70	-22189,	14201,	2247,4	27,787
NIAT	605,17	-19193,	10072,	1792,3	32,189
BORDSIZE	14,203	5,0000	29,000	3,8152	0,0045031
BIND	0,48141	0,00000	0,88890	0,18110	-0,032367
AUDCOM	0,77482	0,00000	1,0000	0,41821	-0,26851
CORPGBC	0,34300	0,00000	1,0000	0,47528	-1,5624
GA	2,3559e+005	0,00000	4,4175e+006	6,0500e+005	17,916
GRI	0,98082	0,00000	1,0000	0,13734	47,162

Variável	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Curtose
GDP	44,959	-6,9700	100,00	23,476	-0,57819
EBIT	1105,6	-19002,	13700,	2248,1	18,332
EPS	-14,821	-8367,5	9,6100	348,64	568,97
SIZE	9,1653	4,7624	14,236	2,0893	-0,35054
SGROW	-647,96	-3,0580e+005	947,21	13051,	532,88
TGB	0,60055	-0,10940	1,4939	0,22068	0,76756
AGE	60,250	6,0000	501,00	79,970	16,704
CS	0,51298	8,6760e-005	1,1149	0,21555	-0,075202
PRICE	13,891	0,10000	174,98	21,352	22,736

Na amostra da Península Ibérica, a variável que maior dispersão apresenta em relação à média é o SGrow (Crescimento das vendas), demonstrando que há uma grande variabilidade de valores entre as empresas. E de seguida, a variável dependente ROA. A performance das empresas medida pelo ROA apresenta valores médios próximos de zero, (0,050224), demonstrando uma capacidade reduzida dos ativos em gerar resultados. Como podemos ver, esta amostra apresenta médias semelhantes às espanholas, devido ao facto da amostra espanhola ser superior à portuguesa cerca de 33%. De forma expectável, na amostra de Península Ibérica as variáveis que apresentam médias mais elevadas são: EBIT (1105,6), o resultado antes de impostos (817,70), o lucro líquido após impostos (605,17), a idade (60,250) e o GDP (PIB) (44,959).

Em suma, as três tabelas revelam que, em geral, as variáveis apresentam valores médios próximos, o que nos leva a concluir que as distribuições são simétricas ou assimétricas, avaliadas através da curtose.

Tal como esperado, a amplitude de intervalos em estudo entre o valor máximo e o valor mínimo corrobora o mesmo resultado. Uma vez, que a amostra da Península Ibérica é constituída pela amostra espanhola e portuguesa. Conclui-se que as empresas apresentam uma grande amplitude do intervalo dos dados em estudo, ou seja, valores muito diferentes entre si entre o mínimo e o máximo, comprovando que a amostra é

homogênea. Em poucas palavras, quanto menor o desvio padrão, mais homogênea é a amostra. Logo a população é homogênea em relação à variável de interesse.

Conforme descrito no capítulo anterior, e de forma a testar a validade dos modelos de regressão é necessário realizar os testes descritos. Deste modo, foi imprescindível avaliar a validade dos instrumentos, verificar a presença de auto correlações e reconhecer se o modelo se encontra ajustado aos dados selecionados.

2 - Resultados

Como a amostra da Península Ibérica é maior, constatamos que os resultados são mais robustos. Contrariamente, à amostra portuguesa e espanhola, que são analisadas de forma isolada, podendo evidenciar resultados menos significativos, uma vez que existem menores graus de liberdade.

Tabela 7.1 - Resultados de Estimação dos Modelos 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Portugal

Amostra de Portugal											
QTOBIN - OLS						ROA - Efeitos aleatórios					
	Coefficiente	Erro Padrão	z	valor p			Coefficiente	Erro Padrão	z	valor p	
const	3,62582	0,410565	8,831	<0,0001	***	const	0,340395	0,0531583	6,403	<0,0001	***
BORDSIZE	-0,00653122	0,00737803	-0,8852	0,3921		GDP	4,68364e-05	0,000224190	0,2089	0,8345	
SIZE	-0,335268	0,0624205	-5,371	0,0001	***	EBIT	4,84563e-05	1,79715e-05	2,696	0,0070	***
SGROW	0,000106696	0,000783549	0,1362	0,8938		RAI	6,90615e-06	1,39994e-05	0,4933	0,6218	
TGB	-0,323290	0,153878	-2,101	0,0557	*	EPS	0,0233405	0,0156534	1,491	0,1359	
PRICEC	0,0514023	0,00670787	7,663	<0,0001	***	SIZE	-0,0361673	0,00589007	-6,140	<0,0001	***
RAI	-5,96199e-06	0,000129809	-0,04593	0,9641		BIND	-0,0155326	0,00859705	-1,807	0,0708	*
AUDCOM	0,196874	0,0578169	3,405	0,0047	***	BORDSIZE	0,000440590	0,000589466	0,7474	0,4548	
GDP	0,000823831	0,00155451	0,5300	0,6051		AUDCOM	0,0167555	0,00504475	3,321	0,0009	***
EPS	-0,527459	0,106312	-4,961	0,0003	***	CORPGBC	-0,00949392	0,0107253	-0,8852	0,3761	
NIAT	0,000566471	0,000200254	2,829	0,0142	**	TGB	0,00456072	0,0121574	0,3751	0,7076	
GRI	0,0750715	0,129145	0,5813	0,5710		CS	-0,0334386	0,0146214	-2,287	0,0222	**
						SGROW	8,55430e-05	0,000105120	0,8138	0,4158	
Qui-quadrado(12) = 671,946, com valor p = 4,44202e-136 Teste de Breusch-Pagan = 8,05236 com valor p = 0,00454445 Teste de Hausman = 2414,69 com valor p = 0						F(13, 5): -1,01e+15 valor P(F): NA R-quadrado: 0,985543 R-quadrado ajustado: 0,975651					

De uma forma sucinta, e de acordo com as hipóteses formuladas acima e considerando os resultados obtidos, conclui-se que, em alguns casos, não fazia sentido serem testadas todas as variáveis em estudo, uma vez que não são estatisticamente significativas.

Em consequência de, serem amostras isoladas, retirámos, assim, as variáveis de colinearidade exata, omitimos qualquer conclusão significativa das variáveis gastos ambientais, indicador GRI, e idade na amostra portuguesa e na amostra espanhola, a variável resultados antes de impostos e a idade.

Neste estudo, também podemos constatar as diferenças significativas entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de OLS, uma vez que o principal objetivo era evidenciar as variáveis que fossem estatisticamente significativas, de forma a consolidar os melhores resultados possíveis.

Como podemos verificar através da tabela 7.1, as variáveis lucro líquido após impostos, lucro por ação, tamanho da empresa, comissão de auditoria, tangibilidade e preço de fecho das ações são estatisticamente significativas no modelo 1, com a variável dependente q de Tobin. No modelo 2, as variáveis estatisticamente significativas são EBIT, tamanho da empresa, independência do conselho de administração, estrutura de capital e comissão de auditoria, com a variável dependente ROA.

A relação das variáveis e o valor da empresa quando é significativa, pode partir de uma relação positiva como de uma relação negativa. As variáveis que apresentam uma relação positiva são o lucro líquido após impostos, a comissão de auditoria e o preço de fecho das ações, no modelo 1. E no modelo 2, o EBIT e a comissão de auditoria.

As variáveis que apresentam uma relação negativa e significativa são o Lucro por ação, tamanho da empresa e a tangibilidade, no modelo 1. E no modelo 2, o tamanho da empresa, a independência do CA e a estrutura de capital.

A hipótese 2 é aceite no modelo 1. A variável lucro líquido após impostos apresenta uma relação positiva e significativa, com efeito direto no valor da empresa, uma vez que esta variável significa para os investidores fortes perspectivas de crescimento de uma empresa.

No modelo 1 e no modelo 2, a hipótese 5 é aceite, ou seja, a comissão da auditoria influencia positivamente e significativamente o valor da empresa. O coeficiente estimado para a variável AudCom é estatisticamente significativo a 95%, uma vez que p-value é

inferior a 0,05 (respetivamente 0.0047 e 0,0009) Conclui-se, assim, que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a comissão da auditoria e a variável dependente q de Tobin. Afirmando que uma boa estrutura organizacional de auditoria, aumenta o valor da empresa. Tal como no estudo francês das empresas listadas na Société des Bourses Françaises 250 Index (SBF 250) de Barka & Legendre (2017), foi encontrada uma relação positiva entre a presença de comissão de auditoria e o ROA.

No modelo 2, a hipótese 10 pretende testar se o valor da empresa é influenciado positivamente pela sua performance organizacional, ou seja, pelo EBIT. Como podemos constatar, este indicador é influenciado [p -value = 0,0070, $b = 4.84$, (apenas no modelo 2)]. O EBIT enquanto variável económica, apresenta um sinal estatisticamente significativo e positivo ($p < 0.05$). Podemos concluir que se o EBIT das sociedades cotadas na Euronext Lisbon aumentar, prevê-se que o valor da empresa também aumente. Conclui-se, assim, que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o EBIT e a variável dependente ROA, indo ao encontro dos estudos de Wahab & Holland (2012).

A hipótese 11 é aceite. Mas o valor da empresa é influenciado negativamente pelo lucro por ação, apresentando uma estatística significativa e uma relação negativa, com a variável dependente q de Tobin (modelo1). Neste caso particular, quanto maior a influência do lucro por ação no valor da empresa, menor é o valor dela, evidenciado por um valor baixo de EPS, demonstrando que em Portugal existe uma expectativa baixa relativamente ao crescimento nos ganhos futuros, ou até mesmo declínio das expectativas, evidenciando que existem poucas oportunidades de investimento, de acordo com Putri N. (2017).

A hipótese 12 pretende testar se o valor da empresa é influenciado pela sua dimensão. Esta hipótese é aceite no modelo 1 e 2, uma vez que a variável dimensão da empresa é estatisticamente significativa, mas de relação negativa, visto que o p -value do teste efetuado é inferior ao nível de significância considerado (0,05), com 0,0001 e no modelo 2, 0.0004. A relação entre o tamanho da empresa e o valor da empresa é negativa, apesar de significativa, não indo ao encontro dos estudos de Zeitun & Tian (2007).

A variável que trata a tangibilidade (TGB) apresenta significância estatística e uma relação negativa no modelo 1, afirmando que a variável dependente q de Tobin é influenciada pela tangibilidade de forma negativa, para um nível de significância de 10%. Não indo ao encontro dos estudos de Dawar (2014) e Pouraghajan & Malekian (2012).

A variável preço de fecho das ações (Price to close) no modelo 1, apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa (p-value 0,0001 e $b=0.0514$), esta variável representa a negociabilidade de uma ação, quanto maior for a liquidez de uma empresa, maior é o seu valor. Conclui-se, assim, que a hipótese dezassete é aceite, evidenciando uma relação estatisticamente significativa entre o preço de fecho das ações e a valor da empresa, e uma relação positiva.

Tabela 7.2 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Espanha

Amostra de Espanha											
QTOBIN - OLS						ROA – Efeitos aleatórios					
	Coefficiente	Erro Padrão	z	valor p		const	0,174101	0,0712710	2,443	0,0146	**
const	4,69695	0,601064	7,814	<0,0001	***	GRI	-0,0823540	0,0458400	-1,797	0,0724	*
NIAT	3,23655e-07	4,15042e-05	0,007798	0,9938		GA	-3,81366e-09	2,14000e-09	-1,782	0,0747	*
EBIT	0,000178834	5,12781e-05	3,488	0,0021	***	EPS	0,00101082	0,000520461	1,942	0,0521	*
CORPGBC	-0,190621	0,104778	-1,819	0,0825	*	NIAT	-1,64832e-06	1,43339e-06	-1,150	0,2502	
AGE	-0,00108077	0,00126675	-0,8532	0,4028		AUDCOM	0,00987803	0,00925175	1,068	0,2857	
SGROW	1,78079e-05	5,62266e-06	3,167	0,0045	***	BORDSIZE	-0,00115975	0,00166151	-0,6980	0,4852	
GA	-7,57502e-08	1,08802e-07	-0,6962	0,4936		BIND	-0,00667109	0,0336556	-0,1982	0,8429	
EPS	-0,00117810	0,0113265	-0,1040	0,9181		CORPGBC	-0,0112747	0,00821165	-1,373	0,1697	
SIZE	-0,429272	0,0599900	-7,156	<0,0001	***	GDP	-0,000110132	0,000157636	-0,6987	0,4848	
PRICEC	0,00548878	0,00250103	2,195	0,0390	**	EBIT	1,26670e-05	3,79263e-06	3,340	0,0008	***
AUDCOM	-0,153819	0,0986792	-1,559	0,1333		SGROW	4,74535e-06	4,21768e-07	11,25	<0,0001	***
RAI	-4,22381e-05	4,12908e-05	-1,023	0,3175		CS	-0,0558535	0,0425383	-1,313	0,1892	
CS	0,776199	0,340315	2,281	0,0326	**	TGB	-0,00288479	0,0169066	-0,1706	0,8645	
						SIZE	-0,000639633	0,0120845	-0,05293	0,9578	
R-quadrado: 0,724998 R-quadrado ajustado: 0,704965 F(11, 22): 46,95868 valor P(F): 1,11e-12						Qui-quadrado(14) = 102440, com valor p = 0 Teste de Breusch-Pagan= 118,452,4, com valor p = 1,3803e-027 Teste de Hausman = 65,4702, com valor p = 1,26084e-008					

Como podemos verificar através da tabela 7.2, as variáveis EBIT, crescimento das vendas, estrutura de capital, preço de fecho das ações apresentam uma relação positiva e significativa no modelo 1. Ainda no mesmo modelo, o conselho de governança cooperativa e o tamanho da empresa apresentam uma relação significativa mas negativa. No modelo 2, as variáveis significativas e de relação positiva são o lucro por ação, o EBIT, crescimento das vendas, e de relação negativa os gastos ambientais e o indicador GRI;

No modelo 2, a hipótese 7 pretende testar se os gastos ambientais influenciam o valor da empresa. Como podemos evidenciar na tabela 7.2, a variável gastos ambientais tem significância no valor da empresa, ao nível de 10%, ou seja, a hipótese 7 é aceite existe significância estatística, mas evidencia-se uma relação negativa entre os gastos ambientais e o valor da empresa.

No modelo 2, a hipótese 8 pretende testar se o indicador GRI influencia o valor da empresa. Como podemos observar, o indicador de GRI é estatisticamente significativo, ao nível de significância de 10%, logo existe influência no valor da empresa. Em contrapartida, a relação evidenciada é negativa, o que reflete a pouca presença do indicador GRI.

A hipótese 10 pretende testar se o valor da empresa é influenciado positivamente pela sua performance organizacional, ou seja, pelo EBIT. Como podemos constatar, este indicador é influenciado positivamente e significativamente [p-value = 0,0021, b =0.00017 (modelo 1) e p-value = 0,00081, b =1.2667 (modelo 2)]. Podemos concluir que se o EBIT das sociedades cotadas na Euronext Madrid, aumentar, prevê-se que o valor da empresa também aumente.

A hipótese 12 pretende testar se a dimensão da empresa influencia o valor da empresa. Esta hipótese é aceite, apenas no modelo 1, a variável dimensão da empresa é estatisticamente significativa e de relação negativa, visto que o p-value do teste efetuado é inferior ao nível de significância considerado (0,05), respetivamente. No modelo 2, esta hipótese não é aceite, não existe influência significativa no valor da empresa e a relação encontrada é negativa. Demonstrando que o tamanho da empresa influencia em ambos os casos de forma negativa o valor da empresa.

A hipótese 13 pretende estudar se o crescimento das vendas influencia o valor da empresa. Como podemos constatar existe uma relação positiva e significativa entre o crescimento das vendas e o valor da empresa, quer no modelo 1, quer no modelo 2. Tal

como no estudo de Davydov et al., (2014) numa amostra russa encontraram evidências estatísticas e positivas das vendas relativamente à dimensão económica das empresas, quando utilizada a variável q de Tobin.

Contrariamente à amostra portuguesa, o EPS, no modelo 2, é estatisticamente significativo ao nível de significância de 10% e positivo. Demonstrando que o lucro por ação tem influência positiva no valor da empresa, ou seja, o valor alto de EPS evidencia uma expectativa de alto nível de crescimento nos ganhos futuros, o que reflete maior valor, e maiores oportunidades de investimento.

A variável Price to close no modelo 1, apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa (p-value 0,0054 e $b=0.039$). Esta variável representa a negociabilidade de uma ação, ou seja, quanto maior for a liquidez de uma empresa, maior é o seu valor, Fama & French (1992).

A hipótese 6 é aceite, existe significância estatística ao nível de 10%. Em contrapartida, a relação encontrada é negativa, demonstrando que existe pouco ou quase nenhuma presença desta comissão em Espanha.

A variável estrutura de capital apresenta um impacto positivo e significativo no valor da empresa no modelo 1. A hipótese 16 é aceite e vai ao encontro dos estudo de Isqbal e Usman (2018). Altos níveis de endividamento na estrutura de capital aumentam o desempenho da empresa.

Tabela 7.3 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Península Ibérica

Amostra da Península Ibérica										
QTobin - OLS						ROA – Efeitos aleatórios				
	Coeficiente	Erro Padrão	z	valor p		Coeficiente	Erro Padrão	z	valor p	
const	5,50275	0,799079	6,886	<0,0001	***	0,243635	0,0457668	5,323	<0,0001	***
GDP	0,0131715	0,00592112	2,224	0,0318	**	0,000124893	0,000188965	0,6609	0,5087	
EBIT	0,000253181	7,42077e-05	3,412	0,0015	***	1,76296e-05	5,66449e-06	3,112	0,0019	***
RAI	0,000133946	0,000145141	0,9229	0,3616		-3,75553e-06	2,22408e-06	-1,689	0,0913	*
EPS	-0,00450547	0,0222381	-0,2026	0,8405		0,00241388	0,00182450	1,323	0,1858	
SIZE	-0,398202	0,0969728	-4,106	0,0002	***	-0,0168793	0,00756523	-2,231	0,0257	**
BIND	-0,390073	0,506573	-0,7700	0,4458		-0,00306254	0,0205789	-0,1488	0,8817	
BORDSIZE	-0,0155783	0,0273432	-0,5697	0,5720		1,48670e-05	0,00149919	0,009917	0,9921	
AUDCOM	-0,0594708	0,196965	-0,3019	0,7643		0,0103061	0,00467976	2,202	0,0276	**
CORPGBC	-0,230083	0,136524	-1,685	0,0997	*	-0,00224266	0,00740340	-0,3029	0,7619	
TGB	-0,0435120	0,560313	-0,07766	0,9385		0,00389634	0,0192880	0,2020	0,8399	
CS	-1,81771	1,00156	-1,815	0,0770	*	-0,119889	0,0299025	-4,009	<0,0001	***
SGROW	-2,47888e-06	1,34880e-06	-1,838	0,0735	*	-2,52873e-08	1,31133e-07	-0,1928	0,8471	
NIAT	-0,000183309	0,000140323	-1,306	0,1989		-0,000183309	0,000140323	-1,306	0,1989	
R-quadrado = 0,495566 R-quadrado ajustado = 0,473109 F(13, 40) = 8,232518 valor P(F) = 1,07e-07						Qui-quadrado(12) = 90,5878, com valor p = 3,79885e-014 Teste de Breusch-Pagan -358,592 com valor p = 5,70325e-080 Teste de Hausman - = 37,1565 com valor p = 0,000210722				

Como podemos verificar através da tabela 7.3, na Península Ibérica as variáveis PIB, EBIT, apresentam uma relação significativa e positiva no modelo 1. No mesmo modelo o conselho de governança cooperativa, a estrutura de capital, o crescimento das vendas e o tamanho da empresa apresentam uma relação significativa mas negativa. Enquanto no modelo 2, são as variáveis comissão de auditoria e o EBIT que apresentam uma relação positiva e significativa, e o resultado antes de impostos, a dimensão da empresa e a estrutura de capital que apresentam uma relação negativa e significativa.

A hipótese 1 pretende testar se a variável RAI influencia o valor da empresa. Como podemos constatar, a hipótese 1 não é aceite no modelo 1, uma vez que não existe significância estatística. Contrariamente ao modelo 2, que a hipótese é aceite, apesar de ser uma relação negativa ao nível de significância de 10%. Demonstrando uma diminuição do rendimento produzido pelas atividades operacionais que se reflete na redução do valor da empresa.

A hipótese 5 pretende estudar se a comissão de auditoria influencia o valor da empresa, está hipótese é válida, evidenciando uma relação positiva e significativa entre as duas variáveis, ao nível de 5%, evidenciando a presença desta comissão, sobretudo, em Espanha (representa mais de 50% da amostra da Península Ibérica) porque estas comissões são mais comuns no modelo Anglo-saxónico, presente em Espanha. Autores como Ben Barka & Legendre (2017).

No que respeita à variável PIB verificamos no modelo 1, que a variável é estatisticamente significativa e positiva, confirmando que quanto maior for o PIB, maior será o valor da empresa tal como evidenciado por Gan et al., (2006) e Rafet & Seyfettin (200

A hipótese 6 é aceite, existe significância estatística ao nível de 10%. Em contrapartida, a relação encontrada é negativa, demonstrando que existe pouco ou quase nenhuma presença desta comissão na Península Ibérica, evidenciada pela mesma relação encontrada na amostra espanhola. E uma vez que a amostra espanhola é 66% da amostra da Península Ibérica, evidencia-se os mesmos resultados.

No modelo 1 e 2, a hipótese 8 pretende testar se o valor da empresa é influenciado positivamente pela sua performance organizacional, ou seja, pelo EBIT. Como podemos constatar, este indicador é influenciado [p-value = 0,00019, b = 1.762, (modelo 2) e p-value = 0,0015, b = 0.00025, (modelo 1)]. Podemos concluir que se o EBIT das

sociedades cotadas na Euronext Lisbon aumentar, prevê-se que o valor da empresa também aumente.

A hipótese 12 pretende testar se o valor da empresa é influenciado pela sua dimensão. Esta hipótese é aceite nos modelos 1 e 2, uma vez que a variável dimensão da empresa é estatisticamente significativa. Mas a relação evidenciada é negativa, visto que o p-value do teste efetuado é inferior ao nível de significância considerado (0,05), logo o tamanho da empresa influencia negativamente o valor da empresa e o seu desempenho, indo ao encontro dos estudos de Kim & Limpaphayom (1998) e Chen et al. (2014).

A hipótese 13 pretende estudar se o crescimento das vendas influencia o valor da empresa. Como podemos constatar existe uma relação negativa e significativa entre o crescimento das vendas e o valor da empresa, no modelo 1. E uma vez que o crescimento das vendas tem um efeito direto no lucro da empresa, a diminuição do lucro reflete um menor valor à empresa.

A hipótese 16 pretende estudar se a estrutura de capitais influencia o valor da empresa. Esta hipótese é aceite, mas a relação encontrada é negativa. Assim, quer no modelo 1, quer no modelo 2 podemos concluir que a variável CS influencia o valor da empresa de forma negativa apesar de estatisticamente significativa. Altos níveis de endividamento na estrutura de capital diminuem o valor da empresa.

Em seguida, analisa-se o modelos proposto e valida-se as hipóteses testadas.

Tabela 8 - Quadro – síntese das hipóteses testadas

Amostra	Modelos	Relação positiva e significativa	Relação negativa e significativa	Relação positiva e estaticamente não significativa	Relação negativa e estaticamente não significativa	Hipóteses testadas
Península Ibérica	Modelo 1 -Variável Qtobin	PIB, EBIT;	Conselho de governança cooperativa, estrutura de capital, crescimento das vendas, tamanho da empresa;	Resultado antes de impostos;	Lucro por ação, independência do CA, Tamanho do conselho de administração; comissão de auditoria, lucro líquido apos impostos, tangibilidade;	H1, H2, H3, H4, H5, H6, H9, H10, H11, H12, H13, H14, H16;
	Modelo 2 -Variável ROA	Comissão de auditoria, EBIT;	resultado antes de impostos, tamanho da empresa, estrutura de capital,	PIB, lucro por ação, Tamanho do conselho de administração tangibilidade;	independência do CA, Conselho de governança cooperativa, estrutura de capital, crescimento das vendas, lucro líquido após impostos;	H1, H2, H3, H4, H5, H6, H9, H10, H11, H12, H13, H14, H16;
Portugal	Modelo 1 -Variável Qtobin	Lucro líquido após impostos, comissão de auditoria, preço de fecho das ações;	Lucro por ação, tamanho da empresa, tangibilidade;	Indicador GRI, PIB, Crescimento das vendas.	Tamanho do conselho de administração, Resultado antes de impostos;	H1, H2, H3, H5, H8, H9, H11, H12, H13, H14, H17;
	Modelo 2 -Variável ROA	EBIT, comissão de auditoria;	Tamanho da empresa, independência do CA, estrutura de capital;	PIB, resultado antes de impostos, lucro por ação, tangibilidade, crescimento das vendas;	Conselho de governança cooperativa;	H1, H3, H4, H5, H6, H9, H10, H11, H12, H13, H14, H16;

Amostra	Modelos	Relação positiva e significativa	Relação negativa e significativa	Relação positiva e estaticamente não significativa	Relação negativa e estaticamente não significativa	Hipóteses testadas
Espanha	Modelo 1 -Variável Qtobin	EBIT, crescimento das vendas, estrutura de capital, preço de fecho das ações;	Conselho de governança cooperativa, tamanho da empresa;	Lucro líquido após impostos;	Idade, comissão de auditoria, resultados antes de impostos, gastos ambientais, lucro por ação;	H1, H2, H5, H6, H7, H10, H11, H12, H13, H15, H16, H17;
	Modelo 2 -Variável ROA	lucro por ação, EBIT, crescimento das vendas;	Gastos ambientais, indicador GRI;	comissão de auditoria;	Lucro líquido após impostos, conselho de governança cooperativa, tamanho do CA, independência do CA, estrutura de capital, tamanho da empresa, PIB, tangibilidade;	H2, H3, H4, H5, H6, H7, H8, H9, H10, H11, H12, H13, H14, H16;

No que concerne à amostra conjunta, os dois países apresentam comportamentos semelhantes, representado pelo efeito do PIB na amostra da península ibérica. Os resultados também sugerem que as características específicas das empresas são os fatores com maior relevância no desenvolvimento das quatro dimensões, reforçando as conclusões supramencionadas.

A variável EBIT está representada em todas as amostras evidenciada por uma relação positiva e significativa no valor da empresa, demonstrando que a Península ibérica apresenta empresas com negócios eficientes e com uma boa capacidade produtiva.

Para além da variável EBIT, o tamanho da empresa também está representada nessas mesmas amostras. A relação negativa entre o tamanho da empresa e o valor da empresa, pode ser explicada pelo elevado tamanho das empresas, porque o excessivo também pode influenciar negativamente o desempenho empresarial.

Relativamente às medidas corporativas apenas o tamanho do CA é evidenciado nas amostras em conjunto. O que quer dizer que o excessivo tamanho do CA, pode influenciar negativamente o valor da empresa, por um tamanho elevado do CA pode dificultar a transparência da organização na divulgação de informações.

As variáveis ambientais apenas estão representadas na amostra espanhola, por uma relação negativa. Esta relação pode ser explicada pelo reconhecimento atual dos gastos ambientais, o que possibilita um maior controlo das atividades empresariais por parte

das empresas. Se existe um maior controlo, menor é o impacto das atividades empresariais no meio ambiente, o que pode refletir menor valor empresarial, pelo impacto direto dos gastos na demonstração de resultados das empresas.

Conclusão

A presente dissertação tinha como principal objetivo compreender a medida que mais influenciava o valor da empresa, mais especificamente, se era uma medida corporativa, como a independência do conselho de administração, ou se era uma medida ambiental, como os gastos ambientais, ou se era uma medida contabilística/fiscal, como o resultado antes de impostos, ou se era uma característica específica da empresa como o tamanho da empresa.

O estudo incide em empresas não financeiras, cotadas na Euronext Lisbon e Madrid Stock Exchange, no período compreendido entre 2010 e 2020. Assim, as análises foram realizadas para Portugal e Espanha separadamente, e conjuntamente, referente à amostra correspondente à Península Ibérica.

Através da metodologia de dados em painel foi possível observar que o valor empresarial na Península Ibérica, é influenciado pela macroeconomia, pelos valores ambientais, pelo *corporate governance* e características específicas das empresas. Os resultados do estudo indicaram que as características específicas das empresa são as variáveis que mais influenciam o valor da empresa, a variável dependente com melhores resultados para a amostra utilizada é a variável q de Tobin.

Relativamente à amostra portuguesa é evidente que as características específicas das empresas são as variáveis que apresentam melhores resultados, demonstrando que a gestão interna das empresas é um fator importante na criação de valor organizacional. A variável tamanho da empresa, preço de fecho das ações, lucro por ação são as variáveis com maior impacto no valor da empresa. A variável comissão de auditoria, uma medida corporativa tem um especial efeito no valor da empresa. Em Espanha, também é evidente que as características específicas das empresas são as variáveis que mais influenciam o valor da empresa, ou seja, a dimensão económica da empresa. A variável EBIT (Resultados antes de imposto), crescimento das vendas, tamanho da empresa são as variáveis de maior impacto na criação de valor empresarial.

Para além disto, é importante ressaltar algumas diferenças existentes entre Portugal e Espanha relativamente às medidas corporativas, Espanha é influenciada pelo conselho de administração, enquanto Portugal, é influenciado pela Comissão de Auditoria. Relativamente à existência de comissão de auditoria, Portugal, acredita que esta

comissão é fulcral no seio das sociedades, daí a existência desta em todas as empresas da amostra. Em relação à existência do conselho de governança corporativa, os dois países apresentam comportamentos semelhantes, provando que a existência destas comissões ainda não apresenta resultados notórios nos conselhos de administração.

Por último, é essencial realçar que a evolução da sustentabilidade empresarial e do *corporate governance* nas empresas da Península Ibérica, sobretudo pela interligação das três dimensões no mundo empresarial.

A concretização deste estudo vem colmatar a carência de estudos nesta área, e demonstrar que o valor da empresa é afetado por fatores externos e internos às organizações.

Este estudo apresenta algumas limitações, principalmente no facto de nem todas as empresas presentes na amostra apresentarem uma informação completa relativamente às variáveis em estudo. Contudo, este tema, cada vez mais tem tido uma enorme importância no mundo empresarial, apesar de poucas referências a nível bibliográfico e poucos estudos com as variáveis todas agregadas.

Espero que no futuro, exista um maior interesse e curiosidade sobre este tema, despoletando uma maior criação de estudos como este, mas, com novas e maiores amostras e variáveis, de modo a criar diferentes abordagens e resultados, que nos elucidem e permitam olhar para o Futuro próximo não só com maior conhecimento como com maior prosperidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abreu, R. (2016), From Accounting to Firm Value, Procedia Economics and Finance, Guarda Polytechnic Institute;

Adewale M. & Ajibola O. (2013), " *Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria*", Journal of Accounting Research and Audit Practices, IUP;

Ahmed, E. & Hamdan, A. (2015), The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Bahrain Bourse, International Management Review;

Alabdullah, Y. (2016), Corporate Governance from The Perspective of The Past and The Present and The Need to Fill an International Gap, Risk governance & control: financial markets & institutions;

Al-Matari, A., Al-Swidi, K., Fadzil, H. & Al-Matari, M. (2012), Board of directors, audit committee characteristics and performance of Saudi Arabia listed companies, International Review of Management and Marketing;

Almeida, R., Klotzle, M. & Pinto, A. (2013), Composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil, Revista de Administração da UNIMEP;

APA (2021), Agência Portuguesa do Ambiente, disponível em: <https://apambiente.pt/>;

Arellano, M. & Bond, S. (1991), Some tests of specification for Panel Data – Monte Carlo evidence and an application to employment equations, Review of Economic Studies, 277–297;

Arellano, M. (2003), Panel Data Econometrics, Reino Unido, Oxford University Press;

Neto, A. (2014), Finanças corporativas e valor (7ª Edição), Editora Atlas;

Assidi, S., Aliani, K. & Omri, M. A. (2016), Tax optimization and the firm's value: Evidence from the Tunisian context, Borsa Istanbul Review;

Badu, A. (2017), The Impact of Corporate Board Size on Firm - Performance: Evidence from Ghana and Nigeria, Presbyterian University College, Ghana;

Batista A. (2017), Corporate Governance e Criação de Valor nas Empresas da Euronext Lisbon, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra;

Basit, A. & Hassan, Z. (2017), Impact of Capital Structure on Firm Performance: Analysis of Food Sector Listed on Karachi Stock Exchange (KSE) Listen Firms in Pakistan, International Journal of Management, Accounting and Economics;

Beiner, S., Schmid, M., Drobetz, W. & Zimmermann, H. (2005), An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, SSRN Electronic Journal;

Ben Barka, H. & Legendre, F. (2017), Effect of the board of directors and the audit committee on firm performance: a panel data analysis, Journal of Management and Governance;

- Benedito, A. (2018), O Corporate Governance na rota de Colisão da Gestão Empresarial Irregular, Assimétrica e Opaca, estudo sobre casos de empresas de topo com fragilidades de Corporate Governance, Instituto Superior de Gestão;
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H. & Nekhili, M. (2018), “*Female board directorship and firm performance: What really matters?*” Journal of Banking and Finance;
- Black, A., Wright P. & Davies, J. (2001), In search of shareholder value: Managing the drivers of performance (2ª Edição), Pearson Education;
- Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006), “*Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values?*” Evidence from Korea, Journal of Law, Economics, and Organization;
- Boone, L., Field, C., Karpoff, M. & Raheja, G. (2007), “*The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis*”, Journal of Financial Economics, Vol, 85, pp, 65–101);
- Branco, C. & Rodrigues, L. (2008), Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies, Journal of Business Ethics;
- Brealey, R. & Marcus, A. (2001), Fundamentals of Corporate Finance, 3ª Edição: McGrawHill;
- Brito, S., Corrar, J. & Batistella, D. (2007) Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil, Revista de Contabilidade Financeira;
- Buallay, A., Hamdan, A. & Zureigat, Q. (2017), Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia, Australasian Accounting, Business and Finance Journal;
- Bursztyn, A. (2006), Desenvolvimento sustentável: biografia de um conceito, In: Nascimento, E. P. do, Vianna, J. N. (Org.) Economia, meio ambiente e comunicação, Rio de Janeiro: Garamond;
- Cadbury, A. (2000), The Corporate Governance Agenda, [s.l.];
- Campbell, K. & Mínguez-Vera, A. (2008), Gender diversity in the boardroom and firm financial performance, Journal of Business Ethics;
- Cancela, B. (2019), Determinantes da Sustentabilidade Empresarial: o caso ibérico, Instituto Politécnico de Coimbra;
- Carvalho, R. (2016), Determinantes da Estrutura de Capital das PME excelência, ISCTE Business School;
- Carrol, A. (1999), Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct, Business & Society;
- Carroll, A. (2004), Managing ethically with global stakeholders: A present and future challenge, Academy of Management Executive;

- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. & Shevlin, T. (2010), “*Are family firms more tax aggressive than non-family firms?*” *Journal of Financial Economics*, 651–665;
- Chen, X., Hu, N., Wang, X. & Tang, X. (2014), Tax avoidance and firm value: evidence from China, *Nankai Business Review International*;
- Davos (2021), A Agenda de Davos, World Economic Fórum, disponível em: <https://www.weforum.org/events/the-davos-agenda-2021>;*
- Davydov, D., Nikkinen, J. & Vähämaa, S. (2014), “*Does the decision to issue public debt affect firm valuation?*” *Russian evidence, Emerging Markets Review*;
- Dawar, V. (2014), Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence, *Managerial Finance*;
- Desai, M. & Dharmapala, D. (2009), Corporate Tax Avoidance and Firm Value, *The Review of Economics and Statistics*;
- Dezso, L. & Ross, G. (2012), “*Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance?*” A panel data investigation, *Strategic Management Journal*;
- Dias, A., Rodrigues, L. & Craig, R. (2017), *Corporate Governance Effects on Social Responsibility Disclosures*, University of Wollongog Australia, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*;
- Drobetz, W., Schillhofer, A. & Zimmermann., H. (2004), Corporate Governance and expected stock returns: Evidence from Germany, *European Financial Management*;
- Duarte, P., Lamounier, W. & Takamatsu, R. (2007), Modelos econométricos para dados em painel: aspetos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças, Congresso USP de Controladoria e Contabilidade;
- Eccles, R., Perkins, K. & Serafeim G. (2012), How to Become a Sustainable Company, *MIT Sloan Management Review*;
- Fadhilla, F. & Hapsoro, D. (2017), Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market, *The South East Asian Journal of Management*;
- Fama, F. & French, R. (1992), The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*;
- Farinha, B. J. (1994), Livro sobre Análise de Rácios Financeiros, 18;
- Faria, M. (2013), Corporate Governance e a criação de Valor, Faculdade de Economia da Universidade do Porto;
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E. & Neiva, J. (2012), Análise Financeira – Teoria e Prática, Lisboa: Edições Sílabo;
- Fitrianto, A. & Musakkal, F. (2016), Panel data analysis for sabah construction industries: Choosing the best model, *Procedia Economics and Finance*, Elsevier;

- Freeman, R. (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Boston: Pitman;
- Galvão, R., Teixeira A. & Nunes S. (2017), *Criação de Valor: Value Drivers do EVA – Estudo de empresas cotadas na Euronext Lisbon*, Instituto Politécnico de Setúbal;
- Galvão, R. (2017), *Avaliação de desempenho com base na criação de valor - value drivers do EVA, estudo com empresas cotadas na Euronext Lisbon*, Instituto Politécnico de Setúbal;
- Gaspar, C. (2018), *A influência do planeamento fiscal no valor das sociedades cotadas na Euronext Lisbon*, IPL – Escola Superior de Tecnologia e Gestão;
- Gonçalves C., Borges F., Souza G. & Ribeiro J. (2007), *Aliando o bom desempenho empresarial ao desenvolvimento sustentável: um estudo sob a ótica das perspetivas ambiental, social, económica e da governança corporativa*, Annablume Editora;
- Gonçalves, C. (2009), *o Desenvolvimento e Impacto nas Organizações*, Lisboa: Instituto Universitário de Lisboa, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa;
- Guest, M. (2009), *The impact of board size on firm performance: evidence from the UK*, *The European Journal of Finance*;
- Hsu, H. & Wu, C. (2013), *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, *Social Sciences Research Network*;
- Iqbal, U. & Usman, M. (2018), *Impact of Financial Leverage on Firm Performance*, *SEISENSE Journal of Management*;
- Ilaboya, O. & Ohiokha, I. (2016), *Firm Age, Size and Profitability Dynamics: A Test of Learning by Doing and Structural Inertia Hypotheses*, Department of Accounting, Faculty of Management Sciences, University of Benin, Benin City Nigeria;
- John, K. & Senbet, L. (1998), *Corporate Governance and Board Effectiveness*, *Journal of Banking and Finance*;
- Kalsie, A. & Shrivastav, M. (2016), *Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach*, *Indian Journal of Corporate Governance*;
- Kiesewetter, D. & Manthey, J. (2017), *Tax avoidance, value creation and CSR – a European perspective*, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*;
- Kim, A. & Limpaphayom, P. (1998), *Taxes and firm size in Pacific-Basin emerging economies*, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*;
- Kiss, A. (2015), *Implementation of Corporate Valuation Techniques in Practice*, *Annals of the University of Oradea: Economic Science*;
- Kiss, A. (2016), *Value Creation and Different Dimensions of Value in Corporate Practice*, *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*;

- Kocmanová, A., Hrebicek, J. & Docekalová, M. (2011), *Corporate Governance and Sustainability*, Economics and Management;
- Lang, L., Stulz, R. & Walkling, R. (1989) "*Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers*", *Journal of Financial Economics*;
- Lehn K., Sukesh, P. & Zhao, M. (2009), "*Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000*", *Financial Management*;
- Lestari, N. & Wardhani, R. (2015), "*The effect of the tax planning to firm value with moderating board diversity*", *International Journal of Economics and Financial Issues*;
- Lindenberg, E. & Ross, S. (1981), "*Tobin's ratio and industrial organization*", *Journal of Business*;
- Macedo, F. (2012), *O valor do ISE, Principais estudos e a perspetiva dos investidores*, BM&F Bovespa;
- Mahmood, Z., Kouser K. & Ali, Z. (2018), "*Does Corporate Governance Affect Sustainability Disclosure?*" A Mixed Methods Study, Department of Commerce, Bahauddin Zakariya University, Multan 60800, Pakistan;
- Marques L. (2000), *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura*, Faculdade de Economia do Porto;
- Mcconnell, J. & Servaes, H. (1995), *Equity ownership and the two faces of debt*, *Journal of Financial Economics*;
- Miguel, R., Jorge, J. & Canadas, N. (2017), *Responsabilidade social empresarial e restrições ao financiamento: Europa Continental vs não Continental*, *European Journal of Applied Business and Management*;
- Moreno, L. & Viegas, S. (2016), *Gestão ambiental e evidenciação contábil: uma análise do reconhecimento dos custos ambientais*, *Revista de Gestão & Sustentabilidade Ambiental*;
- Mulyad D. & Sinaga O. (2020), *Analysis of Current Ratio, Net Profit Margin, and Good Corporate Governance against Company Value*, Universitas Buana Perjuangan, Sys Rev Pharm 2020;
- Nascimento, F. (2008), *Gestão socioambiental estratégica*, RS, Bookman;
- Neves, J. (2002), *Avaliação de Empresas e Negócios*, Lisboa: McGraw-Hill de Portugal;
- Neves, J. (2008), *Análise Financeira Vol,II - Avaliação do Desempenho baseada no Valor*, Lisboa: Texto Editora;
- Neves, J. (2012), *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão (5ª Edição)*, Lisboa: Texto Editora;
- Nunes, G., Teixeira, C. Nossa, V. & Galdi, C. (2010), *Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&FBovespa de sustentabilidade empresarial*, *Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*;

- OCDE (2016), Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, Éditions OCDE, Paris;
- Oliveira, R. (2002), Relações-públicas e a comunicação na empresa cidadã, In: Responsabilidade Social das Empresas, SP;
- Paiva, C. (1998), "*Grassroots environmental action and sustainable development in Portugal*", Report of IDF, Projeto Grassroots Environmental Action and Sustainable Development in Southern European Community, DGXII;
- Pasiouras, F. & Kosmidou, K. (2007), "*Factors influencing the profitability of domestic and foreign commercial banks in the European Union*", Research in International Business and Finance;
- Pereira, C., Silva, Z. & Carbonari, M. E. (2011), *Sustentabilidade, responsabilidade social e meio ambiente*, São Paulo: Saraiva;
- Pervan, M. & Višić, J. (2012), Influence of Firm Size on Its Business Success, Croatian Operational Research Review;
- Porter, M. & Kramer, M. (2002), The competitive advantage of corporate philanthropy, Harvard Business Review;
- Porter, M. & Kramer, M. (2011), Creating shared value, Harvard Business Review;
- Pouraghajan, A. & Malekian, E. (2012), The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange, International Journal of Business and Commerce;
- Prado, J., Garcías, I. & Gallego, I. (2009), Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa, Revista Española de Financiación y Contabilidad;*
- Putri, N. (2017), Pengaruh return on assets (roa), return on equity (roe), net profit margin (npm), dan earning per share (eps) terhadap harga saham, Administrasi Bisnis, Universitas Diponegoro, Indonesia;
- Reis, A. (2013), O impacto das características do conselho de administração das organizações no seu economic value added: uma análise das empresas do PSI20 em Portugal, Lisboa School of Economics & Management;
- Rodrigues, J. & Duarte, M. (2012), Responsabilidade social e ambiental das empresas, Lisboa: Escolar Editora;
- Rosa, M. (2017), Avaliação de desempenho com base na criação de valor - value drivers do EVA – estudo com empresas cotadas na Euronext Lisbon, Instituto Politécnico de Setúbal;
- Ross, S. & Randolph, J. (2007), Administração Financeira, Tradução Antonio Zoratto Sanvicente -2ª ed -6. Reimpr, São Paulo: Atlas;

- Sá, M., Neves, D. & Góis, G. (2017), The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market, *Journal of Management & Governance*;
- Salim, M. & Yadav, R. (2012), Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies, *Social and Behavioral Sciences, ICIBSoS*;
- San, T. & Heng, B. (2011), Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector, *International Journal of Humanities and Social Science*;
- Santana, L. (2014), Planejamento tributário e valor da firma no mercado de capitais brasileiro, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto;
- Santos J., (2009), Corporate Governance, Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa, Universidade Aberta;
- Setiadharna, S. & Machali, M. (2017), The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable, *Journal of Business & Financial Affairs*;
- Singh, S. (2014), Impact of corporate social responsibility disclosure on the financial performance of firms in UK, University of Twente;
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J. & Monteiro, M. (2006), Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal, Instituto Português de Corporate Governance, Lisboa;
- Sousa, M. (2017), Determinantes da rendibilidade das ações: um estudo de empresas cotadas na Euronext Lisbon, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra;
- Terjesen, S., Couto, E. B. & Francisco, P. (2016), Does the presence of independent and female directors' impact firm performance, A multi-country study of board diversity, *Journal of Management and Governance*;
- Tobin, J. (1969), A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal Of Money, Credit And Banking*;
- Tricker, B. (2009), *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, 1ª Edição, United States: Oxford University Press;
- Vieira, E. F. S., Henriques, C. & Neves, M. E. (2018), Fatores Determinantes do Desempenho das Empresas Portuguesas, In:XXVIII jornadas Luso espanholas de Gestão Científica;
- Vieira, E., Neves, E. & Dias, A. (2019), Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence, *International Journal of Productivity and Performance Management*;

Vilhena, F. & Camargos, M. A. (2014), Governança corporativa, criação de valor e desempenho económico-financeiro: evidências do Mercado brasileiro com dados em painel, Revista de Gestão, São Paulo – SP;

Wahab, A. & Holland, K. (2012), Tax planning, corporate governance and equity value, British Accounting Review;

Waluyo, W. (2017), Firm size, firm age, and firm growth on corporate social responsibility in Indonesia: The case of real estate companies, European Research Studies Journal;

Wooldridge, J. (2002), Introdução à econometria: Uma abordagem econométrica, Boston: Thomson Learning;

Zeitun, R. & Tian, G. (2007), Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan, Australian Accounting, Business and Finance Journal;

Zeitun, R. & Saleh, A. (2015), Dynamic performance, financial leverage, and financial crisis: Evidence from GCC countries, EuroMed Journal of Business;

Zhuang, Y., Chang, X., & Lee, Y., (2018), Board composition and corporate social responsibility performance: Evidence from Chinese public firms, Sustainability;

Webgrafia

<https://eikon.thomsonreuters.com/index.html> consultado entre 1 de janeiro a 31 de março de 2021

<https://live.euronext.com/pt/markets/lisbon> consultado entre 1 de janeiro a 31 de março de 2021

<https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx> 1 de janeiro a 31 de março de 2021

ANEXOS

ANEXO I: Modelo pooled dos mínimos quadrados da amostra portuguesa e testes de diagnósticos do modelo

Modelo 1: Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), usando 64 observações

Incluídas 14 unidades de secção-cruzada
 Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 10
 Variável dependente: QTOBIN
 Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
const	3,62582	0,410565	8,831	<0,0001	***
BORDSIZE	-0,0065312	0,00737803	-0,8852	0,3921	
	2				
SIZE	-0,335268	0,0624205	-5,371	0,0001	***
SGROW	0,00010669	0,00078354	0,1362	0,8938	
	6	9			
TGB	-0,323290	0,153878	-2,101	0,0557	*
PRICEC	0,0514023	0,00670787	7,663	<0,0001	***
RAI	-5,96199e-	0,00012980	-0,04593	0,9641	
	06	9			
AUDCOM	0,196874	0,0578169	3,405	0,0047	***
GDP	0,00082383	0,00155451	0,5300	0,6051	
	1				
EPS	-0,527459	0,106312	-4,961	0,0003	***
NIAT	0,00056647	0,00020025	2,829	0,0142	**
	1	4			
GRI	0,0750715	0,129145	0,5813	0,5710	
Média var, dependente	0,916448	D,P, var, dependente	0,343926		
Soma resíd, quadrados	1,008508	E,P, da regressão	0,139264		
R-quadrado	0,864665	R-quadrado ajustado	0,836037		
F(11, 13)	324,2481	valor P(F)	5,55e-14		
Log, da verosimilhança	42,00109	Critério de Akaike	-60,00218		
Critério de Schwarz	-34,09559	Critério Hannan-Quinn	-49,79627		
rho	0,718345	Durbin-Watson	0,411609		

ANEXO II: Modelo GLS - Efeitos aleatórios da amostra portuguesa e testes de diagnósticos do modelo

Modelo 2: Efeitos-aleatórios (GLS), usando 78 observações

Incluídas 14 unidades de secção-cruzada

Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 10

Variável dependente: ROA

Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>valor p</i>	
const	0,340395	0,0531583	6,403	<0,0001	***
GDP	4,68364e-05	0,00022419	0,2089	0,8345	
EBIT	4,84563e-05	1,79715e-05	2,696	0,0070	***
RAI	6,90615e-06	1,39994e-05	0,4933	0,6218	
EPS	0,0233405	0,0156534	1,491	0,1359	
SIZE	-0,0361673	0,00589007	-6,140	<0,0001	***
BIND	-0,0155326	0,00859705	-1,807	0,0708	*
BORDSIZE	0,00044059	0,00058946	0,7474	0,4548	
AUDCOM	0,0167555	0,00504475	3,321	0,0009	***
CORPGBC	-0,0094939	0,0107253	-0,8852	0,3761	
TGB	0,00456072	0,0121574	0,3751	0,7076	
CS	-0,0334386	0,0146214	-2,287	0,0222	**
SGROW	8,55430e-05	0,00010512	0,8138	0,4158	
Média var, dependente	0,059427	D,P, var, dependente	0,032782		
Soma resíd, quadrados	0,021020	E,P, da regressão	0,017846		
Log, da verosimilhança	209,8625	Critério de Akaike	-393,7250		
Critério de Schwarz	-363,0878	Critério Hannan-Quinn	-381,4603		
rho	0,109019	Durbin-Watson	1,330652		

'Por entre' a variância = 0,000160484

'Por dentro' da variância = 9,87614e-005

teta média = 0,628238

Teste conjunto em regressores designados -

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(12) = 671,946
com valor p = 4,44202e-136

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 8,05236
com valor p = 0,00454445

Teste de Hausman -

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(11) = 2414,69
 com valor $p = 0$

ANEXO III: Modelo pooled dos mínimos quadrados da amostra espanhola e testes de diagnósticos do modelo

Modelo 1: Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), usando 163 observações

Incluídas 23 unidades de secção-cruzada

Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 11

Variável dependente: QTOBIN

Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
const	4,696 95	0,601064	7,814	<0,0001	***
NIAT	3,23655e-07	4,15042e-05	0,007798	0,9938	
EBIT	0,000178834	5,12781e-05	3,488	0,0021	***
CORPGBC	-0,190621	0,104778	-1,819	0,0825	*
AGE	-0,00108077	0,00126675	-0,8532	0,4028	
SGROW	1,78079e-05	5,62266e-06	3,167	0,0045	***
GA	-7,57502e-08	1,08802e-07	-0,6962	0,4936	
EPS	-0,00117810	0,0113265	-0,1040	0,9181	
SIZE	-0,429272	0,0599900	-7,156	<0,0001	***
PRICEC	0,00548878	0,00250103	2,195	0,0390	**
AUDCOM	-0,153819	0,0986792	-1,559	0,1333	
RAI	-4,22381e-05	4,12908e-05	-1,023	0,3175	
CS	0,776199	0,340315	2,281	0,0326	**
Média var, dependente	1,045780	D,P, var, dependente	0,820287		
Soma resíd, quadrados	32,85789	E,P, da regressão	0,468031		
R-quadrado	0,698566	R-quadrado ajustado	0,674451		
F(12, 22)	26,19625	valor P(F)	3,01e-10		
Log, da verosimilhança	-100,7600	Critério de Akaike	227,5199		
Critério de Schwarz	267,7387	Critério Hannan-Quinn	243,8483		
rho	0,248534	Durbin-Watson	0,967162		

ANEXO IV: Modelo GLS - Efeitos aleatórios da amostra espanhola e testes de diagnósticos do modelo

Modelo 2: Efeitos-aleatórios (GLS), usando 152 observações
 Incluídas 23 unidades de secção-cruzada
 Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 11
 Variável dependente: ROA
 Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>valor p</i>	
const	0,174101	0,0712710	2,443	0,0146	**
GRI	-0,0823540	0,0458400	-1,797	0,0724	*
GA	-3,81366e-09	2,14000e-09	-1,782	0,0747	*
EPS	0,00101082	0,000520461	1,942	0,0521	*
NIAT	-1,64832e-06	1,43339e-06	-1,150	0,2502	
AUDCOM	0,00987803	0,00925175	1,068	0,2857	
BORDSIZE	-0,00115975	0,00166151	-0,6980	0,4852	
BIND	-0,00667109	0,0336556	-0,1982	0,8429	
CORPGBC	-0,0112747	0,00821165	-1,373	0,1697	
GDP	-0,000110132	0,000157636	-0,6987	0,4848	
EBIT	1,26670e-05	3,79263e-06	3,340	0,0008	***
SGROW	4,74535e-06	4,21768e-07	11,25	<0,0001	***
CS	-0,0558535	0,0425383	-1,313	0,1892	
TGB	-0,00288479	0,0169066	-0,1706	0,8645	
SIZE	-0,000639633	0,0120845	-0,05293	0,9578	
Média var, dependente	0,053959	D,P, var, dependente	0,044234		
Soma resíd, quadrados	0,280907	E,P, da regressão	0,045117		
Log, da verosimilhança	262,6360	Critério de Akaike	-495,2720		
Critério de Schwarz	-449,9138	Critério Hannan-Quinn	-476,8459		
rho	0,114156	Durbin-Watson	1,421030		

'Por entre' a variância = 0,0012645

'Por dentro' da variância = 0,00032349

teta média = 0,778488

Teste conjunto em regressores designados -

Estatística de teste assimpótica: Qui-quadrado(14) = 102440

com valor p = 0

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 118,452
com valor p = 1,3803e-027

Teste de Hausman -

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(14) = 65,4702
com valor p = 1,26084e-008

ANEXO V: Modelo pooled dos mínimos quadrados da amostra da Península Ibérica e testes de diagnósticos do modelo

Modelo 1: Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), usando 306 observações

Incluídas 41 unidades de secção-cruzada

Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 11

Variável dependente: QTOBIN

Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
const	5,50275	0,799079	6,886	<0,0001	***
GDP	0,0131715	0,00592112	2,224	0,0318	**
EBIT	0,00025318	7,42077e-05	3,412	0,0015	***
RAI	0,00013394	0,00014514	0,9229	0,3616	
EPS	-0,0045054	0,0222381	-0,2026	0,8405	
SIZE	-0,398202	0,0969728	-4,106	0,0002	***
BIND	-0,390073	0,506573	-0,7700	0,4458	
BORDSIZE	-0,0155783	0,0273432	-0,5697	0,5720	
AUDCOM	-0,0594708	0,196965	-0,3019	0,7643	
CORPGBC	-0,230083	0,136524	-1,685	0,0997	*
TGB	-0,0435120	0,560313	-0,07766	0,9385	
CS	-1,81771	1,00156	-1,815	0,0770	*
SGROW	-2,47888e-06	1,34880e-06	-1,838	0,0735	*
NIAT	-0,0001833	0,00014032	-1,306	0,1989	
Média var, dependente	1,265882	D,P, var, dependente	0,964318		
Soma resíd, quadrados	143,0686	E,P, da regressão	0,699972		
R-quadrado	0,495566	R-quadrado ajustado	0,473109		
F(13, 40)	8,232518	valor P(F)	1,07e-07		
Log, da verosimilhança	-317,8753	Critério de Akaike	663,7505		
Critério de Schwarz	715,8807	Critério Hannan-Quinn	684,5992		
rho	0,700205	Durbin-Watson	0,423174		

ANEXO VI: Modelo GLS - Efeitos aleatórios da amostra da Península Ibérica e testes de diagnósticos do modelo

Modelo 2: Efeitos-aleatórios (GLS), usando 308 observações
 Incluídas 41 unidades de secção-cruzada
 Comprimento da série temporal: mínimo 1, máximo 11
 Variável dependente: ROA
 Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coeficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>z</i>	<i>valor p</i>	
const	0,243635	0,0457668	5,323	<0,0001	***
GDP	0,00012489	0,00018896	0,6609	0,5087	
	3	5			
EBIT	1,76296e-05	5,66449e-06	3,112	0,0019	***
RAI	-3,75553e-06	2,22408e-06	-1,689	0,0913	*
EPS	0,00241388	0,00182450	1,323	0,1858	
SIZE	-0,0168793	0,00756523	-2,231	0,0257	**
BIND	-0,0030625	0,0205789	-0,1488	0,8817	
	4				
BORDSIZE	1,48670e-05	0,00149919	0,009917	0,9921	
AUDCOM	0,0103061	0,00467976	2,202	0,0276	**
CORPGBC	-0,0022426	0,00740340	-0,3029	0,7619	
	6				
TGB	0,00389634	0,0192880	0,2020	0,8399	
CS	-0,119889	0,0299025	-4,009	<0,0001	***
SGROW	-2,52873e-08	1,31133e-07	-0,1928	0,8471	
Média var, dependente	0,062679	D,P, var, dependente	0,054866		
Soma resíd, quadrados	0,612328	E,P, da regressão	0,045483		
Log, da verosimilhança	520,9374	Critério de Akaike	-1015,875		
Critério de Schwarz	-967,3836	Critério Hannan-Quinn	-996,4858		
rho	0,386191	Durbin-Watson	0,993031		

'Por entre' a variância = 0,000987742

'Por dentro' da variância = 0,000767426

teta média = 0,658251

Teste conjunto em regressores designados -

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(12) = 90,5878

com valor p = 3,79885e-014

Teste de Breusch-Pagan -

Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 358,592

com valor p = 5,70325e-080

Teste de Hausman -

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(12) = 37,1565
com valor $p = 0,000210722$