

**Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro**

**Determinantes do desempenho empresarial na  
península ibérica: nova evidência usando dados em  
painel**

Dissertação de Mestrado em Ciências Económicas e Empresariais

Suzanna Igrejas

Orientadora: Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves



Vila Real, 2020

**Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro**

# **Determinantes do desempenho empresarial na península ibérica: nova evidência usando dados em painel**

Dissertação de Mestrado em Ciências Económicas e Empresariais

Suzanna Igrejas

Orientadora: Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves

**Composição do Júri:**

---

---

---

Vila Real, 2020

Dissertação apresentada à Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Ciências Económicas e Empresariais, realizada sob a orientação da professora Maria Elisabete Duarte Neves e a coorientação do Professor António Carlos Gomes Dias.

## **Termo de Responsabilidade**

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e único que nunca foi submetido a outra Instituição de Ensino Superior para a obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Certifico que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **Agradecimentos**

O espaço limitado desta secção de agradecimentos, seguramente, não me permite agradecer, como devia, a todas as pessoas que, ao longo da realização desta dissertação me ajudaram e apoiaram, direta ou indiretamente, a cumprir os meus objetivos e esta etapa tão importante da minha formação académica.

Desta forma, deixo apenas algumas palavras, poucas, mas um sentido e profundo sentimento de reconhecido agradecimento:

- Aos meus orientadores, Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves e Professor Doutor António Carlos Gomes Dias por me terem proporcionado as condições necessárias para a realização e finalização desta dissertação. O meu profundo agradecimento pela orientação e apoio incondicionais que elevaram os meus conhecimentos e, sem dúvida, muito estimularam o meu desejo de querer, sempre, saber mais e a vontade constante de querer fazer melhor.
- À Minha Família, em especial aos Meus Pais, e ao Meu Irmão, um enorme obrigada por todo o apoio, motivação e carinho incondicionais, e também por acreditarem sempre em mim e naquilo que faço.

## Resumo

Para que as organizações consigam desenvolver-se e sobreviver num mercado cada vez mais empreendedor e competitivo, analisar o Desempenho Empresarial é fundamental até porque qualquer economia depende disso. Um Desempenho Empresarial apropriado à organização garante que as decisões de gestão, numa determinada organização interna, dentro de um ambiente macroeconómico específico, conduzem a empresa ao sucesso e à sustentabilidade futura com níveis de rendibilidade adequados ao seu crescimento.

O principal objetivo deste trabalho é estudar os fatores que determinam o Desempenho Empresarial, no período compreendido entre 2011 e 2018, atendendo ainda a um subperíodo demarcado pela presença da *Troika* em Portugal, 2011-2014. A amostra é constituída por 110 empresas não financeiras, da Península Ibérica, sendo que 43 destas empresas são Portuguesas e inscritas na *Euronext Lisbon* e 67 são Espanholas e matriculadas na *Madrid Stock Exchange*. Para alcançar o objetivo proposto, foi utilizada a metodologia de dados em painel, especificamente o método de estimação *Generalized Method of Moments (GMM)* proposto por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Os resultados mostram, para Portugal no período completo, que tanto as variáveis específicas de gestão (endividamento) como as obrigações fiscais (os impostos) e a diversidade no Conselho de Administração influenciam a performance empresarial. Para Espanha, os resultados revelam um maior número de variáveis significativas, tanto específicas como de governance num ambiente macroeconómico específico, na determinação do desempenho daquelas empresas. No que respeita ao subperíodo considerado, a performance das empresas portuguesas é apenas afetada pelos níveis de endividamento e impostos o que significa que neste período de grande fragilidade, as características de governance deixam de ser determinantes. Relativamente à Espanha, para o mesmo subperíodo, verificou-se que apenas as características de Corporate Governance e a dimensão das empresas são relevantes, sugerindo que a intervenção da Troika em Portugal, não afetou, ou afetou de forma bem diferenciada o país vizinho. De qualquer modo os resultados também sugerem que as características de governance são muito mais importantes para determinar a performance das empresas espanholas. Talvez porque, como país desenvolvido, de referência, o interesse externo seja maior.

Por fim, o estudo da amostra conjunta, incluindo Portugal e Espanha como Península Ibérica, vem revelar pelas diferenças encontradas, que é importante estudar países pequenos como Portugal, pois de outra forma, as particularidades de cada país são pouco visíveis, utilizando esta metodologia de estudo.

Palavras-Chave: Desempenho Empresarial; Características Específicas da Empresa; características de *Corporate Governance*, PIB; Portugal; Espanha; Península Ibérica.

## **Abstract**

For organizations to be able to develop and survive in an increasingly entrepreneurial and competitive market, analyzing Business Performance is essential, because any economy depends on it. Business Performance appropriate to the organization ensures that management decisions, within a given internal organization, within a specific macroeconomic environment, lead the company to success and future sustainability with profitability levels appropriate to its growth.

The main objective of this work is to study the factors that determine Business Performance, in the period between 2011 and 2018, also taking into account a subperiod marked by the presence of the Troika in Portugal, 2011-2014. The sample consists of 110 non-financial companies from the Iberian Peninsula, 43 of which are Portuguese and registered at Euronext Lisbon and 67 are Spanish and registered on the Madrid Stock Exchange. To achieve the proposed objective, the panel data methodology was used, specifically the Generalized Method of Moments (GMM) estimation method proposed by Arellano and Bond (1991), Arellano and Bover (1995), Blundell and Bond (1998).

The results show, for Portugal in the full period, that both the specific management variables (indebtedness) as well as the tax obligations (taxes) and the diversity in the Board of Directors influence business performance. For Spain, the results reveal a greater number of significant variables, both specific and governance in a specific macroeconomic environment, in determining the performance of those companies. With regard to the sub-period considered, the performance of Portuguese companies is only affected by the levels of indebtedness and taxes, which means that in this period of great fragility, the governance characteristics are no longer decisive. Regarding Spain, for the same subperiod, it was found that only the characteristics of Corporate Governance and the size of the companies are relevant, suggesting that the intervention of the Troika in Portugal did not affect, or affected in a very different way, the neighboring country. In any case, the results also suggest that governance characteristics are much more important in determining the performance of Spanish companies. Perhaps because, as a developed, reference country, foreign interest is greater.

Finally, the study of the joint sample, including Portugal and Spain as the Iberian Peninsula, reveals by the differences found, that it is important to study small countries

like Portugal, because otherwise, the particularities of each country are barely visible, using this methodology of study.

Key words: Business Performance; Specific Characteristics of the Company; characteristics of Corporate Governance, GDP; Portugal; Spain; Iberian Peninsula.

# Índice

I. Introdução .....	13
Capítulo II_ Revisão de Literatura .....	17
2.1 Determinantes do Desempenho Empresarial: Revisão de Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses .....	17
2.1.1 Características específicas da empresa.....	18
2.1.1.1 Idade .....	18
2.2.1.2 Dimensão.....	19
2.2.1.3 Impostos .....	21
2.2.1.4 Endividamento .....	22
2.2.2 Características de <i>Corporate Governance</i> .....	23
2.2.2.1 Board Size .....	24
2.2.2.2 Board Independence .....	26
2.2.2.3 Board Diversity .....	28
2.2.3 Variáveis Macroeconómicas .....	30
2.2.3.1 Produto Interno Bruto-PIB .....	30
Capítulo III_ Metodologia de Investigação.....	33
<b>3.1- Horizonte temporal e amostra estatística .....</b>	<b>33</b>
<b>3.2-Variáveis a incluir no modelo .....</b>	<b>34</b>
3.2.1-Variáveis dependentes .....	34
3.2.2-Variáveis independentes .....	35
<b>3.3-Modelo Empírico.....</b>	<b>36</b>
<b>3.4-Método de Estimação.....</b>	<b>38</b>
Capítulo IV_ Apresentação e discussão dos Resultados .....	39
<b>4.1-Estatísticas Descritivas .....</b>	<b>39</b>
<b>4.2-Discussão de Resultados dos Modelos de Regressão 2011-2018.....</b>	<b>42</b>
Capítulo V_ Impacto da Crise Soberana.....	55
<b>5.1-Empresas Portuguesas.....</b>	<b>56</b>
<b>5.2-Empresas Espanholas .....</b>	<b>59</b>
<b>5.3-Empresas Península Ibérica.....</b>	<b>61</b>
<b>5.4-Discussão de Resultados 2011-2014.....</b>	<b>64</b>
Conclusão.....	65
Bibliografia .....	67
Anexos.....	76

## Índice de Tabelas

Tabela 1- Resumo das Hipóteses e sinais esperados de acordo com a literatura .....	32
Tabela 2- Descrição de Variáveis Dependentes .....	34
Tabela 3- Descrição de Variáveis Independentes.....	35
Tabela 4-Estatísticas Descritivas para Portugal.....	39
Tabela 5-Estatísticas Descritivas para Espanha.....	40
Tabela 6-Estatísticas Descritivas para Península Ibérica .....	41
Tabela 7-Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 para as Empresas Portuguesas .....	43
Tabela 8-Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 para as Empresas Espanholas .....	48
Tabela 9- Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 da Península ibérica .....	52
Tabela 10- Resultados de estimação para o Modelo 1 para as Empresas Portuguesas 2011-2014 .....	56
Tabela 11- Resultados de Estimação para o Modelo 1 para as Empresas Espanholas 2011-2014 .....	59
Tabela 12- Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 para as Empresas da Península Ibérica 2011-2014.....	61

## **Lista de Abreviaturas, Siglas e Acrónimos**

AGE- Idade

CA- Conselho de Administração

CEO- Director Executivo (*Chief Executive Officer*)

CG- *Corporate Governance*

EBIT- *Earnings Before Interest and Taxes*

GMM- Generalized Method of Moments

PIB- Produto Interno Bruto

ROA- *Return on Assets*

ROE- *Return on Equity*

SIZE-Dimensão

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

## **I\_ Introdução**

Num mundo empresarial cada vez mais competitivo, existem diversos fatores que devem ser levados em consideração para a sobrevivência/desenvolvimento das organizações. O desempenho empresarial torna-se assim uma fonte imprescindível de crescimento sustentável, uma vez que é através deste que as empresas produzem resultados que beneficiam toda a sociedade, desenvolvem a empregabilidade e a formação pessoal e promovem a inovação e o desenvolvimento, que podem proporcionar uma melhor progressão social global.

Posto isto, o desempenho saudável e a longo prazo das empresas, acaba por ter uma grande importância, corroborada pela vasta literatura no tema, e sendo cada vez mais útil a um número elevado de *stakeholders*, tais como os investidores, gestores, credores, colaboradores e Estado.

O Desempenho Empresarial ou Performance Empresarial consiste resumidamente num conjunto de características de rendimento de uma organização, ou seja, é uma ampla gama de indicadores que podem ser concentrados na lucratividade, crescimento ou desempenho social das empresas, de modo a se perceber se foram alcançados os objetivos/metapre-selecionados/as pelas mesmas.

Na literatura existente são várias as definições de desempenho encontradas, por exemplo Venkatraman e Ramanujam (1986) definem o desempenho como uma espécie de avaliação quantitativa ou qualitativa de todos os esforços e dos resultados previamente planeados alcançados, já para Porter (1991) o desempenho é o indicador do nível de sucesso das estratégias de negócios ao fim de um determinado período. Hart e Banbury (1994) definem o desempenho como uma estrutura com várias camadas, onde são combinados componentes de desempenho financeiro, operacional e organizacional, de modo a entender se a organização evoluiu.

Mais recentemente Sosiawani, Ramli, Mustafa e Yusoff (2015); Wales, Parida e Patel (2013) defendem que o desempenho empresarial é a definição do grau em que as empresas realizam as suas metas e os seus objetivos.

Para que o empreendimento se consiga desenvolver e obter maior desempenho é necessário ter em conta diversos critérios, entre os quais as oportunidades de crescimento, uma vez que é através destas que os gestores conseguem entender as vertentes nas quais

devem apostar de modo a alcançar melhores resultados e realizar as suas metas e os seus objetivos de maneira mais eficiente.

Diferentes termos têm sido utilizados por diversos autores para definir as diversas etapas/fases de crescimento do empreendimento, diversas vezes também chamadas de ciclos de vida. Mesmo que os termos utilizados sejam diferentes mediante os autores, os eventos pelo qual as empresas passam são quase sempre os mesmos, pois parte-se do pressuposto que para que o empreendimento chegue a uma fase de amadurecimento, é sempre necessário que decorra uma etapa de iniciação, seguida de uma fase de crescimento onde são enfrentados diversos desafios e crises por parte do empreendimento, para assim se alcançar a tão desejada etapa de maturidade e crescimento.

Desta forma torna-se necessário saber quais os fatores que auxiliam na progressão de uma determinada etapa para outra, de modo a que o processo se torne mais rápido e eficaz.

Para que as etapas sejam ultrapassadas com sucesso, como afirma Hermelo e Vassolo (2007) as empresas precisam de entender o processo e todas as variáveis que favorecem ou restringem o seu crescimento.

De acordo com Akhouri, MMP (1988) citado por Kulshrestha e Puri (2017), para que se verifique uma oportunidade é necessário identificar os pontos fortes e fracos da empresa, bem como proceder à análise do ambiente no qual se encontra incorporada a empresa, de modo a determinar as oportunidades e ameaças para que a mesma se desenvolva.

Para que se proceda à medição do crescimento a literatura existente revela pouca concordância, uma vez que diversos autores defendem que esta deve ser efetuada quantitativamente, na medida em que o crescimento se deve ter em conta o valor de vendas, número de funcionários, valor dos ativos, lucros e outros aspetos quantitativos (Gupta, Guha & Krishnaswami, 2013; Wiklund, Patzelt & Shepherd, 2007) e por outro lado Kruger (2004), defende que a medição qualitativa é a mais indicada pois tem em conta aspetos referentes à posição de mercado, à qualidade do produto e à boa vontade dos clientes.

Em análise a esta temática são diversos os estudos desenvolvidos com base em Pequenas e Médias Empresas em todo o Mundo (Gupta et al., 2013; Hashi & Krasniqi, 2011; Hermelo & Vassolo, 2007; Hodorogel, 2009; Reid & Xu, 2011) como forma de chegar a conclusões determinantes para que os gestores tenham em atenção a etapa na qual as

empresas se encontram e implementem estratégias de modo a crescerem de forma eficiente e de obterem um maior/melhor desempenho.

Visto que existe um vasto número de variáveis que podem influenciar o desempenho organizacional, na literatura existente ainda não há um modelo universal que pode ser aplicado a todas as empresas de igual modo (Abu-Shanab, Abu-Shehab & Khairallah, 2015; Masa`deh, Tayeh, Al-Jarrah & Tarhini, 2015).

O desempenho pode ser medido através de vários rácios resultantes das demonstrações financeiras das empresas. Enquanto que para alguns autores as variáveis que devem ser utilizadas são as de natureza contabilística, tais como a Rendibilidade do Ativo (ROA-*Return on Assets*) e a Rendibilidade do Capital Próprio (ROE-*Return on Equity*) como defendem os autores (Demirgüneş, 2016; Hunjra, Chani, Javed, Naeem, & Ijaz, 2014) , para outros as variáveis que melhor se adequam a este tipo de avaliação, são as variáveis de mercado, tal como o Q de Tobin e/ou a Rendibilidade das Ações como é defendido por (Daniel & Titman, 1997).

Os rácios podem ser agrupados em vários grupos, como por exemplo os rácios de rendibilidade referentes à contabilidade e os rácios de investimento referentes ao mercado. Quanto aos rácios de rendibilidade sabe-se que dizem respeito às informações que auxiliam o gestor a projetar a rendibilidade futura da empresa e o retorno esperado de investimento nos títulos de participação da empresa. Através da análise dos rácios/indicadores de rendibilidade, tendo por base a demonstração dos resultados das empresas é possível verificar a evolução do peso percentual de cada uma das rubricas(tais como os consumos, os fornecimentos e serviços externos e/ou gastos com o pessoal) no volume de negócios das mesmas, que permitem a longo tempo a obtenção de uma perspectiva dinâmica da atividade da empresa e da importância relativa a cada uma das rubricas acima mencionadas, de modo a que, quando se verificarem alterações significativas nesta análise, os gestores averiguem as causas para que tais factos tenham ocorrido e encontrem uma solução mais eficiente para a sua resolução.

Uma vez que existem divergências sobre a temática nos vastos estudos já desenvolvidos, a realização deste estudo, pode de certa forma esclarecer certas incertezas que possam surgir por parte das empresas e da sociedade em geral, nomeadamente no que respeita ao diferente modo de medir a performance e às variáveis que podem explicar essas medidas. Assim, com o presente estudo pretende-se compreender de que forma é que as variáveis específicas da empresa, inerentes à sua própria gestão, as Características de *Corporate*

*Governance* e o PIB que caracteriza o ambiente macroeconómico da península Ibérica, determinam o Desempenho Empresarial nas empresas cotadas em Portugal e Espanha, no período compreendido entre 2011-2018 e posteriormente entre 2011-2014. Já vários autores, mostraram para diversos ambientes macroeconómicos e usando diferentes metodologias que a performance financeira depende de um conjunto vasto de variáveis, mais ou menos controláveis pela gestão (aqui falar de alguns autores que tem recente na revisão literatura). Entre as variáveis específicas da empresa, variáveis fundamentais para o presente estudo como defendem vários autores tais como (Okunbo & Oghuvwu, 2019) destacam-se a dimensão das empresas e a sua idade assim como os níveis de endividamento e os impostos sobre o rendimento das pessoas coletivas. As Características de Corporate Governance consideradas no estudo são a dimensão do Conselho de Administração, a independência do mesmo e a importância da participação das mulheres, relevantes para a análise como é argumentado por Aldamen, Duncan, Kelly e McNamara (2019) e Hussain, Rigoni e Orij (2018). Também neste estudo salienta-se a importância da análise da variável Produto Interno Bruto, como variável representativa das variáveis macroeconómicas que são relevantes para o tema em questão, como já foi mencionado por Issah e Antwi (2017) e Pervan, Pervan e Ćurak (2019).

A amostra é constituída por 110 empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon e na Bolsa de Madrid. Tal seleção de amostra deve-se ao facto de maior facilidade de recolha de dados inerentes às empresas, bem como ao facto de através da inscrição delas em negociação de bolsa, a imagem e o reconhecimento são mais notórios. É também através da cotação em bolsa que as empresas têm a possibilidade de dar maior visibilidade às suas metas, ao seu sistema organizacional bem como a sua solidez financeira, aspetos relevantes para que se possam cumprir os objetivos de transparência que lhe são exigidos, bem como os padrões de qualidade, de modo a satisfazer sempre os interesses de todos os interessados.

A presente dissertação é composta por cinco capítulos principais. O Capítulo 1 que diz respeito à Introdução e justificação da pertinência/interesse da temática em análise, o Capítulo 2 onde é apresentada a revisão de literatura bem como uma visão geral sobre os determinantes do Desempenho Empresarial defendidos por diversos autores e desenvolvimento de hipóteses de estudo, o Capítulo 3 que diz respeito à metodologia utilizada para a realização do presente estudo, no Capítulo 4 onde são apresentados os

resultados empíricos e por fim o Capítulo 5 onde surgem as conclusões finais do estudo bem como as suas limitações e linhas de investigação futura.

## **Capítulo II\_ Revisão de Literatura**

### **2.1 Determinantes do Desempenho Empresarial: Revisão de Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses**

Uma vez que um dos principais objetivos das empresas é satisfazer os interesses de todos os grupos de interessados, o desempenho de uma empresa torna-se um dos fatores mais importantes a ter em conta, visto que é através deste que a empresa pode ou não despertar interesse entre os vários *stakeholders*.

Para Scherer (1980), uma empresa que demonstra um bom desempenho, é aquela que alcança os seus objetivos/metast através da utilização eficiente de recursos, que produz/oferece bens e/ou serviços de acordo com a qualidade e quantidade procuradas pelo mercado, que aproveita da melhor forma as oportunidades criadas através dos avanços científicos e tecnológicos de modo a melhorar os níveis de produtividade e a criação de produtos entendidos como os melhores por parte do mercado, e quando tem por base políticas de gestão integradas com objetivos macroeconómicos e a justa distribuição de rendimento entre os seus colaboradores.

### **2.1.1 Características específicas da empresa**

Vários estudos sobre a temática do desempenho empresarial, defendem que as características internas à entidade organizacional representam sem dúvida fatores de sucesso/insucesso para a evolução da mesma. Tal importância deve-se ao facto de que é através destes atributos que se tem em consideração as decisões de gestão com vista à obtenção de uma posição competitiva no mercado. Dentro das características intrínsecas à empresa podemos ter duas categorias, as características referentes ao desempenho tais como o crescimento, a rentabilidade, etc, e as características estruturais tais como a idade, dimensão, setor, etc.

Visto que não existem empresas iguais torna-se assim necessário ter em conta tais características como fatores explicativos para se proceder à realização do estudo. Assim, de seguida procede-se à revisão literária das variáveis específicas da empresa que serão incluídas no estudo empírico, tais como a Idade, a Dimensão, os Impostos e o Endividamento.

#### **2.1.1.1 Idade**

A Idade ou o tempo no qual uma determinada empresa se encontra em atividade é sem dúvida um fator determinante no que á análise do desempenho empresarial diz respeito.

De acordo com Jovanovic (1982), nos primeiros anos de vida das empresas, elas crescem com o intuito de procurar um nível ótimo de eficiência, posteriormente, em fases mais adiantadas do eu ciclo de vida, acabam por diminuir ritmo de crescimento, quando já lhes é permitido a obtenção da sobrevivência, uma vez que conseguem atingir a escala mínima de eficiência. Posto isto, Jovanovic (1982) defende que os gestores das empresas precisam de tempo, para de certo modo perceberem os custos de oportunidade associados às decisões de melhores opções para um melhor desempenho empresarial.

Apesar de não existir um consenso na literatura existente, a maioria dos autores defende que existe uma relação negativa entre a idade da empresa e o seu desempenho empresarial (Dunne, Roberts & Samuelson, 1989; Evans, 1987b; Geroski & Gugler, 2004; Glancey, 1998), pois as empresas mais antigas têm receio da mudança e não investem tanto em fatores importantes como a Investigação & Desenvolvimento (*I&D*). Do mesmo modo, Dawar (2014), apurou que a idade influencia negativamente a ROA, num estudo que tinha como amostra empresas da Índia. Outros autores não confirmam esse argumento na

medida em que defendem que a idade é um fator positivo para o desempenho empresarial tendo em conta que existe mais conhecimento/experiência por parte dos que fazem parte da empresa e que de certa forma colaboram com as empresas mais antigas (Conti, Goldszmidt & de Vasconcelos, 2020; Das, 1995; McDonald, Senaji & Orero, 2020). De facto, por exemplo, Balasubramanian e Lee (2008) ou Jiménez-Jiménez e Sanz-Valle (2011) mostraram que a idade modera a relação entre inovação, aprendizagem organizacional, e desempenho. Sorensen e Stuart (2000) argumentam que à medida que a idade aumenta, a experiência e as competências de uma empresa vão-se desenvolvendo, o que ajuda a gerir melhor todas as decisões tornando-as mais eficazes e eficientes.

Teruel-Carrizosa (2008) num estudo aplicado a empresas espanholas entre 1994 e 2002 concluiu que as empresas jovens, são menos produtivas e conseqüentemente menos lucrativas, mas que no entanto podem experimentar taxas de crescimento mais elevadas em termos de vendas e lucros nos primeiros anos de existência. A autora também conclui que à medida que as empresas envelhecem, a proporção de recursos externos à entidade (financiamento externo) sofre uma queda ao contrário da proporção do património (financiamento interno) que acaba por se tornar numa fonte de financiamento mais importante para as entidades e de alguma forma promover a rentabilidade. Também Barka e Legendre (2017) e Pouraghajan, Malekian, Emamgholipour, Lotfollahpour e Bagheri (2012) mostram que a idade tem impactos positivos na performance económica das empresas, especificamente na ROA. Cancela, Neves, Rodrigues e Dias (2020), mostram que a idade pode ser um importante fator de controlo para determinar o desempenho das empresas da Península Ibérica.

Pelos argumentos acima, apresenta-se a primeira hipótese a testar (sem sinal definido):

H1: Existe uma relação significativa entre a Idade e o Desempenho Empresarial.

### **2.2.1.2 Dimensão**

Desde os primeiros estudos existentes sobre a temática do mundo empresarial que a dimensão da empresa é um dos fatores básicos na análise empírica dos determinantes de desempenho empresarial da empresa. Segundo o trabalho clássico de Gibrat (1931) o crescimento das empresas é independente da dimensão destas. Assim, de acordo com Gibrat (1931) pequenas e grandes empresas podem alcançar a mesma taxa de

crescimento, sendo que algumas empresas crescem e sobrevivem, enquanto outras não conseguem alcançar uma taxa de crescimento sustentada para colmatar as necessidades de sobrevivência, acabam por não sobreviver e são “obrigadas” a sair do mercado.

No entanto a Visão de Gibrat tem sido questionada por diversos autores, que argumentam que existe uma relação entre o desempenho das empresas e a sua dimensão, apesar de mesmo assim não chegarem a um consenso sobre qual o tipo de relação presente. Alguns autores, (Almus & Nerlinger, 1999; Audretsch, Klomp, Santarelli & Thurik, 2004; Evans, 1987a, 1987b; Hall, 1987; Wagner, 1991) defendem que a relação é negativa, uma vez que as empresas com menor dimensão precisam de atingir uma etapa de eficiência mínima de modo a conseguirem sobreviver no mercado em que atuam o que leva a entender que a obtenção de economias de escala se torna a principal motivação para o crescimento das empresas com dimensão menor à da escala mínima de eficiência. Também em estudos mais atuais foi verificada a influência negativa por parte da dimensão das empresas sobre o desempenho das mesmas, como é perceptível no estudo de Younis e Sundarakani (2020) bem como no estudo Lee, Chen e Ning (2017).

Outros autores sugerem que as grandes empresas têm maiores taxas de crescimento, já que é mais provável que uma empresa tenha mais oportunidades de crescimento quando é maior e já opera no mercado há um longo período de tempo, usufruindo de maiores economias de escala, com mais poder de mercado e com margens de flexibilidade maiores (Cowling, Bates, Jagger & Murray, 2008; Falk, Wolfmayr & Langer, 2008; Heshmati, 2001; Lotti, Santarelli & Vivarelli, 2003; Phillips & Kirchhoff, 1989). McDonald et al. (2020) chegaram à conclusão num estudo aplicado a empresas de seguros no Quênia, que a dimensão das empresas exerce uma influência estatisticamente positiva sobre o desempenho das mesmas. Na mesma perspetiva, também Vieira, Neves e Dias (2019), num estudo aplicado a empresas portuguesas não financeiras no período compreendido entre 2010 e 2015 listadas na *Euronext Lisbon*, chegaram à conclusão de que empresas maiores consequentemente resultam num desempenho melhor.

Pelos argumentos apresentados, a seguinte hipótese é colocada (sem sinal definido):

H2: Existe uma relação significativa entre a Dimensão e o Desempenho Empresarial.

### **2.2.1.3 Impostos**

Para além das empresas contribuírem para a economia local através de postos de trabalho, estão também sujeitas à contribuição fiscal, na medida em que quando sejam apurados lucros de um certo ano fiscal, as empresas devem declará-los e pagar o imposto sobre tal rendimento.

De acordo com Adam Smith (1776) citado pelo autor (Evans, 2006), um bom sistema tributário é aquele onde se encontram satisfeitos os princípios da equidade, certeza, conveniência e eficiência, ou seja, é um sistema que preza pela tributação de forma justa, cobrada conforme as capacidades de pagamento dos contribuintes e deve ser explicada de forma clara, bem como ter em conta os seus contribuintes de modo a que o prazo e pagamento de tais obrigações sejam mais convenientes e não excessivos para estes.

À partida quanto maior for a carga fiscal de uma empresa, menor é a sua performance financeira e eventualmente menores níveis de crescimento serão verificados, pois estarão mais recursos a ser utilizados para pagar impostos (Becker, Jacob & Jacob, 2012; Lasfer, 1995).

Mais recentemente Matarirano, Chiloane-Tsoka e Makina (2019) concluíram num estudo aplicado a pequenas empresas sul-africanas do setor da construção que os impostos externos às organizações (terceirização de tarefas fiscais) têm um efeito negativo no desempenho da entidade, e que assim, as empresas devem efetuar as suas tarefas fiscais de forma interna se pretendem beneficiar de conformidade fiscal, pois o estudo também permitiu concluir que existe uma relação positiva entre os impostos internos e o desempenho. Este resultado sugere que quando existe um aumento deste tipo de impostos tal se pode dever ao crescimento do negócio. Este último, por si só está associado a um aumento de custos, pois é através dele que, por norma, se obtêm funcionários mais qualificados, o que também resulta num auxílio à gestão da organização, pois existe uma melhor tomada de decisão e uma gestão mais eficiente de informações financeiras (Evans et al., 2014; Smulders, 2013).

No enquadramento europeu, apesar de se tratar dos impostos de forma diferente, também existe literatura que defende que o aumento de impostos implica um menor desempenho, como por exemplo Lazăr e Istrate (2018) concluíram que tal aumento prova uma diminuição da Rendibilidade Operacional do Ativo nas empresas romenas listadas no período compreendido entre 2000 a 2011.

Há ainda quem defenda que a aplicação de mais impostos implica mais desenvolvimento económico que por sua vez irá resultar em mais crescimento empresarial ( Lee & Gordon, 2004).

Braunerhjelm, Eklund e Thulin (2015) num estudo aplicado a países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), chegaram à conclusão de que os impostos não apresentam qualquer impacto significativo na atividade empreendedora de empresas estabelecidas, e que tal resultado pode ser explicado pela experiência de aprendizagem associada à execução de tarefas, ou seja, as empresas já constituídas em princípio aprendem a lidar com a administração tributária, o que pode facilitar a gestão dos custos fixos associados à conformidade tributária.

Assim, uma vez que os autores não são unânimes na relação de significância entre a carga fiscal de cada empresa e os seus níveis de desempenho, a seguinte hipótese é colocada:

H3: Existe uma relação significativa entre os Impostos e o Desempenho Empresarial.

#### **2.2.1.4 Endividamento**

Outro dos fatores que se deve considerar como determinante essencial ao desempenho empresarial é o nível de endividamento. Uma vez que muitas empresas sofrem de falta de capital na forma de lucros obtidos, por vezes é necessário que tais empresas recorram a financiamento externo (terceiro). Tal financiamento pode ser obtido através de dívidas de curto prazo tais como, empréstimos bancários e comerciais, títulos de dívida, entre outros, com duração inferior a um ano. Também é possível obter tal financiamento por meio de dívidas de longo prazo através de títulos de obrigações para credores que emprestaram ativos à empresa por mais de um ano ou que tenham sido investidos em títulos de longo prazo emitidos pela empresa.

Bauer (2004) defende que os credores dão preferência a empreendimentos com menor endividamento possível, uma vez que uma maior parcela do património resulta num maior “benefício” contra as perdas que possam surgir numa eventual liquidação da entidade.

Heshmati (2001) refere num estudo aplicado a micro e pequenas empresas suecas entre 1993-1998 que o endividamento influencia negativamente o desempenho das empresas,

no entanto ao analisar as vendas das mesmas verifica-se que existe uma influência positiva.

De acordo com a Teoria de Agência, Jensen (1986) concluiu que, uma vez que o aumento do endividamento faz com que os gestores não desperdicem recursos em projetos não lucrativos, ocorre um melhor desempenho, o que permite também concluir que o endividamento apresenta uma relação positiva com o desempenho. Margaritis e Psillaki (2010) mostraram numa análise aplicada a empresas francesas de setores de baixo e alto crescimento, através do método de análise envoltória de dados não paramétricos (DEA), que uma maior alavancagem financeira está associada a uma maior eficiência das empresas, o que acaba por corroborar com a perspectiva da mesma teoria.

Por outro lado, indo ao encontro da Teoria do Endividamento, defendida por Myers (1977), um aumento no nível de dívida pode levar a um futuro subinvestimento, que por sua vez pode resultar na redução do valor da empresa, o que acaba por influenciar negativamente o desempenho desta, como concluíram Cai e Zhang (2011) para uma amostra compreendida entre 1975 a 2002. Na mesma perspectiva, também Chinaemerem e Anthony (2012) referem que empresas mais endividadas têm resultados piores nas medidas financeiras tais como o ROA e o ROE.

Considerando empresas portuguesas nas respetivas amostras, Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós e Lisboa (2014); Serrasqueiro e Nunes (2008) ou Pais e Gama (2015) mostraram empiricamente que o endividamento tem um efeito negativo na performance das empresas. Também Vieira, Neves e Dias (2019) usando o Tobins Q como variável de desempenho mostram empiricamente esta relação negativa para empresas portuguesas entre 2010 e 2015.

A hipótese seguinte tem como finalidade testar se de facto o nível de endividamento influencia ou não o desempenho.

H4: Existe uma relação significativa entre Endividamento e o Desempenho Empresarial.

### **2.2.2 Caraterísticas de *Corporate Governance***

As primeiras definições de *Corporate Governance* (CG) surgem no final do século XX e inícios do século XXI, traduzindo-se assim num conceito bastante recente. Entre as variadíssimas definições existentes deste conceito, é de salientar a definição da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), uma vez que é

a mais utilizada no mundo e que nos diz que, “*corporate governance*” é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A sua estrutura específica, a distribuição de direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes da empresa como sejam o Conselho de Administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes ditam as regras e procedimentos para a tomada de decisão nas questões da gestão da empresa. E desta forma fornece a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de o atingir e monitorizar o seu desempenho” (OCDE, 1999:3-42).

Ao longo dos anos a definição de CG tem evoluído, no entanto apesar de se saber que este termo está relacionado com a forma como as empresas são geridas ou governadas, com a finalidade de criar riqueza e valor para todos os grupos de interesse da organização, ainda não existe uma definição singular, pois engloba fenómenos distintos (Cadbury, 2000; Hapsoro & Fadhilla, 2017).

De entre as características de Corporate Governance, neste trabalho empírico serão usadas as seguintes: dimensão do conselho de administração (que será tratado no modelo empírico como *BoardSize*); a independência do conselho de administração (que será tratado no modelo empírico como *Board Independence*) e por fim a diversificação de género dos elementos pertencentes ao conselho de administração (*Board Diversity*).

Ejzenberg (2005) citado por (Haman, Chalmers & Fang 2017) defende que um *Corporate Governance* favorável às empresas exige verificações e balanços do CEO e da equipa de gestão responsável por gerir a empresa da melhor forma e no interesse dos acionistas.

Para se proceder à análise de *Corporate Governance* de uma empresa é necessário ter especial atenção às características dos proprietários/gestores da mesma como é defendido por autores tais como (Haman et al., 2017; Pan, Lin & Yang, 2013; Wiklund et al., 2007).

### **2.2.2.1 Board Size**

O número de administradores que compõem o Conselho de Administração é sem dúvida uma característica relevante, na medida em que espelha a capacidade de acompanhamento e controlo das atividades de gestão como defendem os autores (Fama & Jensen, 1983). Esta característica torna-se assim uma variável suscetível de influenciar o Desempenho Empresarial uma vez que existem autores que defendem que quanto maior for a dimensão de Conselho de Administração, mais eficiente é o desempenho empresarial. Esta hipótese é dada uma vez que no caso de existirem possíveis falhas individuais de conhecimento,

torna-se mais complicado compensá-las quando se trata de um único indivíduo, coisa que é mais fácil de resolver no caso de existirem mais elementos que formem a equipa.

Pearce II e Zahra (1992), argumentam que um maior número de administradores irá impressionar os gestores, uma vez que será reduzida a influência que os gestores têm sobre os administradores, o que pode resultar numa melhoria de gestão das empresas e consequentemente em desempenhos superiores. Do mesmo modo, Kalsie e Shrivastav (2016) utilizando como amostra empresas do *Bombay Stock Exchange*; Badu e Appiah (2017) para empresas da Nigéria do Gana, e Setia-Atmaja (2008) que estudou empresas da Austrália, mostram que o tamanho do conselho de administração afeta positivamente a performance económica das empresas.

Miralles-Marcelo et al. (2014) defendem que conselhos maiores são essenciais como mecanismo de controlo do oportunismo individual, na medida em que os investidores e gestores são mais controlados. No entanto os autores também acabam por verificar que, no estudo que fizeram a 55 empresas portuguesas da *Euronext Lisbon* e 115 empresas espanholas da Bolsa de Madrid, quando existe um maior Conselho de Administração acaba por ocorrer uma influência negativa no ROA das empresas portuguesas.

Contrariamente a esta posição, Jensen (1993) defende que mesmo que com a inclusão de um membro adicional no Conselho de Administração se aumente a capacidade de intervenção na gestão da entidade, tais benefícios podem ser suprimidos na medida em que podem ocorrer custos em termos de perdas de comunicação entre os membros do Conselho de Administração, bem como custos associados à perda de tomada de decisão associada, no caso dos Conselhos de Administração serem muito numerosos.

Também, após o final da década de 1980 na literatura existente, surgem autores que demonstram que o tamanho do conselho está negativamente relacionado ao Desempenho Empresarial tais como Bantel e Jackson (1989); Ginglinger (2002); Lehn, Patro e Zhao (2004), na medida em que referem que os conselhos com menos elementos operam com mais eficiência do que os conselhos com mais elementos, devido aos altos custos de coordenação, eventuais conflitos de opiniões que possam surgir, bem como a falta de conexão e um risco maior de desmotivação individual, potenciado pelos problemas de coordenação nas decisões de gestão, o que irá contribuir para um atraso de tomada de decisão. Também, Terjesen, Couto e Francisco (2016) para a variável de CG relativa ao tamanho do conselho de administração, quando utilizou o QTobin e ROA como medidas de performance, obteve sinal negativo.

Posto isto pode-se concluir que efetivamente não existem pressupostos empíricos que permitam estabelecer um número recomendável de administradores para uma entidade empresarial como sugerem Godard e Schatt (2000).

Assim, neste contexto surge a seguinte hipótese de investigação:

H5: Existe uma relação significativa entre o *Board Size* e o Desempenho Empresarial.

### **2.2.2.2 Board Independence**

Como é referido por Cadbury (2000), os gestores independentes devem ser externos à organização, na medida em que são isentos e objetivos na execução dos seus deveres, uma vez que não têm qualquer tipo de relação que venha a interferir materialmente no seu julgamento e exercício de funções.

O termo independência no Conselho de Administração surge no final do séc. XIX, e dá a entender que nessa altura a designação de membros independentes incidia sobre profissionais de consultoria, membros da família ou fundadores das empresas, bem como indivíduos com bons contactos, prestígio, experiência profissional, reputação, bom relacionamento interpessoal, cujo estatuto pudesse contribuir para melhorar a reputação das empresas e atrair investidores, como argumentam os autores Gallo (2005), Mallin (2003) e Spira e Bender (2004). Para Baysinger e Butler (1985) a presença de administradores independentes no Conselho de Administração, torna-se demasiado importante uma vez que estes são mais capazes de contestar as decisões de gestão, o que de certa forma pode ser benéfico para a organização na medida em que se protegem os interesses dos acionistas, bem como das outras partes interessadas, e acaba por garantir ao Conselho de Administração uma avaliação objetiva sobre o modo como a empresa está a ser administrada.

Hoje em dia não existe ainda um consenso no que à definição de independência de administradores diz respeito (Brennan & McDermott, 2004), bem como às competências que estes devem possuir e ou como deve ser realizada a sua nomeação (Spira & Bender, 2004), no entanto existem códigos de bom governo das sociedades, onde podem ser encontrados alguns critérios de não relação, de modo a amenizar possíveis conflitos de interesses. De acordo com Lastra e Satrústegui (2004) referenciados pelos portugueses (Rodrigues, Seabra & Mata 2008), são reconhecidos como bons critérios de independência dos administradores:

- a não relação familiar entre os membros do Conselho de Administração;
- o não exercício de função de membro em mais do que um Conselho de Administração;
- a não existência de uma relação profissional recente com a empresa;
- existência de prestígio profissional.

Sem dúvida que este último critério é deveras importante pois o administrador que o possui, normalmente traz com ele mesmo, a experiência em algum ou alguns campos de conhecimento em que teve maior atividade e em diversas áreas, que acabam por ser a base da sua mais-valia nas intervenções no Conselho de Administração ou nas Comissões especializadas.

De acordo com os defensores da teoria da agência, o Homem é egoísta e oportunista, ao invés de ser altruísta, o que acaba por fazer com que haja um conflito inevitável entre as partes, sendo estas os administradores e os gestores. Nesta sequência, diversos autores argumentam que conselhos de administração dominados por membros internos à organização estão sujeitos a mais problemas de agência, uma vez que os membros internos podem acabar por ser movidos por interesses próprios e conseqüentemente investir em atividades para satisfação própria, que podem ser prejudiciais para o bem-estar das outras partes interessadas (Deegan, 2006). Brickley e Zimmerman (2010) defendem que um conselho de administração com maior número de membros externos (independentes) resulta numa promoção de interesses dos acionistas na medida em que, a monitorização e aconselhamento são efetuados de forma “independente” pelos agentes. Finkelstein e Mooney (2003) defendem a ideia de separação de funções, uma vez que tal separação permite que os conselhos desempenhem as suas funções de supervisão de forma mais eficaz, devido à independência dos membros. Assim, parece pertinente concluir que a Teoria da Agência sugere que a independência do Conselho de Administração e o Desempenho Empresarial demonstram entre si uma relação positiva (Boyd, 1995).

Terjesen et al. (2016) concluíram que a proporção de diretores independentes tem tendência a prejudicar a performance económica (estudo realizado com as variáveis explicativas, QTobin e ROA).

No entanto, não existe um consenso na literatura existente. Contrariamente à Teoria da Agência, a Teoria de Administração (*Stewardship Theory de Donaldson e Davis 1989*)

descreve uma visão otimista do comportamento humano (gestão), na medida em que os indivíduos não se movem necessariamente por interesses próprios e têm motivação para trabalhar com a finalidade de satisfazer o interesse dos seus superiores (Barney , 1990; Davis, Schoorman & Donaldson , 1997).

Donaldson e Davis (1991) e Ong e Lee (2000) defendem que o papel de supervisão ideal só pode ser exercido quando o conselho tem o poder e a autoridade finais, ou seja, quando os membros do Conselho de Administração são internos à organização (pessoas que colaboram com a empresa). Portanto, a Teoria de Administração argumenta que membros internos são melhores administradores das organizações e não são movidos por objetivos pessoais, e que a “integração” de membros externos (independentes) é desnecessária (Davis et al., 1997; Luan & Tang , 2007).

Posto isto, uma vez que não existe unanimidade na relação de significância entre a independência do Conselho de Administração e os níveis de desempenho empresarial, a seguinte hipótese é colocada:

H6: Existe uma relação significativa entre o *Board Independence* e o Desempenho Empresarial.

### **2.2.2.3 Board Diversity**

A diversidade no conselho de administração é considerado um fator importante no que ao Desempenho Empresarial diz respeito, visto que se traduz num conceito entendido de maneira ampla, uma vez que não inclui apenas a variedade de género e etnia, mas também tem em atenção a diversidade em relação aos aspetos culturais, sociais e profissionais dos elementos do conselho de administração (Erhardt, Werbel & Shrader, 2003). A diversificação torna-se muito importante, uma vez que tem tendência a gerar criatividade, inovação e tomada de decisão de qualidade tanto a nível individual como de grupo como concluiu Jimenez (2009) num estudo aplicado a Pequenas Médias Empresas familiares. Mesmo com a evolução dos tempos, parece que o reconhecimento profissional do género feminino estagnou, o que pode ser prejudicial para a sociedade num todo e aparta as empresas em particular. Do ponto de vista ético e económico, como defendem Brammer, Millington e Pavelin (2007), é imoral que as mulheres sejam excluídas dos Conselhos de Administração com base no seu género, mesmo que apresentem competências que podem

contribuir para um bom desempenho da organização, e torna-se necessário que as empresas mudem de mentalidade e aumentem a diversidade de género nos seus conselhos de modo a atingir um propósito mais justo para a sociedade, bem como um melhor desempenho se a sua influência positiva de verificar.

Tendo em conta que por norma as mulheres valorizam mais as suas responsabilidades como diretoras e/ou membros de conselhos, parte-se do princípio que as práticas de administração serão realizadas de forma mais eficaz (Terjesen, Sealy & Singh, 2009). Jackson, May e Whitney (1995) argumentam que os recursos cognitivos disponíveis na organização são mais favoráveis quando existe uma maior diversidade de género. Da mesma opinião, Charness e Gneezy (2012), Croson e Gneezy (2009) e Jianakoplos e Bernasek (1998) defendem a diversidade na liderança, uma vez que as mulheres apresentam um melhor conhecimento sobre as áreas de Marketing e vendas, maior aversão ao risco, com decisões mais ponderadas e menos radicais, optando por estratégias sustentáveis, o que pode conduzir a maior desempenho empresarial.

Mais recentemente Martínez e Rambaud (2019) num estudo aplicado a empresas (não financeiras) incluídas no Índice da Bolsa de Valores Espanhola (IBEX35) no período de 2003-2017 concluíram que um número crescente de mulheres nos conselhos de administração está positivamente relacionado a um maior desempenho empresarial. Também Moreno-Gómez, Lafuente e Vaillant (2018) mostram que a presença de membros do género feminino nos conselhos beneficia o desempenho empresarial, utilizando como medidas a ROA e a ROE, num estudo aplicado a 54 empresas colombianas de negócio público entre o período de 2008-2015.

Por outro lado, Adams e Ferreira (2009) utilizando o Q de Tobin e a ROA concluem que uma maior diversidade de género no conselho pode resultar num menor desempenho empresarial quando se trata de empresas com uma estrutura de conselho forte e com boa monitorização, alegando que uma vez que os homens e as mulheres se comportam de maneira diferente consequentemente pode fazer com que ocorra um aumento de conflitos de opiniões entre os membros, que por sua vez pode resultar numa comunicação menos fluída e menos cooperação entre os membros, diminuindo assim o consenso estratégico, o que acaba por dificultar o desempenho. Earley e Mosakowski (2000); Williams e O'Reilly III (1998) sugerem que quando os conselhos são constituídos por membros do mesmo género, ou seja, grupos homogéneos, a comunicação torna-se de certa forma mais fluída e fácil, visto que estes membros se tornam mais propensos a partilhar as mesmas opiniões, o que faz com que se sintam mais confortáveis

entre si e com que exista uma maior cooperação, que conseqüentemente resultará em menos conflitos emocionais e numa melhor performance da empresa.

No entanto, apesar de existir literatura que defende uma relação positiva entre a diversidade no conselho de administração e o desempenho empresarial, também existem autores que concluem que a presença do gênero feminino nos conselhos, por si só, não afeta o valor da empresa, mas que se deve ter como foco importante o equilíbrio de ambos os gêneros entre os membros do conselho (Campbell & Mínguez-Vera , 2008; Pletzer, Nikolova, Kedzior & Voelpel, 2015).

Uma vez que não existe consenso na literatura sobre o tipo de relação, ou mesmo se existe, entre a diversidade de gênero no conselho de administração e o desempenho empresarial (Bohren & Strom, 2010), propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H7: Existe uma relação significativa entre o *Board Diversity* e o Desempenho Empresarial.

### **2.2.3 Variáveis Macroeconómicas**

Para que uma empresa possa desenvolver a sua atividade, para além de ter em conta aspetos referentes às suas variáveis específicas e ao seu *Corporate Governance*, tem também de ter em análise o ambiente macroeconómico onde se encontra.

#### **2.2.3.1 Produto Interno Bruto-PIB**

O Produto Interno Bruto (PIB) é um indicador macroeconómico extremamente importante na realização deste estudo, na medida em que tem por finalidade medir a atividade económica do país, representando assim a soma de todos os bens e serviços produzidos num determinado país. Assim uma mudança que se verifique neste indicador, sendo ela positiva ou negativa, terá um efeito significativo no mercado das ações, o que conseqüentemente também irá influenciar o desempenho das empresas.

De acordo com McNamara e Duncan (1994) num estudo aplicado a 41 das maiores empresas australianas no período de 1978 a 1991, o aumento do PIB exerce uma influência positiva sobre a ROA. Na mesma perspetiva, também Gan, Lee, Yong e Zhang

(2006) e Kosmidou (2008) chegaram à conclusão de que o PIB tem um impacto significativamente positivo no desempenho das empresas. Ali, Klein e Rosenfeld (1992) sugerem que o ambiente macroeconómico onde a empresa se encontra situada tem um forte impacto na posição financeira da mesma. Na Índia, Sinha e Sharma (2015) documentaram uma relação positiva entre a lucratividade empresarial e o PIB, e Trujillo-Ponce (2013) na vizinha Espanha relatou num estudo aplicado a bancos espanhóis no período de 1999-2009, que o aumento do PIB resulta num impacto positivo no desempenho empresarial, quando medido através do ROA e do ROE.

No entanto, Issah e Antwi (2017) concluíram num estudo aplicado a 116 empresas listadas no Reino Unido no período de 2002 a 2014, que o PIB real tem um efeito negativo sobre o ROA e conseqüentemente sobre o desempenho. Também na China, Tan e Floros (2012) referem que um aumento do PIB influencia negativamente a lucratividade dos bancos.

De acordo com a literatura, propõe-se a seguinte hipótese:

H8: Existe uma relação significativa entre Produto Interno Bruto e o Desempenho Empresarial.

Uma vez expostas as hipóteses com fundamentação teórica, de seguida é apresentada uma tabela-resumo com as mesmas hipóteses, bem como os sinais esperados de acordo com a literatura referida.

**Tabela 1- Resumo das Hipóteses e sinais esperados de acordo com a literatura**

Hipótese	Variável	Sinal esperado	Autores
H1	Idade	+/-	(Cancela et al., 2020; Dawar, 2014; Dunne et al., 1989; Evans, 1987b; Geroski & Gugler, 2004; Glancey, 1998; Jovanovic, 1982)
H2	Dimensão	+/-	(Almus & Nerlinger, 1999; Evans, 1987a, 1987b)
H3	Impostos	+/-	(Becker et al., 2012; Braunerhjelm et al., 2015; C. Evans et al., 2014; Lasfer, 1995; Lee & Gordon, 2004; Matarirano et al., 2019; Smulders, 2013)
H4	Endividamento	+/-	(Bauer, 2004; Cai & Zhang, 2011; Chinaemerem & Anthony, 2012; Heshmati, 2001; Jensen, 1986; Margaritis & Psillaki, 2010; Myers, 1977)
H5	<i>BoardSize</i>	+/-	(Bantel & Jackson, 1989; Jensen, 1993b; Miralles-Marcelo et al., 2014; Pearce II & Zahra, 1992; Siri Terjesen et al., 2016)
H6	<i>BoardIndependence</i>	+/-	(Barney, 1990; Baysinger & Butler, 1985; Boyd, 1995; Brennan & McDermott, 2004; Brickley & Zimmerman, 2010; Cadbury, 2000; Davis et al., 1997; Donaldson & Davis, 1991; Finkelstein & Mooney, 2003; Gallo, 2005; Luan & Tang, 2007; Mallin, 2003; Ong & Lee, 2000; Spira & Bender, 2004)
H7	<i>BoardDiversity</i>	+/-	(Adams & Ferreira, 2009; Earley & Mosakowski, 2000; Jackson et al., 1995; Jimenez, 2009; Martinez & Rambaud, 2019; S. Terjesen et al., 2009)
H8	PIB	+/-	(Ali et al., 1992; Gan et al., 2006; Issah & Antwi, 2017; McNamara & Duncan, 1995; Sinha & Sharma, 2015; Tan & Floros, 2012; Trujillo-Ponce, 2013)

## Capítulo III\_ Metodologia de Investigação

O presente capítulo tem como propósito a análise empírica dos determinantes do desempenho empresarial, com especial ênfase em características fundamentais específicas das empresas, características de *Corporate Governance*, bem como o fator macroeconómico Produto Interno Bruto (PIB).

A análise tem por base empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e a Bolsa de Madrid.

### 3.1- Horizonte temporal e amostra estatística

Para a elaboração deste estudo, é utilizada uma abordagem quantitativa, usando dados secundários, uma vez que se pretende explicar o desempenho empresarial através de variáveis económico-financeiras recolhidas de uma base de dados Ibérica. As amostras do presente estudo foram elaboradas tendo em conta a informação disponível na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) disponibilizada pela *Bureau Van Dijk*. O período em análise está compreendido entre 2011-2018, incluindo assim a crise da dívida soberana de 2011-2014 que levou à intervenção da Troika<sup>1</sup> em Portugal.

Na amostra final, foram apenas consideradas as empresas que, cumulativamente cumprem os seguintes critérios:

- a. Ser não financeira, uma vez que as empresas financeiras têm um maior grau de complexidade de dados, devido à particularidade do sistema contabilístico e especificidade da atividade e da estrutura de capital;
- b. Não ser uma Sociedade Anónima Desportiva (SAD);
- c. Não ter qualquer vertente de serviço financeiro na sua atividade;
- d. Possuir informação de *Corporate Governance* para todos os anos em análise (2011-2018);
- e. Possuir dados completos de pelo menos quatro anos consecutivos, tendo em conta que é uma condição necessária para a estimação da correlação de segunda ordem como defendem Arellano e Bond (1991).

---

<sup>1</sup> A Troika é a designação atribuída à equipa composta pelo Fundo Monetário Internacional, pelo Banco Central Europeu e pela Comissão Europeia. É uma equipa constituída por consultores, analistas e economistas que são responsáveis pelas negociações com os países que solicitam um pedido de assistência financeira, de forma a consolidar e estabilizar as dívidas e contas públicas

Assim, atendendo aos requisitos acima mencionados, a amostra em estudo é constituída por 110 empresas, das quais 43 são portuguesas e 67 são espanholas (ver Anexo 1 e 2 respetivamente).

Quanto aos dados económicos, bem como, às características específicas das empresas presentes neste estudo foram obtidos através da base de dados SABI. Por sua vez as características macroeconómicas dos dois países em análise foram obtidas através da Eurostat. Por fim os dados referentes ao *Corporate Governance* das empresas, foram conseguidos através da análise dos relatórios de CG, obtidos dos websites das empresas.

### 3.2-Variáveis a incluir no modelo

#### 3.2.1-Variáveis dependentes

Para estudar o desempenho empresarial serão utilizadas duas medidas: Rendibilidade do ativo, designada de *Return on Assets* (ROA) - rácio que advém dos dados contabilísticos e que na literatura financeira é designado de indicador de rendibilidade económica—margem do EBIT que representa o Resultado antes de juros e impostos relativamente ao volume de negócios, designada de *Earnings Before interest and taxes to Turnover* (EBITVN).

*Tabela 2- Descrição de Variáveis Dependentes*

Denominação	Cálculo	Autores
Rendibilidade Operacional do Ativo	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total do Ativo}}$	(Cancela et al., 2020; Vieira et al., 2019)
EBITVN	$\frac{\text{EBIT}}{\text{VN}}$	(Neves, 2012)

A ROA muitas vezes conhecida por Rendibilidade Líquida dos Ativos, é tal como o nome indica, um indicador de rendabilidade muito utilizado que, traduz a capacidade de eficiência operacional da empresa, ou seja é um indicador que demonstra a rendibilidade que a empresa está a conseguir, independentemente de esses ativos resultarem de financiamento via capital alheio ou via capital próprio. Assim, quanto maior o seu valor, melhor a performance da empresa na utilização dos seus ativos (Mucharreira & Antunes, 2015). Por sua vez o EBITVN também conhecido como o Lucro antes de Juros e Impostos é um indicador que mede a qualidade do lucro operacional de uma empresa, pois tem a capacidade de demonstrar o resultado de uma entidade independentemente da sua estrutura de capital ou do tipo de carga tributária no qual a entidade se encontra inserida, uma vez que, tal como o nome indica são desconsiderados os juros e os impostos. Assim se o valor do EBIT for negativo, é tido como um sinal de que a empresa não gera valor através dos seus investimentos, o que pode demonstrar alguma falha nas principais operações desta, pois para conseguir exercer a sua atividade teve perdas superiores aos ganhos.

### 3.2.2-Variáveis independentes

De acordo com o descrito no capítulo anterior são diversas as variáveis explicativas para o estudo, e que assim integram o modelo de estimação. Na Tabela 3 apresentam-se as variáveis explicativas presentes no estudo.

*Tabela 3- Descrição de Variáveis Independentes*

Denominação das variáveis (PT)	Denominação das variáveis (ING)	Definição/Proxy	Autores
<b>Caraterísticas macroeconómicas</b>			
Produto Interno Bruto (PIB)	Gross Domestic Product (GDP)	Taxa de crescimento real do PIB	(Mucharreira & Antunes, 2015; Terjesen et al., 2016; Vieira et al., 2019)
<b>Características de Corporate Governance</b>			

Tamanho do Conselho de Administração	Board Size (BSize)	Número de Diretores existentes no Conselho de Administração	(Cancela et al., 2020; Sá, Neves & Góis, 2016; Setia-Atmaja, 2008)
Independência do Conselho de Administração	Board Independence (BInd)	Relação entre o número de Diretores Independentes e o número total de Diretores	(Barka & Legendre, 2017; Hussain et al., 2018; Sá et al., 2016)
Diversidade do Conselho de Administração	Bord Diversity (BDiv)	Relação entre o número de Diretores do género feminino e o número total de Diretores	(Aggarwal, Jindal, & Seth, 2019; Pletzer et al., 2015; Shehata, Salhin, & El-Helaly, 2017)
<b>Caraterísticas Específicas da Empresa</b>			
Idade	Age	Número de anos da existência da empresa	(Barka & Legendre, 2017; Cancela et al., 2020; Waluyo, 2017)
Tamanho	Size	Logaritmo do Total dos Ativos	(Cancela et al., 2020; Neves, Serrasqueiro, Dias, & Hermano, 2020; Serrasqueiro & Caetano, 2015)
Impostos	Taxes	Impostos referentes á atividade da empresa	(Digumber, Soondram, & Jugumath, 2017)
Endividamento	Leverage	Capital Alheio/ Ativo Total	(Neves, Cunha, & Vilas, 2020; Neves, Henriques, & Vilas, 2019)

### 3.3-Modelo Empírico

A metodologia usada para testar as hipóteses formuladas no capítulo anterior foi a metodologia de dados em painel, uma metodologia que trata observações repetidas duma compilação de informação temporal e de *cross section* (Arellano, 2003).

Esta metodologia permite resolver dois problemas fundamentais, em primeiro lugar permite controlar a heterogeneidade inobservável que pela natureza dos problemas abordados pode enviesar os resultados (Neves, 2018).

De facto, ao contrário da análise *cross-section*, os dados em painel permitem controlar a heterogeneidade individual e esse ponto é fundamental neste estudo na medida em que os níveis de rendibilidade e margens podem estar relacionados com a especificidade de cada empresa.

Em segundo lugar corrigir a endogeneidade (que surge pela relação de causalidade que com a variável dependente podem ter as variáveis explicativas no nosso estudo).

Consequentemente, a endogeneidade pode ser um problema nos nossos modelos e por isso tem que ser controlada. É por isso que o nosso modelo é estimado usando instrumentos. Especificamente, usamos todas as variáveis do lado direito do modelo com defasamentos de t-1 para as equações em níveis, como (Blundell & Bond, 1998) sugerem, ao derivarem o estimador *system* a usar neste trabalho.

O que deriva a fórmula genérica do modelo de estimação:

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

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 referentes aos indivíduos  $i$  no período do tempo  $t$

Assim, os modelos propostos são os seguintes:

Modelo 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Age)_{it} + \beta_2 (Size)_{it} + \beta_3 (Taxe)_{it} + \beta_4 (Leverage)_{it} + \beta_5 (Boardsize)_{it} + \beta_6 (BoardIndependence)_{it} + \beta_7 (BoardDiversification)_{it} + \beta_8 (GDP)_{it} + \mu_{it}$$

Modelo 2:

$$EbitVN_{it} = \beta_0 + \beta_1(Age)_{it} + \beta_2(Size)_{it} + \beta_3(Taxe)_{it} + \beta_4(Leverage)_{it} + \beta_5(Boardsize)_{it} + \beta_6(BoardIndependence)_{it} + \beta_7(BoardDiversification)_{it} + \beta_8(GDP)_{it} + \mu_{it}$$

Onde  $ROA_{it}$ ,  $EBITVN_{it}$ , são as variáveis dependentes do estudo e representam a Rendibilidade Operacional dos Ativos (Return on Asssets) e a Margem do EBIT. Quanto às variáveis independentes são dadas por:  $Age_{it}$  – Idade;  $Size_{it}$  – Dimensão;  $Taxe_{it}$  – Impostos;  $Leverage_{it}$  – Endividamento  $Bordsize_{it}$  – Tamanho do Conselho de Administração;  $BordIndependence_{it}$  – Independência do Conselho de Administração;  $BordDiversification_{it}$  – Diversidade do Conselho de Administração;  $GDP_{it}$  – Produto Interno Bruto;  $i$  – Empresas;  $t$  – Tempo e  $\mu$  – termo de erro.

### 3.4-Método de Estimação

O método de estimação usado no presente estudo foi o Método dos Momentos Generalizados (*Generalized Method of Moments*), uma vez que permite a análise ao longo do tempo de indivíduos e/ou entidades (que podem representar um conjunto de pessoas, empresas, ...), bem como dá a permissão de alcançar múltiplas observações sobre cada individuo das mesmas amostras como defende Hsiao (2003).

Este tipo de metodologia foi inicialmente proposto por Arellano e Bond (1991), que defendem que através deste modelo dinâmico é possível anular os efeitos não observados, mesmo que ocorra a existência de variáveis omitidas, potenciado assim a fiabilidade dos resultados.

Como principal vantagem, este modelo calcula automaticamente os erros padrão desconhecidos e inerentes à heterocedasticidade (Wooldridge, 2001). Além disso, através deste modelo é possível, para além de se considerar uma dimensão temporal, também considerar-se uma dimensão transversal ou longitudinal, pois os dados em painel conseguem medir melhor os efeitos que de outra forma não seriam observados como argumentam Arellano (2003) ou Gujarati (2006) e Wooldridge (2010).

A utilização deste modelo segundo Arellano e Bond (1991) e Baltagi (2005) e Hsiao (2007), permite: i) Maior quantidade de informação disponível; ii) Maior variabilidade dos dados; iii) Maior controlo da endogeneidade que tendencialmente surge pela relação de causalidade; iv) Maior controlo da colinearidade possível entre variáveis independentes ou seja, menor colinearidade; v) Redução do problema da negligência de

variáveis explicativas; vi) Maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação; vii) Inferência mais precisa dos parâmetros do modelo; viii) Maior capacidade para capturar a complexidade das relações; e ix) Maior controlo do impacto das variáveis omitidas. Além disto, este tipo de metodologia permite que seja suprida a heterogeneidade inobservável que, pela natureza dos problemas, pode resultar na alteração dos resultados (Neves, 2018). Por conseguinte, ao optar-se por este modelo em painel não balanceado é possível reduzir-se as perdas de dados, pois contabilizasse a endogeneidade e controlasse a heterogeneidade não observada como defendem os autores Badu e Appiah (2017).

## Capítulo IV\_ Apresentação e discussão dos Resultados

### 4.1-Estatísticas Descritivas

No presente capítulo são descritas as estatísticas descritivas obtidas para as variáveis usadas na amostra em análise. A Tabela 4 representa o quadro síntese relativo a Portugal, a Tabela 5 é referente a Espanha, e por último, a Tabela 6 conjuga os dados da Península Ibérica.

*Tabela 4-Estatísticas Descritivas para Portugal*

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
<b>GDP</b>	1.475	-1	3	1.387433
<b>Bordsize</b>	8.545994	2	30	4.891543
<b>BordIndependence</b>	0.1729859	0	1.375	0.2042863
<b>BordDiversification</b>	0.1225662	0	0.5	0.128773
<b>Size</b>	12.77868	2.16118	17.6016	2.223469
<b>Age</b>	34.5549	1	107	23.52868
<b>Leverage</b>	66.08778	2.261	244.083	30.10424
<b>Taxes</b>	7.910305	-3.061231	13.50899	2.514843
<b>ROA</b>	0.0344015	-0.5338413	0.3646668	0.0816056
<b>EBITVN</b>	0.5417492	-16.45985	44.32483	3.996459

Nesta tabela são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis independentes e dependentes para Portugal usadas no estudo.

De acordo com os resultados acima observados, pode-se verificar que todas as variáveis utilizadas para o estudo, tanto dependentes como independentes apresentam valores positivos no que diz respeito à média.

De entre as variáveis em análise, destaca-se a média do endividamento (*Leverage*) cerca de 66,09%, o que sugere que o Capital Alheio tem um peso bastante significativo no desempenho empresarial das Empresas Portuguesas em análise, ou seja, a principal fonte de financiamento destas estruturas advém da dívida. Também a média da idade (*Age*) é uma variável a destacar visto que representa cerca de 34,55% de média. Por outro lado, destacam-se a média da Diversidade no Conselho de Administração (*BordDiversification*) com o valor de 0,12% e a média da Independência no Conselho de Administração (*BordIndependence*) com o valor de 0,17% que demonstram não terem um peso no desempenho empresarial das Empresas Portuguesas.

***Tabela 5-Estatísticas Descritivas para Espanha***

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
<b>GDP</b>	1.475	-1.4	3.7	1.839344
<b>Bordsize</b>	10.17885	4	20	3.42786
<b>BordIndependence</b>	0.387432	0	1	0.1715031
<b>BordDiversification</b>	0.1504598	0	0.5714286	0.1243786
<b>Size</b>	13.85556	0.6931472	18.6813	2.450763
<b>Idade</b>	50.70209	1	139	30.31395
<b>Leverage</b>	59.33515	0.953	256.075	59.33515
<b>Taxes</b>	9.568244	1.386294	14.29855	2.633557
<b>ROA</b>	0.6916945	0	2.973683	0.5176061
<b>EBITVN</b>	0.090553	-10.24914	7.882966	0.816901

Nesta tabela são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis independentes e dependentes para Espanha usadas no estudo.

Tal como acontece com nas Empresas Portuguesas, de acordo com os resultados acima observados, pode-se verificar que todas as variáveis utilizadas para o estudo, tanto

dependentes como independentes apresentam valores positivos no que diz respeito à média. Relativamente ao desvio-padrão, também aqui não existe grande divergência entre Portugal e Espanha, sobre as variáveis que representam maior variabilidade de dados (*Leverage* e *Idade*) e as que apresentam menor variabilidade de dados (*BordDiversification* e *BordIndependence*). Isto pode sugerir que a amostra está bem constituída e que pode ser pertinente o estudo destes países, como um mercado global.

*Tabela 6-Estatísticas Descritivas para Península Ibérica*

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Desvio Padrão</b>
<b>GDP</b>	1.475	-1.4	3.7	1.6764
<b>Bordsize</b>	9.536756	2	30	4.141636
<b>BordIndependence</b>	0.3029076	0	1.375	0.2126507
<b>BordDiversification</b>	0.1394912	0	0.5714286	0.1267852
<b>size</b>	13.4397	0.6931472	18.6813	2.421732
<b>Idade</b>	44.40394	1	139	28.94363
<b>Leverage</b>	61.92109	0.953	256.075	26.37385
<b>Taxes</b>	8.911279	-3.061231	14.29855	2.709707
<b>ROA</b>	0.437865	-0.5190668	2.973683	0.5190668
<b>EBITVN</b>	-2.278518	-9.684359	3.791545	1.247423

Nesta tabela são apresentadas as estatísticas descritivas para as variáveis independentes e dependentes para Península Ibérica usadas no estudo.

Nesta amostra também é perceptível que as variáveis que apresentam uma média mais elevada são o nível de endividamento (*Leverage*) e a *Idade*. Contrariamente as variáveis que apresentam valores mais baixos de média são *BordDiversification* e *BordIndependence*. Tal significa que a amostra selecionada para este estudo é pertinente e que de facto, estes países vizinhos, apesar das diferenças de corporate governance, têm características específicas empresariais muito semelhantes.

## **4.2-Discussão de Resultados dos Modelos de Regressão 2011-2018**

As tabelas abaixo apresentam os resultados dos modelos de regressão. A primeira Tabela 7 é referente aos resultados para os dois modelos em análise para Portugal. A Tabela 8 apresenta os resultados dos dois modelos para Espanha.

Por fim na Tabela 9 apresentam-se os resultados da Península Ibérica.

*Tabela 7-Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 para as Empresas Portuguesas*

	ROA				EBITVN			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	0.1250917	0.1487465	0.84	0.400	18.7764	1.265963	14.83	0.000***
<b>L1.</b>	0.2831675	0.0587164	4.82	0.000***	-0.2033192	0.0007806	-260.48	0.000***
<b>GDP</b>	0.0008088	0.0012142	0.67	0.505	-0.1931429	0.021075	-9.16	0.000***
<b>Bordsize</b>	0.0011121	0.0005226	2.13	0.035**	-0.0081773	0.0059559	-1.37	0.170
<b>BordIndependence</b>	-0.0029906	0.018775	-0.16	0.873	-0.2988151	0.1976258	-1.51	0.131
<b>BordDiversification</b>	-0.1261662	0.0225818	-5.59	0.000***	-5.319796	0.2993295	-17.77	0.000***
<b>Size</b>	-0.0077944	0.0094521	-0.82	0.410	-1.898686	0.1464478	-12.96	0.000***
<b>Age</b>	-0.0007666	0.0007081	-1.08	0.279	0.2748474	0.0086278	31.86	0.000***
<b>Leverage</b>	-0.0010339	0.000145	-7.13	0.000***	-0.0137208	0.0011868	-11.56	0.000***
<b>Taxes</b>	0.0135423	0.0020535	6.59	0.000***	-0.069658	0.0145359	-4.79	0.000***
<b>Wald</b>			7952.52(9)	0.0000			7.64e+06(9)	0.0000
<b>Sargan</b>			24.87347(26)	0.5261			35.10639(26)	0.1094
<b>AR(1)</b>			-2.426	0.0153			1.6508	0.0988
<b>AR(2)</b>			-0.01412	0.9887			-1.0993	0.2716

A regressão é realizada utilizando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável ROA é constituído por 43 empresas e 234 observações. O painel correspondente à variável EBITVN é constituído por 41 empresas e 228 observações. As variáveis em questão estão devidamente definidas na secção 2-Metodologia de Investigação com especial ênfase no ponto 2.2-Variáveis a incluir no modelo. É importante referir que: i) \*, \*\*, \*\*\* indicam os níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O Teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O Teste de Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Na tabela 7 são apresentados os resultados das Estimações 1 e 2. É possível verificar-se que as variáveis explicativas são relevantes no Desempenho Empresarial e demonstram significância em pelo menos um dos modelos de estimação.

Assim, com base nas estimações apresentadas, é possível observar um conjunto de relações estatisticamente significativas. A Idade (*Age*) enquanto variável independente, característica específica da empresa, apresenta uma relação positiva com o EBITVN para um nível de significância de 1%, o que pode dar a entender que a idade está positivamente relacionada com o desempenho empresarial como defendem os autores (Das, 1995; Pervan et al., 2019; Watson, 2011), pois empresas que se encontram em atividade há mais tempo possuem maior conhecimento/experiência no mercado, o que permite obter um melhor desempenho, corroborando assim a Hipótese 1 para o modelo 2. No entanto, não se pode afirmar o mesmo com a análise do Modelo 1 (ROA), que nos indica que não existe qualquer tipo de relação entre a Idade da empresa e o seu Desempenho. Este resultado sugere que a idade é mais importante para a determinação da margem do que para quem decide acerca da sustentabilidade operacional do negócio, muitas vezes jovens gestores.

De entre as variáveis características específicas da empresa, a Dimensão (*Size*), apresenta uma relação negativa com o EBITVN (Modelo2), corroborando a hipótese 2 e os resultados de Almus e Nerlinger (1999); Evans (1987 a e b); Hall (1987) que defendem que as empresas com menor dimensão precisam de atingir uma etapa de eficiência mínima de modo a conseguirem sobreviver no mercado em que atuam. Por outro lado, através do Modelo 1 (ROA) é possível verificar que não existe qualquer tipo de relação entre a Dimensão da empresa e o seu Desempenho, o que vai ao encontro com a Visão Clássica de Gibrat (1983) onde é argumentado que o crescimento das empresas é independente da dimensão destas, ou seja, pequenas e grandes empresas podem alcançar a mesma taxa de crescimento.

Os Impostos (*Taxes*) quando analisados através do Modelo 1 (ROA), apresentam uma relação positiva com o Desempenho Empresarial, com nível de significância de 1%, o que demonstra que a aplicação de mais impostos implica mais desenvolvimento económico que consequentemente resulta num melhor desempenho empresarial como defendem Lee e Gordon (2004), corroborando a Hipótese 3. Mais uma vez este resultado sugere que a ROA pode ser uma variável, que embora operacional, tem manifesto interesse por um leque de stakeholders externos á empresa. Quem tem interesse pela empresa tem a perceção de que mais impostos implica, quase sempre, em mais

performance. Através do Modelo 2 (EBITVN) também é possível corroborar a Hipótese 3, no entanto o tipo de relação entre a variável Impostos e o Desempenho Empresarial é oposto, uma vez que, neste caso é apresentada uma relação negativa com o mesmo nível de significância de 1% entre as variáveis. Este resultado é consistente com o argumento dos autores Becker et al., (2012) e Lasfer (1995), que defendem que um aumento da carga fiscal de uma empresa, resulta numa performance menor e eventualmente menores níveis de crescimento, pois são utilizados mais recursos para pagar os impostos. Naturalmente que este resultado vai ao encontro dos interesses de quem gere o dia a dia e que tem a noção de que quanto mais gastos tiver, menores os resultados e logo menor rendibilidade. Relativamente ao Endividamento (*Leverage*), ambos os modelos (ROA e EBITVN) apresentam uma relação negativa com nível de significância de 1% entre o nível de endividamento da empresa e o seu desempenho, o que vai ao encontro da Teoria defendida por Myers (1977), que defende que um aumento do nível de dívida pode levar a um futuro subinvestimento, que por consequência pode resultar na redução do valor da empresa, que por sua vez acaba por influenciar negativamente o desempenho desta. Os mesmos resultados foram alcançados por Cai e Zhang (2011) e Chinaemerem e Anthony (2012), permitindo assim corroborar a Hipótese 4. Este resultado mostra bem que a dívida continua a ser um dos fatores que interna e externamente é considerado como de aumento potencial do risco financeiro e, portanto, que pode condicionar o desempenho organizacional.

No que às variáveis de CG diz respeito, a dimensão do Conselho de Administração (*BordSize*) apresenta uma relação positiva com o desempenho de nível de significância de 5% quando analisado o Modelo 1 (ROA), o que corrobora a Hipótese 5 e pode ser explicada pelo facto de que, conselhos com maior número de administradores impressionam os gestores, uma vez que será reduzida a influência que os gestores têm sobre os administradores, o que pode resultar numa melhor gestão das empresas e consequentemente em desempenho superior como defende Pearce II e Zahra (1992). No entanto através da análise do Modelo 2(EBITVN) não é possível corroborar a Hipótese em análise, uma vez que não existe qualquer tipo de relação. Eventualmente este resultado mostra, uma vez mais, que os potenciais investidores externos veem a dimensão dos CA como algo positivo no desempenho da organização, monitorizando os eventuais problemas de utilização dos recursos da empresa em benefícios próprios.

Apesar da Independência do Conselho de Administração (*BordIndependence*), ao longo dos anos ter ganho alguma importância em Portugal, quando se trata das características de

CG no ambiente interno às empresas, através dos Modelos em análise (ROA e EBITVN) é possível verificar que a presença de mais/menos membros independentes no Conselho de Administração não influencia o desempenho da empresa, pois de acordo com os resultados é perceptível que não existe uma relação significativa entre as variáveis em análise, o que não dá a possibilidade de se corroborar a Hipótese 6.

Relativamente à Diversidade no Conselho de Administração (BordDiversification) ambos os Modelos (ROA e EBITVN) apresentam significância estatística de sinal negativo ( $p < 0.01$ ). Este resultado vai ao encontro dos autores Adams e Ferreira (2009), que através da análise do Q de Tobin e do ROA concluíram que uma maior diversidade de género no Conselho de Administração acaba por resultar num desempenho empresarial menor o que nos permite corroborar a Hipótese 7. Parece que em Portugal a importância das mulheres no desempenho organizacional ainda não é visível, mas este resultado pode estar condicionado pelo facto de ser recente ainda a introdução das mulheres nos CA e assim mesmo, esta estar sujeita a quotas. Em Portugal, a Lei n. 62/2017 – chamada Lei da Paridade – estabeleceu patamares progressivos de *compliance* para as empresas cotadas em bolsa. Os números ainda são frouxos e representam cerca de 20% em janeiro de 2018 e de 33.3% em Janeiro de 2019.

O PIB enquanto variável macroeconómica, não apresenta qualquer significância no Modelo 1 (ROA), o que dá a entender que o desempenho não é influenciado pelo PIB quando analisado através deste modelo. Talvez porque quem aprecia o desempenho empresarial entenda que se trata de um fator exógeno e, portanto, de difícil tratamento por parte da gestão de topo. No entanto se se proceder à análise do Modelo 2 (EBITVN) é possível verificar-se que o PIB influencia negativamente o desempenho com nível de significância de 1%, o que permite que a Hipótese 8 seja parcialmente corroborada. Tal pode acontecer porque o gestor operacional, do dia a dia, está consciente de que está a sofrer o escrutínio do mercado, em ambiente macroeconómico diverso. Se o PIB aumenta, em princípio há mais poder de compra por parte dos consumidores, mas também as empresas terão mais concorrência, tendo que procurar reduzir margens para poderem vender.

Em resumo, os resultados sugerem que a ROA é uma variável que depende muito da gestão de topo da empresa e da forma como os stakeholders externos veem a empresa. Como tal o gestor está preocupado em manter os níveis de rentabilidade que garantam a sustentabilidade futura da empresa ao mesmo tempo que percebe que as características de CG que mais podem interessar à gestão são uma maior dimensão do CA já que podem

monitorizar os problemas de subinvestimento e de aproveitamento próprio dos recursos da empresa.

*Tabela 8-Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 para as Empresas Espanholas*

	ROA				EBITVN			
	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coeficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	1.77179	0.18666791	9.49	0.000***	4.091532	0.281859	14.52	0.000***
<b>L1.</b>	0.6400518	0.0313328	20.43	0.000***	-0.2592959	0.001389	-186.68	0.000***
<b>GDP</b>	-0.0091413	0.0023743	-3.85	0.000***	-0.0382126	0.0045129	-8.47	0.000***
<b>Bordsize</b>	-0.0118011	0.005558	-2.12	0.034**	-0.0332199	0.0088876	-3.74	0.000***
<b>BordIndependence</b>	0.1336159	0.0441161	3.03	0.002***	0.8162355	0.1160056	7.04	0.000***
<b>BordDiversification</b>	0.3003209	0.0681876	4.40	0.000***	0.8995271	0.1368127	6.57	0.000***
<b>Size</b>	-0.1662677	0.0144319	-11.52	0.000***	-0.1814205	0.0257535	-7.04	0.000***
<b>Age</b>	0.0121106	0.0019673	6.16	0.000***	-0.03095	0.0020095	-15.40	0.000***
<b>Leverage</b>	0.000645	0.0005394	1.20	0.232	-0.0175741	0.0012231	-14.37	0.000***
<b>Taxes</b>	0.0210806	0.0052989	3.98	0.000***	0.1232659	0.0070523	17.48	0.000***
<b>Wald</b>			2412.17(9)	0.0000			391431.83(9)	0.0000
<b>Sargan</b>			38.82524(26)	0.0507			36.18745(26)	0.0883
<b>AR(1)</b>			-1.3528	0.1761			0.8762	0.3809
<b>AR(2)</b>			1.2953	0.1952			0.78093	0.4348

A regressão é realizada utilizando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável ROA é constituído por 67 empresas e 363 observações. O painel correspondente à variável EBITVN é constituído por 67 empresas e 362 observações. As variáveis em questão estão devidamente definidas na secção 2-Metodologia de Investigação com especial ênfase no ponto 2.2-Variáveis a incluir no modelo. É importante referir que: i) \*, \*\*, \*\*\* indicam os níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O Teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O Teste de Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Esta secção apresenta os resultados obtidos para as Empresas Espanholas, na Tabela 8.

Considerando os resultados observados na Tabela acima referida, é possível verificar-se que a variável Idade (*Age*) apresenta uma relação com nível de significância de 1% com o desempenho empresarial em ambos os Modelos em análise. No entanto o tipo de relação não é consensual em ambos os Modelos, pois através do Modelo 1(ROA) a influência verificada é positiva, indo ao encontro do autor Jovanovic (1982) que defende que, para que se percebam os custos de oportunidade associados a melhores opções de decisão para um melhor desempenho do investimento, os gestores das empresas precisam de tempo, tempo esse que advém do período no qual as empresas se encontram em atividade. Por outro lado, através do Modelo 2 (EBITVN) o tipo de influência exercida pela Idade da empresa sobre o desempenho da mesma, é negativa e pode ser explicada pelo simples facto de que as empresas mais antigas têm receio da mudança e não investem tanto em fatores importantes como a Investigação & Desenvolvimento (I&D) como argumentam os autores (Evans, 1987a, 1987b; Geroski & Gugler, 2004). Assim, através da análise de ambos os modelos, mesmo que o tipo de relação seja diferente, é possível corroborar-se a Hipótese 1.

A variável Dimensão (*Size*), ao contrário da variável Idade apresenta o mesmo tipo de influência(negativa) sobre o desempenho empresarial em ambos os Modelos (ROA e EBITVN), tal como foi verificado na amostra correspondente a Portugal no Modelo 2(EBITVN), o que permite também aqui corroborar-se a Hipótese 2 e os estudos de Almus e Nerlinger (1999) e Evans (1987a, 1987b) e Lee et al. (2017). Empresas maiores são geralmente mais diversificadas, menos arriscadas e enfrentam menos problemas e dificuldades financeiras (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Koksall & Orman, 2014) , logo têm eventualmente melhor desempenho operacional.

Também a variável Impostos apresenta uma influência sobre o desempenho empresarial do tipo (positivo) para ambos os Modelos em análise (ROA e EBITVN), o que vai de encontro ao trabalho desenvolvido por Lee e Gordon (2004) e aos resultados obtidos em Portugal no Modelo 1 (ROA) com o mesmo nível de significância de 1%, o que permite que se corrobora com a Hipótese 3.

Relativamente ao nível de endividamento (*Leverage*) verifica-se que não existe qualquer tipo de influência por parte desta variável com o desempenho empresarial quando se procede á análise do Modelo 1(ROA).No entanto através do Modelo 2 (EBITVN) é

possível corrobora-se a Hipótese 4, visto que através deste modelo verifica-se que a variável em análise (*Leverage*) apresenta uma influência negativa sobre o desempenho com nível de significância de 1%, tal como foi verificado na amostra correspondente a Portugal em ambos os Modelos e vai ao encontro de Bauer (2004) que argumenta que os credores dão preferência a empreendimentos com menor nível de endividamento possível, uma vez que uma maior parcela do património advém num maior “benefício” contra as perdas que possam surgir duma eventual liquidação da entidade. Como país aparentemente mais desenvolvido que Portugal, os interessados externos não veem no endividamento das empresas espanholas um fator chave de desempenho organizacional sustentável, sendo as características de CG muito mais apreciadas.

Através dos resultados é possível perceber que a variável em análise (*BordSize*) exerce uma influência negativa sobre o desempenho empresarial em ambos os Modelos em estudo (ROA e EBITVN) com níveis de significância de 5% e 1% respetivamente, o que permite corroborar a Hipótese 5. Estes resultados podem ser explicados através do facto de que conselhos com menos elementos operam com mais eficiência do que os conselhos com mais elementos, visto que nestes últimos resultam mais elevados custos de coordenação, conflitos de opinião, falta de conexão entre outros problemas que contribuem para um atraso de tomada de decisão como defendem os autores (Bantel & Jackson, 1989; Ginglinger, 2002; Lehn et al., 2004).

Dentro das variáveis de CG, a Independência no Conselho de Administração (*BordIndependence*) apresenta uma influência positiva sobre o desempenho empresarial em ambos os Modelos (ROA e EBITVN) com nível de significância de 1% para ambos os casos, corroborando assim a Hipótese 6 e a Teoria de Agência que defende que o Homem enquanto ser egoísta e oportunista, faz com que haja um conflito inevitável entre as partes, no que à Administração/Gestão das empresas diz respeito, e que conselhos de administração dominados por membros internos à organização estão sujeitos a mais problemas de agência, pois podem acabar por ser movidos por interesses próprios e consequentemente investir em atividades para satisfação própria, e que assim conselhos de administração com mais membros externos (independentes) resulta numa promoção de interesses dos acionistas na medida em que, a monitorização e aconselhamento são efetuados de forma “independente” pelos responsáveis como defendem Brickley e Zimmerman (2010).

A Diversidade do Conselho de Administração apresenta uma relação significativa e positiva tanto na ROA como na margem do EBIT, dando a possibilidade de se corroborar a Hipótese 7 seguindo Terjesen et al., (2009) que defendem que a presença de mulheres resulta em práticas de administração realizadas de forma mais eficaz, visto que as mulheres valorizam mais as suas responsabilidades como diretoras e/ou membros de conselhos, e que organizações que possuem conselhos com maior diversidade de gênero têm ao seu dispor recursos cognitivos mais favoráveis (Jackson et al., 1995).

Relativamente ao PIB, variável macroeconómica em análise, verifica-se que apresenta uma influência negativa sobre o Desempenho Empresarial em ambos os Modelos (ROA e EBITVN) com nível de significância de 1% para ambos, o que permite corroborar a hipótese 8. Na gestão corrente há a consciência de que quando o PIB aumenta a concorrência é maior e a possibilidade e redução de margens existe.

Em resumo, os resultados para as empresas espanholas revelam que o desempenho organizacional sustentável, que respeita à gestão de topo, e que neste trabalho se percebe ser medido através da ROA, depende fundamentalmente das variáveis mais visíveis aos stakeholders externos à empresa, como sejam as características de CG e os impostos pagos. Para além disso, o gestor tem em atenção a manutenção dos níveis de rendibilidade, já que a rendibilidade do ano precedente influencia os níveis de rendibilidade do ano corrente, o que significa que há relutância em desviar a empresa dos níveis de rendibilidade obtidos, para assegurar a sustentabilidade e flexibilidade financeira ao longo do tempo.

*Tabela 9- Resultados de Estimção para os Modelos 1 e 2 da Peninsula ibérica*

	ROA				EBITVN			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	1.285367	0.1861524	6.90	0.000***	-2.202656	0.4570054	-4,82	0.000***
<b>L1.</b>	0.7612575	0.0318421	23.91	0.000***	0.1859936	0.0267895	6.94	0.000***
<b>PIB</b>	-0.0048173	0.0025716	-1.87	0.061*	-0.0112054	0.008952	-1.25	0.211
<b>Bordsize</b>	-0.0022352	0.0027231	-0.82	0.412	0.0362481	0.0058603	6.19	0.000***
<b>BordIndependence</b>	0.700712	0.387291	1.81	0.070*	-0.5216043	0.166959	-3.12	0.000***
<b>BordDiversification</b>	0.0800466	0.0675122	1.19	0.236	-0.0820843	0.2077968	-0.40	0.693
<b>Size</b>	-0.1140235	0.0149695	-7.62	0.000***	-0.1004822	0.0446705	-2.25	0.024**
<b>Idade</b>	0.0060466	0.0021341	2.83	0.005**	0.0030101	0.0077833	0.39	0.699
<b>Leverage</b>	-0.0001326	0.0006248	-0.21	0.832	-0.010876	0.0019414	-5.60	0.000***
<b>Impostos ou Taxe</b>	0.0133488	0.0039427	3.39	0.001***	0.2358424	0.0316053	7.46	0.000***
<b>Wald</b>			1863.26(9)	0.0000			374.16(9)	0.0000
<b>Sargan</b>			29.33989(26)	0.2959			31.84197(26)	0.1984

<b>AR(1)</b>		-1.4597	0.1444		-2.8824	0.0039
<b>AR(2)</b>		1.2977	0.1944		0.42805	0.6686

A regressão é realizada utilizando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável ROA é constituído por 110 empresas e 597 observações. O painel correspondente à variável EBITVN é constituído por 96 empresas e 479 observações. As variáveis em questão estão devidamente definidas na secção 2-Metodologia de Investigação com especial ênfase no ponto 2.2-Variáveis a incluir no modelo. É importante referir que: i) \*, \*\*, \*\*\*, indicam os níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O Teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O Teste de Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

A Tabela 9 apresenta os resultados obtidos para os dois modelos correspondentes à Península Ibérica.

Os resultados obtidos para as empresas da península ibérica, muitas vezes entendido globalmente como um mercado único e indivisível, revelam uma vez mais que a ROA é uma variável de interesse externo à empresa, onde a garantia de manutenção de níveis adequados de rentabilidade é fundamental, assim como a independência do CA, que aparece como uma das variáveis de CG mais relevantes na explicação da performance das empresas. Este indicador de independência dá uma certa confiança aos potenciais investidores de que as empresas estão a ser geridas de forma segura, com monitorização dos interesses individuais de gestão. Os impostos, por serem uma variável muito visível ao exterior, também representam um indicador importante de desempenho empresarial.

Uma vez mais se percebe que as margens não têm que ser regulares e dependem muito dos níveis de concorrência, já a ROA tem que estar assegurada para garantir a sustentabilidade futura da organização. Daqui resulta a diferença de sinais encontrados em algumas variáveis.

## Capítulo V\_ Impacto da Crise Soberana

Mesmo que diversos autores defendam que as condições macroeconómicas e de mercado desfavoráveis afetam o bom funcionamento e sobrevivência do ramo empresarial, a literatura teórica e empírica ainda não chegou a um consenso sobre o impacto que efetivamente a crise económica pode ter no crescimento económico (Akbar, Rehman & Ormrod, 2013; Fort, Haltiwanger, Jarmin & Miranda, 2013; Rafferty, Rees, Sensier & Harding, 2013).

Moore e Mirzaei (2016) revelam no seu estudo que, em geral os indicadores de crescimento sofrem sempre uma queda acentuada após a crise, o que de certa forma pode ser entendido como se uma relação negativa exista entre a crise e o Desempenho Empresarial.

No entanto esse choque não revela o mesmo impacto em todas as empresas, na medida em que se verifica mais nas indústrias que mais dependem de financiamento externo.

Neste trabalho será atendida a intervenção da Troika em Portugal no período 2011- 2014 e o contágio ao mercado espanhol que pela proximidade geográfica e comercial pode ter acusando comportamentos similares/divergentes. Por este motivo a variável de crise é uma *dummy* para que se possa perceber se de facto o Desempenho Empresarial e os seus determinantes sofreram alguma alteração nesse período.

H9: Existe uma relação significativa entre a Crise da Dívida Soberana e o Desempenho Empresarial.

## 5.1-Empresas Portuguesas

Tabela 10- Resultados de estimação para o Modelo 1 para as Empresas Portuguesas 2011-2014

	ROA			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
<b><u>Constante</u></b>	1.06042	0.6149968	1.72	0.085*
<b>L1</b>	0.2134461	0.1627465	1.13	0.190
<b>PIB</b>	-0.0005791	0.003811	-0.15	0.879
<b>Bordsize</b>	0.0020768	0.0028923	0.72	0.473
<b>BordIndependence</b>	-0.135597	0.1361628	-1.00	0.319
<b>BordDiversification</b>	-0.1418106	0.2130158	0.67	0.506
<b>Size</b>	-0.0628224	0.0435684	-1.44	0.149
<b>Idade</b>	-0.0022817	0.0023363	-0.98	0.329
<b>Leverage</b>	-0.0025951	0.0005886	-4.41	0.000***
<b>Impostos ou Taxe</b>	0.0116986	0.0039452	2.97	0.003***
<b>Wald</b>			1147.35(9)	0.0000
<b>Sargan</b>			6.380909(4)	0.1725

AR(1)		-0.4492	0.6533
-------	--	---------	--------

No subperíodo em análise (2011-2014), verifica-se através da ROA como medida de desempenho económico (Tabela 10) que existem alterações nos determinantes desse mesmo desempenho para aos resultados de Portugal.

Através da referida tabela, é possível constatar que a ROA do ano anterior deixa de ser significativa, o que significa que em anos de fragilidade económico-financeira, o gestor não está tão preocupado na manutenção dos níveis adequados de rendibilidade que lhe garantam a segurança de sustentabilidade futura. As características de CG, por conseguinte deixam de ter relevância e os níveis de endividamento continuam a condicionar a performance de forma negativa. O resultado mais surpreendente está relacionado com o facto de as empresas que continuam, em anos de crise, a pagar impostos, são aquelas que os externos entendem ser as mais rentáveis.

## 5.2-Empresas Espanholas

Tabela 11- Resultados de Estimação para o Modelo 1 para as Empresas Espanholas 2011-2014

ROA				
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	5.609647	1.263278	4.44	0.000***
<b>L1.</b>	-0.1031986	0.0906338	-1.14	0.255
<b>PIB</b>	0.0012611	0.0061389	0.21	0.837
<b>Bordsize</b>	-0.0115745	0.0055859	-2.07	0.038**
<b>BordIndependence</b>	0.1485513	0.675377	2.20	0.028**
<b>BordDiversification</b>	0.3647651	0.1431677	2.55	0.011**
<b>Size</b>	-0.2683296	0.606968	-4.42	0.000***
<b>Idade</b>	-0.0180003	0.0153737	-1.17	0.242
<b>Leverage</b>	-0.001028	0.0010896	-0.94	0.345
<b>Impostos ou Taxe</b>	0.000264	0.0059776	0.04	0.965
<b>Wald</b>			95.93(9)	0.0000
<b>Sargan</b>			9.372163(4)	0.0524
<b>AR(1)</b>			-1.736	0.0826

Realizadas as estimações para o modelo de dados de painel com respeito à variável dependente Rendibilidade dos Ativos, os resultados obtidos para a amostra das Empresas Espanholas no período de 2011-2014 (Modelo 1) são apresentados na Tabela 11.

Como podemos verificar, as características de CG mantêm o mesmo sinal e significância do período global, o que significa que eventualmente os externos à organização não viram a crise Portuguesa como algo que diretamente influenciasse a estrutura do CA das empresas espanholas. Também a dimensão das empresas continua a manter o sinal negativo na relação com a ROA. Os impostos e a rendibilidade obtida no ano anterior deixam de ser significativos. Tal pode significar, alguma insegurança por parte da gestão de topo em manter os níveis de rendibilidade, em anos de possível contágio com um país de fortes relações comerciais e culturais. Do mesmo modelo, também não parece que os impostos pagos por estas empresas possam influenciar os seus níveis de desempenho.

### 5.3-Empresas Península Ibérica

Tabela 12- Resultados de Estimação para os Modelos 1 e 2 para as Empresas da Península Ibérica 2011-2014

	ROA				EBITVN			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	4.285712	1.153236	3.72	0.000***	0.0362152	2.597914	0.01	0.989
<b>L1.</b>	0.2314689	0.14972	1.55	0.122	0.4175106	0.1363295	3.06	0.002***
<b>PIB</b>	0.0027618	0.0058406	0.47	0.636	-0.0082021	0.0369714	-0.22	0.824
<b>Bordsize</b>	-0.0009595	0.0052736	-0.18	0.856	-0.0018764	0.0436583	-0.04	0.966
<b>BordIndependence</b>	-0.0092438	0.0922837	-0.10	0.920	-0.0946841	0.7344146	-0.13	0.897
<b>BordDiversification</b>	0.0721737	0.1752087	0.41	0.680	-0.3073232	1.113292	-0.28	0.783
<b>Size</b>	-0.2478859	0.078146	-3.17	0.002***	0.0152261	0.2047367	0.07	0.941
<b>Idade</b>	-0.0087193	0.0112453	-0.78	0.438	-0.6921521	1.009289	-0.69	0.493
<b>Leverage</b>	-0.002011	0.0019619	-1.03	0.305	-0.0092947	0.0087312	-1.06	0.287
<b>Impostos ou Taxe</b>	0.0016304	0.0056929	0.29	0.775	0.174125	0.0841261	2.07	0.038**
<b>Wald</b>			16.95(9)	0.0495			17.16(9)	0.0463
<b>Sargan</b>			7.725185(4)	0.1022			7.245175(4)	0.1235

AR(1)		-1.4862	0.1372		-0.72521	0.4683
-------	--	---------	--------	--	----------	--------

Na Tabela 12 são apresentados os resultados obtidos para os dois modelos (ROA e EBITVN) correspondentes à Península Ibérica no período de 2011-2014.

Globalmente, quando se considera a península ibérica como mercado comum, as variáveis perdem significância. Tal pode significar a importância de tratar estes países de forma individual e não como um mercado único e indivisível como muitas vezes é entendido. Este resultado pode interessar a um conjunto alargado de académicos e de gestores e investidores, pois que a individualidade dos mercados e das empresas é que pode ditar a performance, mais que contágios de crises.

#### 5.4-Discussão de Resultados 2011-2014

Tendo em conta que o período considerado na amostra total inclui a Crise da Dívida Soberana bem como a Intervenção da Troika em Portugal, considerou-se relevante criar uma subamostra compreendida de 2011 a 2014. Assim nesta secção ou subcapítulo é feita uma breve discussão para reforçar os principais resultados anteriormente.

Tendo por base os resultados estatísticos obtidos no subperíodo de 2011 a 2014, é perceptível a presença de bastantes divergências significativas em relação ao período da amostra total 2011 a 2018, sendo que tais divergências são notórias em todas as amostras (Portugal, Espanha e Península Ibérica).

No que à amostra de Portugal do subperíodo diz respeito verifica-se que só as características específicas da empresa Nível de Endividamento e Impostos apresentam influência sobre o desempenho, ao contrário do que se verificava no período total em análise 2011 a 2018, em que o nível de endividamento, os Impostos e a diversidade no Conselho de Administração das empresas apresentam uma forte influência sobre estas em Portugal.

Relativamente às empresas da Espanha, é perceptível que tal como acontece nas empresas portuguesas, a variável *dummy* Crise da Dívida Soberana exerce um grande impacto nos determinantes do Desempenho Empresarial, na medida em que na amostra total todas as variáveis em estudo apresentam influência sobre o Desempenho, o que não acontece na subamostra 2011-2013 onde só as variáveis características de *Corporate Governance* (Tamanho, Independência e Diversidade do Conselho de Administração) e a variável característica específica da empresa Tamanho exercem impacto sobre o Desempenho.

Quanto à amostra conjunta (Península Ibérica) também se verificam divergências em ambos os períodos em análise, uma vez que no período total do estudo (2011 a 2018) o Desempenho das empresas é influenciado pelas variáveis Tamanho e Impostos como características específicas da empresa, e a Independência do Conselho de Administração como característica de *Corporate Governance* contrariamente ao que acontece no subperíodo compreendido de 2011-2013 influenciado pela variável *dummy* Crise da Dívida Soberana onde é perceptível que só as características específicas da empresa Tamanho e Impostos apresentam qualquer tipo de influência sobre o Desempenho Empresarial.

## **Conclusão**

A presente dissertação tinha como principal objetivo examinar os determinantes do Desempenho Empresarial, mais concretamente, as Características Específicas da Empresa, as Características de CG bem como o fator/caraterística macroeconómico PIB nas empresas Portuguesas e Espanholas.

Para a realização deste estudo foram consideradas empresas não financeiras, cotadas na Euronext Lisbon e na Madrid Stock Exchange, no período compreendido entre 2011 e 2018. A análise empírica foi elaborada para Portugal e Espanha separadamente, e para uma amostra conjunta correspondente à Península Ibérica. Tendo em conta que o período em análise compreendeu também a Crise da Dívida Soberana bem como a intervenção da Troika nos anos 2011 a 2014 em Portugal, também se procedeu à análise nos fatores quando influenciados por esta variável *dummy*.

Utilizando a metodologia de dados em painel, os nossos resultados mostram que a variável ROA pode ser entendida como uma medida de gestão de topo, na avaliação da performance das empresas, tanto em Portugal como em Espanha e que a margem do EBITA pode ser considerada como uma medida de gestão corrente, muito dependente dos níveis de concorrência e, portanto, menos regular. Os nossos resultados enfatizam ainda que as características de CG são muito mais relevantes para Espanha do que para Portugal, o que sugere que existem avanços consideráveis naquele país relativamente a Portugal. Enquanto que a maior dimensão do CA é importante nas empresas portuguesa, para as espanholas, a monitorização é já uma realidade e não há necessidade de manter um grande número de membros no CA para garantir a sua eficiência. No que se refere à diversidade de género, verifica-se que em Portugal, talvez por ser uma realidade ainda recente e sujeita a quotas, as mulheres não são uma influência positiva na performance empresarial ao contrário do que acontece em Espanha.

No que se refere às variáveis específicas das empresas, o endividamento e os impostos são sempre relevantes e apresentam os mesmos sinais para ambos os países o que sugere que os níveis de endividamento condicionam sempre a performance por um aumento potencial do risco financeiro, enquanto mais impostos implicam mais rendibilidade. Estes resultados sugerem que a ROA está sujeita ao escrutínio de stakeholders externos à organização.

No que respeita ao período de intervenção da Troika em Portugal com um apertado programa de ajustamento, verificou-se neste país que as variáveis de CG perderam por completo interesse assim como os níveis de manutenção de rendibilidade, pois a insegurança da economia, permite apenas que os stakeholders se interessem pelo endividamento e impostos pagos. Já para Espanha, as variáveis de CG continuam com o mesmo sinal e significância pelo que parece que o interesse dos stakeholders se mantém. As variáveis que perdem significado, são variáveis de manutenção dos níveis de rendibilidade, tal como em Portugal, assim como a idade. Esta última em tempos de crise, perde relevância pois que tanto novas como velhas, as empresas têm as mesmas dificuldades.

Pelo disposto, os resultados sugerem, ao menos para interessados externos, que a Troika não teve grande impacto na performance das empresas do país vizinho.

Para a concretização deste trabalho, surgiram limitações, nomeadamente no que respeita à amostra, uma vez que nem todas as empresas consideradas inicialmente apresentaram informação completa para o período analisado. Uma outra limitação pode estar relacionada com a utilização de dados secundários e que podem condicionar a informação obtida.

Em linhas de investigação futura, seria interessante estudar o desempenho empresarial em outros países, com diferentes fatores institucionais, índices de fraude e fatores culturais utilizando metodologias híbridas, como por exemplo GMM vs DEA.

## Bibliografia

- Abu-Shanab, E., Abu-Shehab, R., & Khairallah, M. (2015). Critical Success Factors for ERP Implementation: The Case of Jordan. *International Arab Journal of E-Technology*, 4(1).
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics Journal*, 94, 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Aggarwal, R., Jindal, V., & Seth, R. (2019). Board diversity and firm performance : The role of business group affiliation. *International Business Review*, 28(August). <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101600>
- Akbar, S., Rehman, S. ur, & Ormrod, P. (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, 26, 59–70. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.05.004>
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., & McNamara, R. (2019). Corporate governance and family firm performance during the Global Financial Crisis. *Accounting & Finance*, 1–29. <https://doi.org/10.1111/acfi.12508>
- Ali, A., Klein, A., & Rosenfeld, J. (1992). Analysts ' about Use of Information and Transitory in Permanent Earnings Components Annual EPS Forecasting. *The Accounting Review*, 67(1), 183–198.
- Almus, M., & Nerlinger, E. A. (1999). *Growth of New Technology-Based Firms : Which Factors Matter ?* 141–154.
- Arellano, M. (2003), Panel Data Econometrics, Oxford university press.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Carlo Application to Data : Evidence and an Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68, 29–51.
- Audretsch, D. B., Klomp, L., Santarelli, E., & Thurik, A. R. (2004). Gibrat's Law: Are the services different? *Review of Industrial Organization*, 24(3), 301–324. <https://doi.org/10.1023/B:REIO.0000038273.50622.ec>
- Badu, E. A., & Appiah, D. K. O. (2017). The Impact of Corporate Board Size on Firm Performance : Evidence from Ghana and Nigeria. *Research in Business and Management*, 4(2), 1–12. <https://doi.org/10.5296/rbm.v4i2.11721>
- Balasubramanian, N., & Lee, J. (2008). Firm age and innovation. *Industrial and Corporate Change*, 17(5), 1019–1047. <https://doi.org/10.1093/icc/dtn028>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*.
- Bantel, K. A., & Jackson, S. E. (1989). Banking: Does the composition of the Top team make a difference? *Strategic Management Journal*, 10, 107–124.
- Barka, H. Ben, & 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*, 21(3), 737–755. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9356-2>
- Barney, J. B. (1990). The Debate Between Traditional Management Theory and Organizational Economics : Substantive Differences or Intergroup Conflict ? *Academy of Management Review*, 15(3), 382–393.
- Bauer, P. (2004). Determinants of Capital Structure- Empirical Evidence from the Czech

- Republic. *Finance a Úvêr – Czech Journal of Economics and Finance*, 54, 2–21.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors : Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1(1).
- Becker, B., Jacob, M., & Jacob, M. (2012). Payout taxes and the allocation of investment. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 1–24. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.003>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bohren, O., & Strom, R. O. (2010). Governance and Politics : Regulating Independence and Diversity in the Board Room. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9), 1281–1308. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02222.x>
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and Firm Performance: a contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(May 1994), 301–312.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2007). *Gender and Ethnic Diversity Among UK Corporate Boards*. 15(2), 393–403.
- Braunerhjelm, P., Eklund, J. E., & Thulin, P. (2015). *Taxes, Tax Administrative Burden and the Entrepreneurial life cycle\**. 46(0), 1–31.
- Brennan, N., & McDermott, M. (2004). Alternative Perspectives on Independence of Directors. *Blackwell Publishing Ltd 2004*, 12(3), 325–336.
- Brickley, J. A., & Zimmerman, J. L. (2010). Corporate governance myths : Comments on Armstrong , Guay , and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 235–245. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.002>
- Cadbury, S. A. (2000). The Corporate Governance Agenda. *Blackwell Publishers Ltd 2000*, 8(1), 7–15.
- Cai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage change , debt overhang , and stock prices. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 391–402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.12.003>
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83, 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>
- Cancela, B. L., Neves, M. E. D., Rodrigues, L. L., & Dias, A. C. G. (2020). The influence of corporate governance on corporate sustainability : new evidence using panel data in the Iberian macroeconomic environment. *International Journal of Accounting and Information Management, ahead-of-p*(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2020-0068>
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Journal of Economic Behavior & Organization Strong Evidence for Gender Differences in Risk Taking. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 83(1), 50–58. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.06.007>
- Chinaemerem, O. C., & Anthony, O. (2012). Impact of Capital Structure on the Financial. *Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter)*, 1(12), 43–61.
- Conti, C. R., Goldszmidt, R., & de Vasconcelos, F. C. (2020). Firm characteristics and capabilities that enable superior performance in recessions. *Journal of Business Research*, 119(August), 553–561. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.07.042>

- Cowling, M., Bates, P., Jagger, N., & Murray, G. (2008). *Study of the impact of Enterprise Investment Scheme ( EIS ) and Venture Capital Trusts ( VCT ) on company performance.*
- Crosan, R., & Gneezy, U. (2009). Gender Differences in Preferences. *Journal of Economic Literature* 2009, 47(2), 1–27.
- Daniel, K., & Titman, S. (1997). Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns. *The Journal of Finance*, LII(1).
- Das, S. (1995). *Size, age and firm growth in an infant industry: The computer hardware industry in India.* 13, 111–126.
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance , credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Bus Econ*, 45, 215–244.  
<https://doi.org/10.1007/s11187-015-9648-y>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Deegan, C. (2006). *Financial accounting theory* (Second ed.). Sydney:McGraw Hill Australia Pty Ltd
- Demirgüneş, K. (2016). The Effect of Liquidity on Financial Performance : Evidence from Turkish Retail Industry. *International Journal of Economics and Finance*, (July).  
<https://doi.org/10.5539/ijef.v8n4p63>
- Digumber, S., Soondram, H., & Jugurnath, B. (2017). Tax Policy and Foreign Direct Investment : Empirical Evidence from Mauritius. *International Business Research*, 10(3), 42–56. <https://doi.org/10.5539/ibr.v10n3p42>
- Donaldson, L. and Davis, J.H. (1989) CEO Governance and Shareholder Returns: Agency Theory or Stewardship Theory. Paper Presented at the Annual Meeting of the Academy of Management.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49–64.  
<https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Dunne, T., Roberts, M. J., & Samuelson, L. (1989). *The Growth and Failure of U . S . Manufacturing Plants.* 104(4), 671–698.
- Earley, P. C., & Mosakowski, E. (2000). Creating Hybrid Team Cultures: An empirical test of transnational team functioning. *The Academy of Management Journal*, 43(1), 26–49.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Blackwell Publishing Ltd* 2003, 11(2), 102–111.
- Evans, C. (2006). *Counting the costs of taxation: an exploration of recent developments.*
- Evans, C., Hansford, A., Hasseldine, J., Lignier, P., Smulders, S., & Vaillancourt, F. (2014). Small business and tax compliance costs: A cross-country study of managerial benefits and tax concessions. *EJournal of Tax Research*, 12(2), 453–482.
- Evans, D. S. (1987a). *Tests of Alternative Theories of Firm Growth.* 95(4), 657–674.
- Evans, D. S. (1987b). *The Relationship Between Firm Growth , Size , and Age : Estimates for 100 Manufacturing Industries.* 35(4), 567–581.

- Falk, M., Wolfmayr, Y., & Langer, I. (2008). *Testing Gibrat ' s Law for European Multinational Enterprises*. (November 2006).
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control\*. *Journal of Law & Economics*, XXVI(June), 301–325.
- Finkelstein, S., & Mooney, A. C. (2003). Not the usual suspects : How to use board process to make boards better. *Academy of Management Executive*, 17(2), 101–113.
- Fort, T. C., Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., & Miranda, J. (2013). How Firms Respond to Business Cycles: The Role of Firm Age and Firm Size. *IMF Economic Review*, 61(3), 520–559. <https://doi.org/10.1057/imfer.2013.15>
- Gallo, M. A. (2005). «Consejeros Independientes : Como mejorar su aportacion en la Empresa Familiar ». *Documento de Investigación N° 589*, 3.
- Gan, C., Lee, M., Yong, H. H. A., & Zhang, J. (2006). “ Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions : New Zealand Evidence .” *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 89–101.
- Geroski, P., & Gugler, K. (2004). *Corporate growth convergence in Europe*. 56, 597–620. <https://doi.org/10.1093/oeq/gpf055>
- Gibrat, R. (1931), *Les Inégalités Économiques*, Paris, Librairie du Recueil Sirey.
- Ginglinger, E. (2002). «L' actionnaire comme contrôleur». *Revue Française de Gestion*, 28(141), 37–56.
- Glancey, K. (1998). *Determinants of growth and profitability in small entrepreneurial firms*.
- Godard, L., & Schatt, A. (2000). «*Quelles sont les caracteristiques optimales du Conseil D' Administration?*».
- Gujarati, D.N. (2006) *Essentials of Econometrics*. 3rd Edition, McGraw-Hill.
- Gupta, P. D., Guha, S., & Krishnaswami, S. S. (2013). Firm growth and its determinants. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2, 1–14. <https://doi.org/10.1186/2192-5372-2-15>
- Hall, B. H. (1987). *The Relationship Between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector*. 35(4), 583–606.
- Haman, J., Chalmers, K., & Fang, V. (2017). IPO lockups, long run returns, and growth opportunities. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 49, 184–199. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.05.002>
- Hapsoro, D., & Fadhilla, A. F. (2017). Relationship analysis of Corporate Governance , Corporate Social Responsibility disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market. *The South East Asian Journal of Management*, 11(2), 164–182.
- Hart, S., & Banbury, C. (1994). How strategy-making processes can make a difference. *Strategic Management Journal*, 15(August), 251–269.
- Hashi, I., & Krasniqi, B. A. (2011). Entrepreneurship and SME growth: Evidence from advanced and laggard transition economies. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 17(5), 456–487. <https://doi.org/10.1108/13552551111158817>
- Hermelo, F. D., & Vassolo, R. (2007). The determinants of firm's growth: an empirical examination. *Revista ABANTE*, 10(1), 3–20. <https://doi.org/eacc10.puc.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-10-N1/Diaz.pd>

- Heshmati, A. (2001). On the Growth of Micro and Small Firms: Evidence from Sweden. *Small Business Economics*, 17(3), 213–228. <https://doi.org/10.1023/A:1011886128912>
- Hodorogel, R. G. (2009). The economic crisis and its effects on SMEs. *Theoretical and Applied Economics*, 79–89. Retrieved from <http://store.ectap.ro/articole/389.pdf>
- Hsiao C (2003) Analysis of panel data, 2nd edn. Econometric society monographs, vol 34. Cambridge University Press, Cambridge
- Hsiao, C. (2007). *Panel data analysis—advantages and challenges*. 1–22. <https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>
- Hunjra, A. I., Chani, M. I., Javed, S., Naeem, S., & Ijaz, M. S. (2014). Impact of Micro Economic Variables on Firms Performance. *MPRA Paper*, (60792), 65–73.
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance : Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411–432. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>
- Issah, M., & Antwi, S. (2017). Role of macroeconomic variables on firms ' Performance : Evidence from the UK. *Cogent Economics & Finance*, (November). <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1405581>
- Jackson, S. E., May, K. E., & Whitney, K. (1995). *Understanding the dynamics of diversity in decision- making teams*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C. (1993). *The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems*. *The Journal of Finance XLVIII*(3), 831–880.
- Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. (1998). Are Women More Risk Averse? *Economic Inquiry*, XXXVI, 620–630.
- Jiménez-Jiménez, D., & Sanz-Valle, R. (2011). Innovation , organizational learning , and performance. *Journal of Business Research*, 64(4), 408–417. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.09.010>
- Jimenez, R. M. (2009). Research on Women in Family Firms-Current Status and Future Directions. *Family Business Review*, 22(1), 53–64.
- Jovanovic, B. (1982). *Selection and the Evolution of Industry*. 50(3), 649–670.
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>
- Koksal, B., & Orman, C. (2014). *Determinants of Capital Structure : Evidence from a Major Developing Economy Determinants of Capital Structure : Evidence from a Major Developing Economy*. (February). <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9597-x>
- Kosmidou, K. (2008). The determinants of banks ' profits in Greece during the period of EU financial integration. *Managerial Finance*, 34(3), 146–159. <https://doi.org/10.1108/03074350810848036>
- Kruger, M. E. (2004). Entrepreneurial theory and creativity (chapter 2). University of Pretoria. <http://repository.up.ac.za/bitstream/handle/2263/27491/02chapter2.pdf?sequence=3>.
- Kulshrestha, S., & Puri, P. (2017). Tows Analysis for Strategic Choice of Business Opportunity and Sustainable Growth of Small Businesses. *Pacific Business Review International*,

10(5), 144–152.

- Lasfer, M. A. (1995). Agency costs, taxes and debt: The UK evidence. *European Financial Management*, 1(3), 265–285. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1995.tb00020.x>
- Lazăr, S., & Istrate, C. (2018). Corporate tax-mix and firm performance . A comprehensive assessment for Romanian listed companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1258–1272. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1482225>
- Lee, C.-C., Chen, M.-P., & Ning, S.-L. (2017). Why did some firms perform better in the global financial crisis ? *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 1339–1366. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1355258>
- Lee, Y., & Gordon, R. H. (2004). Tax structure and economic growth. *Journal of Public Economics*, 89(5–6), 1027–1043. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2004.07.002>
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2004). *Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards : 1935-2000*.
- Lotti, F., Santarelli, E., & Vivarelli, M. (2003). Does Gibrat’s law hold among young, small firms? *Journal of Evolutionary Economics*, 13(3), 213–235. <https://doi.org/10.1007/s00191-003-0153-0>
- Luan, C.-J., & Tang, M.-J. (2007). Where is Independent Director Efficacy ? *2007 Blackwell Publishing Ltd*, 15(4), 636–643.
- Mallin, C. (2003). Non-Executive Directors : key characteristics. *Corporate Governance: An International Review*, 11(4), 287–288.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure , equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621–632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Martínez, M. del C. V., & Rambaud, S. C. (2019). Women on corporate boards and firm’s financial performance. *Women’s Studies International Forum*, 76(April), 102251. <https://doi.org/10.1016/j.wsif.2019.102251>
- Masa`deh, R. (Moh`dTaisir), Tayeh, M., Al-Jarrah, I. M., & Tarhini, A. (2015). Accounting vs . Market-based Measures of Firm Performance Related to Information Technology Investments. *International Review of Social Sciences and Humanities*, (April).
- Matarirano, O., Chiloane-Tsoka, G. E., & Makina, D. (2019). Tax compliance costs and small business performance : Evidence from the South African construction industry. *South African Journal of Business Management*, 1–9.
- McDonald, K., Senaji, E. D. T. A., & Orero, D. R. (2020). Firm characteristics and performance of private health insurance sector in Kenya. *Journal of Business and Strategic Management*, 5(1), 15–27.
- McNamara, R., & Duncan, K. (1995). Firm performance and macro-economic variables. *School of Business Discussion Papers*.
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. del M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance : Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002>
- Moore, T., & Mirzaei, A. (2016). The Impact of the Global Financial Crisis on Industry Growth. *Manchester School*, 84(2), 159–180. <https://doi.org/10.1111/manc.12090>
- Moreno-Gómez, J., Lafuente, E., & Vaillant, Y. (2018). Gender diversity in the board , women’s leadership and business performance. *Gender in Management: An International*

*Journal*. <https://doi.org/10.1108/GM-05-2017-0058>

- Mucharreira, P. R., & Antunes, M. (2015). Os efeitos das variáveis macroeconómicas no desempenho das organizações: Evidência das pequenas e médias empresas em Portugal. *Portuguese Journal of Accounting and Management*, 17, 113–143.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Neves, J.C. (2012). Análise e Relato Financeiro, uma visão integrada de gestão, texto editores.
- Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2017-0055>
- Neves, M. E. D., Cunha, M. M., & Vilas, J. (2020). Determinantes dos dividendos no setor de telecomunicações. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(3), 669–685. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i3.4069>
- Neves, M. E., Henriques, C., & Vilas, J. (2019). Financial performance assessment of electricity companies : evidence from Portugal. In *Operational Research*. <https://doi.org/10.1007/s12351-019-00504-1>
- Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 465–495. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0094>
- OCDE. (1999). OCDE Principles of Corporate Governance Principles of. *OCDE Publications*.
- Okunbo, O., & Oghuvwu, M. E. (2019). Firm Size , Age , and Entrepreneurial Performance. *Accounting and Taxation Review*, 3(2), 49–56.
- Ong, C. H., & Lee, S. H. (2000). *Board Functions and Firm Performance : A Review and Directions for Future Research*. (1).
- Pais, M. A., & Gama, P. M. (2015). Working capital management and SMEs profitability : Portuguese evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 11(3).
- Pan, L. H., Lin, C. T., & Yang, P. C. (2013). Corporate governance, growth opportunities, and the choices of cross-listings: The case of Chinese ADRs. *Pacific Basin Finance Journal*, 24, 221–234. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.07.002>
- Pearce II, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board Composition from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4).
- Pervan, M., Pervan, I., & Ćurak, M. (2019). Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry : evidence from dynamic panel analysis. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1), 968–981. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1583587>
- Phillips, B. D., & Kirchoff, B. A. (1989). Formation, growth and survival; Small firm dynamics in the U.S. Economy. *Small Business Economics*, 1(1), 65–74. <https://doi.org/10.1007/BF00389917>
- Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K., & Voelpel, S. C. (2015). Does Gender Matter ? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance - A Meta-Analysis. *Female Representation on Boards and Firm Financial Performance*, 1–20. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0130005>
- Porter, M. E. (1991). Towards a dynamic theory of strategy. *Strategic Management Journal*, 12.

- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. M. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166–181. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20130103.11>
- Rafferty, A., Rees, J., Sensier, M., & Harding, A. (2013). Growth and Recession: Underemployment and the Labour Market in the North of England. *Applied Spatial Analysis and Policy*, 6, 143–163. <https://doi.org/10.1007/s12061-013-9089-4>
- Reid, G. C., & Xu, Z. (2011). Generalising Gibrat: Using Chinese evidence founded on fieldwork. *Small Business Economics*, 39(4), 1017–1028. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9338-3>
- Rodrigues, J., Seabra, F., & Mata, C. (2008). Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 34–42.
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2016). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis : evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management & Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9361-5>
- Scherer, F. M. (1980). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. 2nd edn. Rand-McNally, Chicago, IL,
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory : capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 37–41. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. (2008). Performance and size : empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Bus Econ*, 195–217. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9092-8>
- Setia-Atmaja, L. Y. (2008). Does Board Size Really matter ? Evidence from Australia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 10(3), 331–352.
- Shehata, N., Salhin, A., & El-Helaly, M. (2017). Board diversity and firm performance : evidence from the U.K.SMEs. *Applied Economics*, 00(00), 1–16. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1293796>
- Sinha, P., & Sharma, S. (2015). Determinants of bank profits and its persistence in Indian Banks : a study in a dynamic panel data framework. *International Journal of System Assurance Engineering and Management*. <https://doi.org/10.1007/s13198-015-0388-9>
- Smulders, S. A. (2013). *An evaluation of tax compliance costs and concessions for small businesses in South Africa – establishing a baseline*. (April), 1–110.
- Sorensen, J. B., & Stuart, T. E. (2000). Aging , Obsolescence , and Organizational Innovation. *Administrative Science Quarterly*, 45(1), 81–112.
- Sosiawani, I., Ramli, A. Bin, Mustafa, M. Bin, & Yusoff, R. Z. Bin. (2015). Strategic Planning and Firm Performance : A Proposed Framework. *International Academic Research Journal of Business and Technology*, 1(2), 201–207.
- Spira, L. F., & Bender, R. (2004). Compare and Contrast : perspectives on board committees \*. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 489–499.
- Tan, Y., & Floros, C. (2012). *Bank profitability and GDP growth in China : a note*. 10(3), 267–273.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review - Forthcoming*, 17,

- 320–337. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00742.x>
- Terjesen, Siri, Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447–483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>
- Teruel-Carrizosa, M. (2008). Gibrat's law and the learning process. *Small Business Economics*, 34(4), 355–373. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9127-9>
- Trujillo-Ponce, A. (2013). What determines the profitability of banks ? Evidence from Spain. *Accounting and Finance*, 53(616), 561–586.
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of Business Performance in Strategy Research : A Comparison of Approaches. *Academy of Management Review*, 11(4), 801–814.
- Vieira, E. S., Neves, M. E., & Dias, A. G. (2019). Determinants of Portuguese firms ' financial performance : panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2018-0210>
- Wagner, J. (1991). *Firm Size , Firm Growth , and Persistence of Chance : Testing GIBRAT ' s Law with Establishment Data from Lower Saxony , 1978--1989 \**.
- Wales, W. J., Parida, V., & Patel, P. C. (2013). Research notes and commentaries too much of a good thing? Absorptive Capacity , Firm Performance, and the moderating role of entrepreneurial orientation and hypotheses. *Strategic Management Journal*, 633(October 2012), 622–633. <https://doi.org/10.1002/smj>
- 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*, XX(4), 360–369.
- Watson, J. (2011). *Networking: Gender differences and the association with firm performance*. (February 2011). <https://doi.org/10.1177/0266242610384888>
- Wiklund, J., Patzelt, H., & Shepherd, D. A. (2007). Building an integrative model of small business growth. *Small Business Economics*, 32(4), 351–374. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9084-8>
- Williams, K. Y., & O'Reilly III, C. A. (1998). Demography and diversity in organizations:A review of 40 years of research. *Research in Organizational Behavior*, 20, 77–140.
- Wooldridge, J. M. (2001). Applications of Generalized Method of Moments Estimation. *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), 87–100.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*.
- Younis, H., & Sundarakani, B. (2020). The impact of firm size , firm age and environmental management certification on the relationship between green supply chain practices and corporate performance. *Benchmarking: An International Journal*, 27(1), 319–346. <https://doi.org/10.1108/BIJ-11-2018-0363>

# Anexos

## Anexo 1- Empresas Portuguesas

### Empresas cotadas na Euronext Lisbon

GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	SONAE - SGPS, S.A.
EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	SONAE - SGPS, S.A.
SONAE - SGPS, S.A.	SONAE CAPITAL - SGPS, S.A.
MOTA - ENGIL, SGPS, S.A.	SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.
SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.	MARTIFER - S.G.P.S., S.A.
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	GRUPO MEDIA CAPITAL - SGPS, S.A.
NOS, SGPS, S.A.	
TEIXEIRA DUARTE, S.A.	
INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.	
JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.	
ALTRI, SGPS, S.A.	
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	
REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.	
TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	
LUZ SAÚDE, S.A.	
IBERSOL - SGPS, S.A.	
SUMOL+COMPAL, S.A.	
SONAE CAPITAL - SGPS, S.A.	
SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.	
MARTIFER - S.G.P.S., S.A.	
GRUPO MEDIA CAPITAL - SGPS, S.A.	
	SONAE - S.G.P.S., S.A.
	NOVABASE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.
	CONDURIL - ENGENHARIA, S.A.
	RAMADA - INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.
	ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.
	VAA - VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.
	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES, S.A.
	GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.
	COFINA - SGPS, S.A.
	OLI - SISTEMAS SANITÁRIOS, S.A.
	COPAM - COMPANHIA PORTUGUESA DE AMIDOS, S.A.
	REDITUS - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.
	LISGRÁFICA - IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.
	COMPTA - EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA, S.A.
	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS, S.A.
	ISA - INTELLIGENT SENSING ANYWHERE, S.A.
	FLEXDEAL - SIMFE, S.A.
	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO-PARÁ, S.A.
	LITHO FORMAS, S.A.
	RAIZE - SERVIÇOS DE GESTÃO, S.A.
	PHAROL - SGPS, S.A.

## Anexo 2-Empresas Espanholas

---

### Empresas cotadas na Bolsa de Madrid

---

REPSOL SA.	ERCROS, SA
TELEFONICA, SA	EUSKALTEL SA
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, SA	CEMENTOS MOLINS SA
IBERDROLA, SOCIEDAD ANONIMA	MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA.
INDÚSTRIA DE DISEÑO TEXTIL SA	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI S.A.
NATURGY ENERGY GROUP SA.	TUBOS REUNIDOS, SA
ENDESA SA	FAES FARMA, SA
COMPAÑIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL LOGISTA HOLDINGS SA.	MINERALES Y PRODUCTOS DERIVADOS, SA
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY SOCIEDAD ANONIMA	TALGO SA.
ACCIONA, SA	LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI SA
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION SA	MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL SA
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	LABORATORIO REIG JOFRE SA.
ACERINOX, SA	PHARMA MAR SA
AMADEUS IT GROUP SA	LIWE ESPAÑOLA, SA
AENA S.M.E. SA.	AZKOYEN, SA
SACYR SA.	PRIM, SA
PROSEGUR COMPAÑIA DE SEGURIDAD, SA	INMOBILIARIA DEL SUR SA
CIE AUTOMOTIVE, SA	ADOLFO DOMINGUEZ SA
OBRASCON HUARTE LAIN SA	LINGOTES ESPECIALES, SOCIEDAD ANONIMA
EBRO FOODS, SA	CLINICA BAVIERA, SA
ELECNOR SA	BARON DE LEY, SA
	REALIA BUSINESS SA

---

---

RED ELECTRICA CORPORACION SA	NATURHOUSE HEALTH SA.
APPLUS SERVICES SA.	NICOLAS CORREA, SA
ENAGAS SA	SNIACE, SA
FLUIDRA, SA	DESARROLLOS ESPECIALES DE SISTEMAS DE ANCLAJE SA
ATRESMEDIA CORPORACION DE MEDIOS DE COMUNICACION SA.	BODEGAS RIOJANAS, SA
VIDRALA, SA	COMPAÑIA LEVANTINA DE EDIFICACION Y OBRAS PUBLICAS SA
PESCANOVA SA	URBAR INGENIEROS, SA
CELLNEX TELECOM SA.	MONTEBALITO, SA
ENCE ENERGIA Y CELULOSA SA.	LIBERTAS 7 SOCIEDAD ANONIMA
VISCOFAN SA	TR HOTEL JARDIN DEL MAR SA
ZARDOYA OTIS, SA	CORPORACION EMPRESARIAL DE MATERIALES DE CONSTRUCCION SA
TUBACEX, SA	FINANZAS E INVERSIONES VALENCIANAS SA

---

Anexo 3- Tabela síntese sinais obtidos amostra global (2011-2018)

	Portugal		Espanha		Península Ibérica	
	ROA	EBITVN	ROA	EBITVN	ROA	EBITVN
Age		+	+	-	+	
Size		-	-	-	-	-
Taxes	+	-	+	+	+	+
Leverage	-	-		-		-
BordSize	+		-	-		+
BordIndependence			+	+	+	-
BordDiversity	-	-	+	+		
GDP		-	-	-	-	

**Anexo 4-Estatísticas descritivas subamostra (2011-2014) Portugal**

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
<b>GDP</b>	0.45	-1	2	1.27946
<b>Bordsize</b>	9.060241	2	30	4.944172
<b>BordIndependence</b>	0.1725801	0	0.625	0.1837198
<b>BordDiversification</b>	0.0995571	0	0.444	0.1109312
<b>Size</b>	12.82412	2.16118	17.57375	2.274837
<b>Age</b>	33.2303	1	103	23.25852
<b>Leverage</b>	68.09132	2.261	2244.083	28.64004
<b>Taxes</b>	7.837779	-3.061231	12.64739	2.578964
<b>ROA</b>	0.0335508	-0.4054507	0.3646668	0.0828554
<b>EBITVN</b>	0.3598097	-16.45985	31.96125	3.446375

**Anexo 5-Estatísticas descritivas subamostra (2011-2014) Espanha**

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Desvio Padrão</b>
<b>GDP</b>	-0.075	-1.4	1.7	1.32606
<b>Bordsize</b>	10.26587	4	20	3.553342
<b>BordIndependence</b>	0.3656465	0	0.889	0.1822894
<b>BordDiversification</b>	0.1233892	0	0.5	0.122068
<b>Size</b>	13.79622	0.6931472	18.6813	2.513232
<b>Age</b>	49.53668	1	135	29.86237
<b>Leverage</b>	61.65967	0.953	256.075	25.43028
<b>Taxes</b>	9.513623	1.440404	14.27357	2.674322
<b>ROA</b>	0.6871595	0	2.973683	0.5189923
<b>EBITVN</b>	0.0458148	-10.24914	7.882966	0.9233122

**Anexo 6-Estatísticas descritivas subamostra (2011-2014) Península Ibérica**

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
<b>GDP</b>	0.1374065	-1.4	2	1.332178
<b>Bordsize</b>	9.727735	2	30	4.101974
<b>BordIndependence</b>	0.2847883	0	0.889	0.2059213
<b>BordDiversification</b>	0.1170616	0	0.5	0.1193445
<b>Size</b>	13.5099	4.719597	18.6813	2.32594
<b>Age</b>	44.0806	1	135	28.49984
<b>Leverage</b>	63.20574	2.261	151.015	22.15408
<b>Taxes</b>	8.847058	-3.061231	14.27357	2.755847
<b>ROA</b>	0.4453008	-0.4054507	2.973683	0.5200435
<b>EBITVN</b>	-2.372695	-6.376247	2.885198	1.180165

Anexo 7- Tabela síntese sinais obtidos subamostra (2011-2014)

	Portugal	Espanha	Península Ibérica	
	ROA	ROA	ROA	EBITVN
Age				
Size		-	-	
Taxes	+			+
Leverage	-			
BordSize		-		
BordIndependence		+		
BordDiversity		+		
GDP				