

Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no psi-20

Diversity of the board of directors of psi-20 listed companies

Amaro Jorge Santos Loureiro da Silva 

Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal

amaro@frilux.pt

Tiago Guimarães 

Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal

guimaraes1998@hotmail.com

Helena Maria Santos de Oliveira 

Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal

oliveira@iscap.ipp.pt

Eduardo Manuel de Almeida Leite 

Universidade da Madeira, Escola Superior de Tecnologias e Gestão, Portugal

eduardo.leite@staff.uma.com

Conflito de interesses: nada a declarar. **Financiamento:** nada a declarar

Data de Submissão: 10/03/2021

Data de Aprovação: 05/05/2021

Resumo

Numa época em que as economias que sustentam o sistema financeiro e empresarial são abaladas por graves crises sistêmicas e fraudes financeiras, surge uma pressão política cada vez mais acentuada ao nível do escrutínio da diversidade do conselho de administração (CA) das empresas, no sentido de perceber se, de facto, um grupo heterogéneo é capaz de produzir decisões estratégicas e táticas mais adequadas para o futuro da empresa. A par disto surgem questões relativas ao papel da Mulher no CA, concorrendo para a ideia de que esta poderá contribuir positivamente na gestão empresarial. Neste contexto, o presente estudo tem por objetivo analisar e caracterizar a diversidade do CA das empresas cotadas no PSI-20 em 2019. Especificamente, pretende-se analisar a diversidade à luz dos mecanismos formais de Governo das Sociedades de carácter interno sob quatro dimensões: (i) diversidade de género; (ii) diversidade etária; (iii) diversidade cultural/étnica; e (iv) diversidade na estrutura (independência e dualidade de funções CEO/*Chairman*). Para atingir este objetivo, o estudo alicerçou-se numa recolha de dados qualitativos e quantitativos com base nos Relatórios e Contas para o ano de 2019, permitindo analisar o perfil de 215 administradores. Concluiu-se que o CA das empresas que integram o PSI-20 é composto maioritariamente por elementos do género masculino, embora se note uma tendência crescente para a presença do género feminino. Verifica-se que a média das idades das mulheres é inferior à dos homens. Relativamente à diversidade cultural/étnica, prevalece uma maior representação de *outsiders* no CA de empresas não-familiares. Quanto à estrutura do conselho, destaca-se a existência de uma relação de proporcionalidade adequada entre administradores executivos e não executivos. O mesmo não acontece com administradores independentes. Destaca-se, por outro lado, o facto de em 50% das empresas haver separação entre a figura do *Chairman* e do CEO, em que se depreende um incentivo para que o modelo de governação seja mais transparente e equilibrado, proporcionando um maior equilíbrio de poder.

Palavras-chave: Conselho de Administração; *Corporate Governance*; Diversidade; PSI-20

Abstract

At a time when the economies sustaining the financial and business system are shaken by serious systemic crises and financial fraud, political pressure is mounting to scrutinise the diversity of the board of directors (BoD) of companies to understand whether, in fact, a heterogeneous group can produce strategic and tactical decisions best suited to the future of the company. In addition, questions arise regarding the role of women in the BoD, contributing to the idea that they may increase management prospects. In this context, this study aims to analyse and characterise the diversity of the BoD of companies listed on the PSI-20 in 2019. Specifically, it intends to analyse the diversity in the light of the formal mechanisms of corporate governance of an internal nature under four dimensions: (i) gender diversity; (ii) age diversity; (iii) cultural/ethnic diversity; and (iv) diversity in structure (independence and duality of CEO/*Chairman* functions). To achieve this



objective, the study was based on a collection of qualitative data based on the Reports and Accounts for the year 2019, which, using Microsoft Excel for statistical processing, made it possible to analyse the profile of 215 directors. It can be concluded that the BoD of the companies included on the PSI-20 is composed mostly of male members, although there is an increasing tendency towards the presence of the female gender. In addition, the average age of women is lower than that of men. Regarding cultural/ethnic diversity, there is a higher representation of outsiders in the BoD of non-family companies. Regarding the structure of the board, the existence of an appropriate relationship of proportionality between executive and non-executive directors is highlighted. The same is not true for independent directors. On the other hand, 50% of the companies have a separation between the Chairman and the CEO, which provides an incentive for a more transparent and balanced governance model, providing a better balance of power.

Keywords: Board of Directors; Corporate Governance; Diversity; PSI-20

1.Introdução

Nos últimos anos tem-se assistido a uma pressão política e social cada vez mais acentuada no sentido de se atingir uma igualdade de género nos conselhos de administração (CA) das empresas pertencentes aos países desenvolvidos (Poletti-Hughes & Briano-Turrent, 2019). De uma forma geral, a problemática da diversidade, não apenas de género, mas também etária, cultural/étnica e geográfica, tem-se manifestado um tema de debate com relativo destaque no âmbito do estudo do Governo das Sociedades.

Esta discussão, despoletada por crises financeiras (Cuomo et al., 2016; Farinha, 2003; Oliveira, 2015), abalou a confiança nos mercados financeiros e suscitou um maior escrutínio de determinados processos internos às empresas que deixaram, rapidamente, de pertencer única e exclusivamente ao domínio e competência interna dos administradores e estrutura acionista para passarem a pertencer à esfera pública. Muitos destes processos interferem diretamente com os CA ao nível da sua diversidade.

Neste contexto, o presente artigo tem como principal objetivo analisar e caracterizar o CA das empresas cotadas no PSI-20 em matéria de diversidade. Especificamente, pretende-se analisar a diversidade à luz dos mecanismos formais de Governo das Sociedades de carácter interno sob quatro dimensões: (i) diversidade de género; (ii) diversidade etária; (iii) diversidade cultural/étnica; e (iv) diversidade na estrutura (independência e dualidade de funções CEO/Chairman).

Para além disto, procura-se confrontar os resultados patenteados na revisão de literatura relativamente às quatro dimensões de diversidade, não só a nível nacional como também a nível internacional, por forma a perceber as principais

semelhanças/disseminhanças entre diferentes realidades. De uma forma geral, o objetivo é perceber se as práticas de Governo das Sociedades adotadas pelas empresas do PSI-20 vão ao encontro a algumas referências internacionais. Face ao exposto, é possível definir sob forma de questões os objetivos deste estudo:

1. Como são organizados os CA das empresas cotadas no PSI-20 em matéria de diversidade?

Em concreto:

- a. Qual a percentagem de mulheres nos CA?
- b. A evolução da representação feminina nos CA, em consonância com a tendência descrita na literatura, é positiva?
- c. Como se comporta a diversidade etária no seio do CA destas empresas?
- d. Como se distribui a diversidade étnica/cultural pelas empresas?
- e. Como se caracteriza a composição do CA das empresas quanto à independência?
- f. Qual a relação de proporcionalidade entre administradores executivos e os não executivos?
- g. Como as empresas interpretam o conceito de independência através da incorporação de administradores independentes no CA?

Fundamentado neste pensamento, Healy & Palepu (2001) conjecturam um cenário partindo do pressuposto de que investidores e empreendedores são racionais e valorizam os investimentos segundo as informações que estão ao seu alcance, no qual 50% das ideias de negócio são “boas” e 50% são “más”. Perante este cenário, os investidores, não conseguindo distinguir as “boas” das “más” ideias de negócio, irão valorizar ambas a um nível intermédio, e, portanto, o mercado irá, racionalmente, subvalorizar as “boas” ideias e sobrevalorizar as “más” consoante as informações disponíveis para os investidores;

- ii. Risco moral: de acordo com Hölmstrom (1979), caracteriza-se pela probabilidade de ocorrência de determinada consequência no momento em que os agentes estão expostos a certos níveis de risco. Por outras palavras, ocorre a partir do momento em que a totalidade ou parte dos comportamentos do agente não podem ser observáveis pelo principal (Steinle et al., 2014; Thomsen & Conyon, 2012). Os autores exemplificam esta situação com os incentivos dados aos gestores, através de *stock options*, com o objetivo de alinhar os interesses dos acionistas com a motivação pela obtenção de resultados por parte dos agentes.

Uma equipa de gestão tem, por norma, mais informação ao seu dispor do que os acionistas, pelo que tentar reduzir esta lacuna de informação revela-se um desafio (Wang et al., 2020). Não obstante, uma das abordagens que parece colmatar este problema é a

implementação de um sistema de Corporate Governance numa perspetiva de responsabilidade social corporativa (RSC) eficaz, no sentido em que apresenta uma correlação negativa com a assimetria de informação, ou seja, quanto melhor o desempenho em matéria de RSC, menor será o problema da assimetria de informação (Cormier et al., 2010).

Por outro lado, Healy & Palepu (2001) defendem que a divulgação de informação é fundamental para manter a transparência. Para manter o equilíbrio informacional é essencial, não só a divulgação de relatórios financeiros, tais como as demonstrações dos resultados, balanços ou análises da administração, como também todos os meios intermediários de informação, como, por exemplo, apresentações, conferências, comunicados à imprensa, análises e debates por parte de especialistas do setor e imprensa especializada. A estes se podem incluir as agências de notação financeira ou de rating (Healy & Palepu, 2001).

Ainda assim, o problema ocorre quando gestores ou administradores conseguem iludir ou enganar os detentores de capital, colocando em causa o seu profissionalismo (Wang et al., 2020). Segundo o autor, a assimetria de informação está, por vezes, diretamente associada a escândalos financeiros, tendo como exemplo recente o escândalo associado à Wirecard (uma fintech sediada na Alemanha), que após uma auditoria realizada em junho de 2020, constatou-se o desaparecimento de cerca de dois mil milhões de dólares do balanço patrimonial (Davies, 2020).

2.1.2. Teoria da Agência

O estudo desenvolvido por Jensen & Meckling (1976) documenta comportamentos de agência quando as decisões tomadas pelos gestores visam exclusivamente o seu bem-estar,

ignorando os interesses dos proprietários do negócio. Os autores definem que a interação entre a relação de agência e os custos de agência leva os executivos a condutas, interesses ou motivações conflitantes/divergentes com as dos acionistas. Para Oliveira (2015), o trabalho de investigação destes autores contribuiu para a definição do termo de Governo das Sociedades, na medida em que este passou a ser visto como um conjunto de mecanismos (internos e externos) de incentivo e controlo, com o intuito de minimizar os custos de agência entre os proprietários e a administração (García Lara et al., 2009).

No cerne desta conduta, considerada oportunista, encontra-se o sentimento de poder, prestígio e tentativas de construção de impérios privados por parte dos gestores (Jensen, 1986), mesmo que determinadas ações baseadas nessas índoles possam ter como consequência a diminuição da riqueza dos acionistas (Lubatkin et al., 2007).

Na prática, os gestores adquirem incentivos para manipular resultados contabilísticos, quer para enganar os utilizadores da informação contabilística sobre o desempenho económico-financeiro da empresa, quer para obter benefícios pessoais, menosprezando os interesses dos acionistas (Beneish, 2001; Pham et al., 2019). Assim sendo, para evitar este conflito de interesses, é fundamental a criação de mecanismos que incentivem a convergência e alinhamento de interesses e objetivos (Oliveira, 2015).

A problemática da teoria da agência (Dalton et al., 1998; Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997) ajuda ainda a compreender os fundamentos basilares do Governo das Sociedades por duas razões (Daily et al., 2003): (i) trata-se de uma teoria relativamente simples, na qual grande parte das empresas está reduzida a dois participantes, gestores e acionistas, e os interesses de cada um são

assumidos como claros e consistentes; por outro lado, (ii) a noção de que o ser humano se comporta e age conforme os seus próprios interesses, em detrimento dos interesses de outros, é antiga e geralmente reconhecida pela comunidade científica.

Na prática, “...os conflitos de interesse mais usuais resultam da obtenção de benefícios não pecuniários pelos administradores executivos, muitas vezes contraditórios com a política esperada de maximização de rendimentos dos accionistas” (Oliveira, 2015, p. 292).

Neste sentido, Thomsen & Conyon (2012) indicam seis pressupostos que estão na origem dos problemas de agência: (i) separação entre propriedade (acionistas) e controlo (gestores); (ii) interesses divergentes entre principal e agente; (iii) racionalidade (“ambos são racionais, mas por vezes a racionalidade reforça os seus próprios interesses” (Monteiro, 2019, p. 26)); (iv) informação assimétrica (normalmente o agente dispõe de mais informação do que o principal); (v) aversão ao risco (a presença de agentes avessos ao risco poderá originar o problema de *free rider* (Booth, 1985), na medida em que o agente transfere todo o risco para o principal); (vi) incerteza (os comportamentos dos agentes não são a única causa de assimetrias de informação, porque se verifica a existência de fatores não controláveis pelos mercados).

É no sentido de colmatar estes comportamentos de agência que Oliveira (2015) defende que têm sido utilizados diversos mecanismos cujo objetivo é atenuar os conflitos entre principal e agente que surgem aquando da separação entre propriedade e controlo, como, por exemplo: a criação de comissões de auditoria e controlo que suportam as decisões tomadas pelo CA; a indexação da remuneração dos administradores executivos à riqueza criada pelos *shareholders*, procedente tanto dos resultados contabilísticos como da

performance da empresa no mercado de capitais; e a presença de auditores externos que asseguram a credibilidade da informação financeira concebida pelos administradores executivos.

2.2. Mecanismos de Governo das Sociedades

A expansão dos mercados de capitais desde a última década do século XX, o aumento do número de empresas cotadas e a globalização dos investidores aumentaram a necessidade de mecanismos de bom governo corporativo (Cuervo, 2002). Para o autor, a questão fundamental que se deve colocar será perceber quais os mecanismos de Governo das Sociedades que permitem resolver ou atenuar o problema decorrente da separação entre propriedade e controlo e, sobretudo, quais os que facilitam a tomada de decisões eficientes que otimizam o valor da empresa.

A literatura financeira tradicional tem apontado vários mecanismos que ajudam a solucionar vários problemas de Governo das Sociedades (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Turnbull, 1997): em primeiro lugar é possível categorizar os mecanismos internos à empresa, tais como a composição do CA, a remuneração dos executivos, a dispersão dos *shareholders*, o tipo de acionistas dominantes (Zattoni & Judge, 2012) ou a estrutura de capital (Jensen, 1986) e; em segundo lugar, os mecanismos externos à empresa, como, por exemplo, o mercado de controlo empresarial, o Estado e outras instituições financeiras externas que monitorizam e controlam as práticas de Governo das Sociedades (Cuervo, 2002). Babatunde & Olaniran (2009) consideram, adstritos aos mecanismos externos, os sistemas legais, as normas de contabilidade e auditoria, os requisitos de admissão aos mercados de capitais e a legislação laboral.

De acordo com Zattoni & Judge (2012), os mecanismos internos têm como objetivo

prevenir ou resolver comportamentos de agência entre principal e agente. Babatunde & Olaniran (2009), ainda nesta linha de pensamento, reforçam que estes mecanismos têm como finalidade controlar e equilibrar os poderes e comportamentos entre gestores, acionistas e *stakeholders*.

No que concerne aos mecanismos externos, Babatunde & Olaniran (2009) defendem que, através de leis e obrigações formais, o objetivo é garantir que as empresas adotem determinados padrões de responsabilidade, integridade e transparência. Ainda assim, a utilização destes mecanismos depende do sistema de *Corporate Governance* que prevalece em determinado país, isto é, se este é orientado para o mercado ou para os grandes acionistas (Cuervo, 2002). Este autor refere ainda que os sistemas orientados para o mercado tendem a depender mais da remuneração dos gestores e do mercado de controlo empresarial por forma a resolver problemas de governação empresarial, enquanto, por outro lado, os sistemas orientados para os grandes acionistas tendem a basear-se nestes para alinhar o comportamento dos gestores. Apesar de tudo, ambos os sistemas mostram debilidades e limitações na eficiência dos mecanismos utilizados para resolver lacunas no Governo das Sociedades (Cuervo, 2002).

2.2.1. Conselho de Administração: importância e funções

O CA é um importante mecanismo de Governo das Sociedades, sendo responsável, não só pela liderança e direção de uma organização empresarial, como também pela proteção dos interesses de todos os *stakeholders* (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Convém realçar que, uma das funções mais importantes do CA é a criação de incentivos que permitem o alinhamento de interesses entre administradores executivos e acionistas (Oliveira, 2015).

Considerando as características do CA, são necessárias práticas eficazes de Governo das Sociedades, com o objetivo de reduzir a assimetria de informação, controlar o oportunismo dos *insiders* e mitigar os incentivos da gestão no sentido de manipular os resultados reportados (Chen et al., 2015; Chi et al., 2015; Khalil & Ozkan, 2016; Pham et al., 2019). Por outras palavras, o CA é essencial para o Governo das Sociedades na medida em que permite mitigar os problemas de agência entre principais e agentes (Fama & Jensen, 1983; Orazalin, 2019).

Ainda nesta perspetiva, tendo em consideração a função de controlo do CA fundamentada na teoria da agência, esta desempenha um papel crucial na atenuação dos problemas de agência, bem como no controlo das decisões dos gestores, com o intuito de proteger os interesses dos *shareholders* e assegurar uma informação financeira de qualidade, isto é, aquela que espelha o verdadeiro desempenho da empresa (Fama & Jensen, 1983; García Lara et al., 2017).

No que concerne às funções, sendo o CA um elemento chave no domínio do Governo das Sociedades, ele caracteriza-se como o órgão responsável pela supervisão e validação das decisões empresariais mais importantes (Fama, 1980). A par disto, é responsável por despedir, contratar, monitorizar e compensar os gestores, idealizar e traçar estratégias alinhadas com os objetivos previamente delineados com os acionistas (Baysinger & Butler, 1985).

Quanto às imposições legais, de acordo com Monteiro (2019), as sociedades que se encontrem cotadas publicamente são obrigadas a possuir um regulamento interno, no qual se deve descrever as funções e responsabilidades que dizem respeito ao CA.

Em Portugal, a CMVM (2013) esclarece que o CA deve definir a estratégia e políticas gerais da

sociedade, delinear uma estrutura empresarial e assumir decisões estratégicas, dado que estas, normalmente, exigem montantes, riscos e características peculiares.

Sob uma perspetiva institucional, a OCDE, através da publicação dos “Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE”, define que: “juntamente com a orientação da estratégia corporativa, o CA é o principal responsável por monitorizar o desempenho de gestão e entregar um retorno adequado aos acionistas, evitando conflitos de interesses e equilibrando as exigências antagónicas no seio da empresa” (OECD, 2016).

Segundo o mesmo documento, destacam-se oito funções chave do CA (OECD, 2016): (i) rever e orientar a estratégia da empresa, bem como os principais planos de ação, políticas e procedimentos de gestão de risco, orçamentos anuais e planos de negócios, fixar objetivos, monitorizar a implementação e desempenho de grandes investimentos, aquisições e desinvestimentos; (ii) supervisionar a eficácia das práticas de Governo das Sociedades e implementar, se necessário, alterações; (iii) alinhar a remuneração dos administradores executivos e do CA com os interesses de longo prazo da sociedade e estrutura acionista; (iv) recrutar, compensar, monitorizar e, se necessário, substituir os administradores executivos, supervisionando o planeamento da sucessão; (v) garantir um processo formal e transparente de nomeação e eleição dos membros que compõem o CA; (vi) assegurar a integridade dos sistemas contabilísticos e de divulgação da informação financeira, a auditoria independente, a implementação de sistemas de controlo adequados (gestão de risco, controlo financeiro e operacional); (vii) fiscalizar e gerir potenciais conflitos de interesses entre a equipa de gestão e membros do CA; (viii) monitorizar o processo de divulgação de informação e comunicação.

2.2.2. Diversidade do Conselho de Administração

A problemática da diversidade tem-se tornado um tema de debate com relativo destaque no âmbito do estudo do Governo das Sociedades (Monteiro, 2019). Isto ocorre porque as visões culturais, políticas e da sociedade em geral que envolvem os membros do CA das empresas estão a despoletar gradualmente mais interesse na diversidade dos CA (Carter et al., 2010). Para além disto, segundo os autores, o desejo global de uma melhor governação empresarial tem sido um fator determinante na medida em que se tem exercido pressão pela referida diversificação.

São vários os estudos que têm dado destaque à relação entre os mecanismos internos de Governo das Sociedades e a diversidade, seja ela étnica ou cultural, etária, educacional, de género, de independência ou de experiências e vivências (Frijns et al., 2016). Para Kang et al. (2007), a diversidade do CA pode ser definida como a variedade na composição do CA e pode ser analisada através de duas formas: a diversidade observável e a não observável. A primeira inclui a diversidade de raça, etnia, nacionalidade, género e idade, enquanto a segunda (diversidade não observável) compreende a educação, experiência, competências funcionais e ocupacionais e posição hierárquica (Kang et al., 2007).

O género é, sem dúvida, a questão mais debatida em matéria de diversidade, não só no que respeita à diversidade do CA, como também noutras áreas, nomeadamente a política (Kang et al., 2007). Estes autores exemplificam a sua linha de pensamento com o facto de haver, nos últimos anos, um sistema de quotas concebido para aumentar a representação das mulheres nos governos. Esta questão é particularmente oportuna nos

CA das empresas, dado o movimento atual na Europa no sentido de aumentar o número de mulheres nos CA¹ (Kang et al., 2007).

Relativamente à idade dos membros do conselho de administração, Kang et al. (2007) argumentam que a maioria dos CA das empresas são compostos por indivíduos bem educados, maduros (no sentido em que acumulam uma vasta experiência profissional) e situam-se na meia-idade. Os autores complementam que, tradicionalmente, a maioria dos CA têm sido, ao longo dos anos, compostos por membros entre a meia-idade e a reforma, já que acumulam funções noutras empresas. Não obstante, esta perceção tem-se vindo gradualmente a transformar, havendo uma promoção ativa da diversidade etária com o intuito de encorajar as diferentes perspetivas dos diferentes grupos e faixas etárias a fazer parte integrante do planeamento da sucessão (Kang et al., 2007). De acordo com estes autores, a amplitude de idades nos CA permite uma combinação ótima entre três faixas etárias, na qual: os membros com idade superior transmitem sabedoria, experiência e, normalmente, mais recursos económicos; o grupo etário com idade média detém os principais cargos de responsabilidade; enquanto o grupo mais jovem acrescenta valor através da energia, do dinamismo e da ambição para obter o sucesso.

No relatório de Barrett (2017), aplicado a empresas norte-americanas cotadas no índice S&P 500² no ano de 2017, a autora constatou que a idade média dos membros de todos os CA que cotizam neste índice bolsista é de 62,4 anos. Verificou-se que menos de 25% das empresas tinham uma idade média do CA menor que 60,6 anos, e 25% das empresas tinham uma média de idades superior a 64,4 anos. Deste relatório concluiu-se também que,

¹ Um exemplo deste movimento ocorreu em 2002 na Noruega, onde se ameaçou exigir a presença de 40% de membros femininos nos CA.

² É a abreviação de *Standard and Poor's 500*. Trata-se de um índice bolsista composto pelos quinhentos ativos cotados com mais representação nas bolsas de valores (NYSE ou NASDAQ).

em geral, a diversidade de idades no CA não varia significativamente em função da dimensão da empresa ou do setor. As empresas de tecnologias de informação são aquelas que apresentam uma média de idades mais jovem (61,3 anos), embora esta seja apenas cerca de um ano inferior à mediana de todas as empresas do S&P 500. Por outro lado, as empresas do setor mobiliário apresentam uma mediana de idades acima da mediana do índice, por cerca de um ano (Barrett, 2017). Paralelamente, foi possível observar que as empresas de tecnologias de informação apresentam os quadros corporativos com maior diversidade etária (com um desvio padrão de 8,1 anos), enquanto as empresas do setor das *utilities* têm menor diversidade de idades (desvio padrão de 6,1 anos).

O relatório desenvolvido pela *Deloitte Touche Tohmatsu Limited*³ em 2018, alicerçado em 8648 empresas de 49 países, e, associando estes dados à compilação de informação armazenada pela empresa, acumula informação de 66 países e estuda os esforços realizados por parte das empresas em promover a diversidade no CA. Os resultados mostram que, sob uma perspetiva global, a média de idades dos membros femininos do CA é de 57 anos, enquanto a dos membros masculinos é de 60,9 anos. Quando se comparam estes resultados com as médias de idades dos membros com funções de presidentes do conselho de administração⁴, constata-se que os membros femininos apresentam uma média de 59,4 anos e os masculinos de 63,1 anos (Deloitte, 2018). Apesar de existirem poucas evidências empíricas que demonstrem que a diversidade etária resulta numa melhor *performance* empresarial, este tópico continua a ser um dos

mais importantes no que diz respeito à diversidade do CA (Kang et al., 2007).

Neste sentido, os estudos nesta matéria têm-se intensificado, prevalecendo o argumento de que a diversidade na idade dos membros do CA pode ter como consequência a introdução de perspetivas do negócio diferentes, podendo, no longo prazo, melhorar não só o desempenho e os resultados, como também a reputação da empresa (Huse & Rindova, 2001). Este argumento é suportado pela investigação de Ferrero-Ferrero et al., (2015), a qual foi aplicada a 205 empresas europeias cotadas e cujos resultados revelam que a diversidade etária tem um impacto positivo no desempenho das empresas.

No que concerne à diversidade cultural/étnica, Frijns et al. (2016) defendem que a pertinência de centros corporativos diversificados dá-se quando a integração de membros culturalmente diferentes é capaz de promover a partilha de conhecimentos e experiências, sendo estas essenciais para se tomar decisões acertadas. Segundo os autores, esta situação é mais comum em grupos empresariais não-familiares pelo facto de serem detidos por empresas estrangeiras. Tais empresas, dispondo já de uma estrutura acionista heterogénea culturalmente, consideram relevante a inclusão de membros que, para além de representar os seus interesses, sejam, também eles, culturalmente distintos dos restantes (Frijns et al., 2016). Ainda assim, segundo os autores, a diversidade cultural poderá criar um impacto negativo nas empresas caso a complexidade da estrutura organizacional, do mercado ou do setor seja elevada.

Raheja (2005) aponta as principais vantagens de CA culturalmente diversificados: enquanto, por um lado, os administradores internos

³ Presente em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-risk-women-in-the-boardroom-sixth-edition.pdf>.

⁴ A função de presidente do conselho de administração é habitualmente designada em linguagem anglo-saxónica por *Chairman of the Board of Directors*.

executivos (*insiders*) estão melhor informados sobre a qualidade dos projetos de investimento da empresa, por outro, os *outsiders* (administradores externos/estrangeiros não executivos) podem recorrer à sua experiência em empresas internacionais para motivar os *insiders* a disponibilizar a informação de uma forma mais transparente e ajudar o conselho a implementar projetos de maior valor.

Desta forma, a estrutura ótima de um CA deve ser determinada pelo compromisso em maximizar o incentivo para os *insiders* revelarem a sua informação privada, de forma eficiente, e minimizar os custos de coordenação entre os *outsiders*, com o objetivo final de criar valor para a empresa decorrente de decisões estratégicas e informadas sobre uma perspectiva de sustentabilidade de resultados (Raheja, 2005).

No estudo de Monteiro (2019), o número de administradores estrangeiros representava 18,3% do total de administradores das empresas do PSI-20 em 2017, sendo que 13,3% correspondia a modelos de negócio não-familiar, contrastando com 5% de negócio familiar. Por outro lado, as empresas com modelos familiares apresentavam um maior número de membros portugueses (38,8%).

Na prática, e de acordo com o Inquérito Anual de Administradores de Empresas desenvolvido no mercado bolsista dos EUA em 2020 pela multinacional *PricewaterhouseCoopers*⁵ (PwC), apenas 34% das empresas cotadas no S&P 500 consideram que a diversidade cultural ou ética é importante no seio do CA (PwC, 2020).

Apesar do tópico da diversidade, um outro aspeto que tem vindo a ser alvo de estudos no sentido de perceber o seu impacto no desempenho das empresas é a estrutura dos conselhos de administração (Oliveira, 2015).

Nesta linha de pensamento, Lehn et al. (2009) argumentam que o CA deve ser constituído em função da dimensão da empresa, assim como das suas oportunidades de crescimento, não devendo fixar-se qualquer dimensão em concreto. Desta forma, o CA deve dispor de uma composição ajustada e adequada para facilitar a tomada de decisões e reduzir custos de funcionamento, preservando a diversidade de critério e ajustando-se às necessidades organizacionais (Oliveira, 2015). Todavia, apesar da existência de restrições que impõem custos elevados para as empresas, nas quais é valorizada uma atempada tomada de decisão e a presença de elevado conhecimento científico, existe, por outro lado, quem defenda que os conselhos deveriam compreender um número mínimo de administradores, subestimando-se, neste caso, os custos que tais conselhos teriam sobre as empresas com oportunidades de crescimento, assimetrias de informação e maior necessidade de eficiência (Oliveira, 2015).

À luz do Código de Governo das Sociedades promulgado pelo IPCG⁶ em 2018 e revisto em 2020, na deliberação do número de administradores executivos, “devem ser ponderados, além dos custos e da desejável agilidade de funcionamento da administração executiva, a dimensão da empresa, a complexidade da sua atividade e a sua dispersão geográfica” (IPCG, 2018). No que concerne ao número de membros não executivos do órgão de administração, o mesmo código recomenda que este deve ser adequado à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à atividade da sociedade, mas suficiente para garantir com eficiência as funções que lhes estão incumbidas, devendo constar do relatório de

⁵ Presente em: <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/assets/pwc-2020-annual-corporate-directors-survey.pdf>

⁶ Este documento tem como objetivo promover as boas práticas de governo societário, correspondendo ao apelo, não só de empresas nacionais como também de uma vasta comunidade de interessados nas matérias de Governo das Sociedades.

governo a formulação deste juízo de adequação (IPCG, 2018).

Não obstante, o número de administradores é uma característica relevante que deve estar relacionada com a atividade de monitorização e controlo do CA (Andres et al., 2005). Enquanto a capacidade do conselho para monitorizar pode aumentar à medida que se aumenta o número de administradores, os benefícios decorrentes desta decisão podem ser contrastados pelos custos em termos de comunicação deficiente e tomada de decisões associadas a grupos maiores (Jensen, 1993; Lipton & Lorsch, 1992).

As evidências empíricas suportam esta última afirmação, demonstrando uma relação inversa e negativa entre o valor da empresa e a dimensão do conselho de administração (Andres et al., 2005; Eisenberg et al., 1998; Yermack, 1996). Yermack (1996) apresenta provas de que CA mais pequenos são mais eficazes, conseguindo as empresas atingir um maior valor de mercado. Para além disto, os mercados de capitais reagem positivamente aos anúncios de redução do número de membros do CA, enquanto as decisões de aumento do conselho impactam negativamente o valor da empresa (Andres et al., 2005). No entanto, não se trata de uma reação linear. Segundo o autor supramencionado, quanto maior for o conselho, menor será o efeito negativo de um administrador adicional, o que faz com que as empresas mais afetadas por este problema sejam as pequenas e médias empresas, enquanto as grandes empresas, apesar do seu efeito negativo, não sofrem as consequências na mesma dimensão.

Segundo Oliveira (2015), também a independência do CA se apresenta como um elemento fundamental para garantir a objetividade das decisões. Neste sentido, Mayor (1999) destaca três aspetos: (i)

incorporação de administradores independentes; (ii) participação maioritária ou exclusiva de administradores independentes em comissões específicas; (iii) separação da figura do presidente do CA e da comissão executiva.

Merino Madrid et al., (2009)⁷ especificam que uma das principais causas de ineficiência do CA relaciona-se, precisamente, com o cumprimento da função de supervisão, dado que, frequentemente, não existe uma relação de proporcionalidade entre os administradores executivos e os não executivos, subsistindo uma escassa representatividade dos independentes. É dentro deste contexto que o Código de Governo das Sociedades do IPCG recomenda que, em todo o caso, o número de administradores não executivos deve ser sempre superior ao de administradores executivos (IPCG, 2018).

O referido código, em matéria de independência, acrescenta que: “cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência” (IPCG, 2018, p. 20). Para efeitos desta recomendação, considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude do predisposto na Recomendação III.4 daquele código.

Desta forma, existe a convicção de que os administradores independentes melhoram a objetividade das atuações no seio do CA, garantindo a proteção dos interesses dos acionistas e dos administradores (Oliveira, 2015). Destacando a importância da presença de administradores independentes no CA, a

⁷ Citado por Oliveira (2015).

Confederação Europeia das Associações de Administradores (EcoDa)⁸ considera que alcançar o equilíbrio certo entre os administradores independentes é crucial para o bom funcionamento do CA. Assim, o envolvimento destes administradores (independentes) representa um passo decisivo na evolução da governação (EcoDa, 2010). Os Princípios da EcoDa defendem que os administradores independentes proporcionam uma perspetiva equilibrada para o CA ao analisarem os assuntos de forma mais objetiva.

De acordo com o relatório divulgado pela Deloitte (2018), a percentagem de mulheres administradoras independentes não executivas numa amostra de 139 empresas espanholas cotadas, incluindo as que cotizam no IBEX 35⁹, foi de 28,2%, o que representa um aumento de 3,4% em relação ao ano de 2016 para as mesmas empresas. Por outro lado, segundo um estudo da *Spencer Stuart Board Index*¹⁰ efetuado em 2015 às empresas cotadas no S&P 500, os CA eram compostos por uma média de 9 membros independentes.

O facto do presidente do CA estar diretamente ligado à gestão da empresa, acumulando concomitantemente a função de presidente da comissão executiva, sendo este fenómeno conhecido por “dualidade do CEO”¹¹, constitui um tópico de investigação importante há mais de vinte anos (Krause et al., 2013). Para os autores, a ambiguidade de evidências sobre esta problemática ao nível do impacto sobre o desempenho levanta questões relativamente às vantagens e desvantagens do presidente do CA desempenhar funções executivas, salientando que: (i) por um lado, e de acordo com a teoria da agência, a dualidade do CEO é prejudicial para o desempenho da sociedade porque compromete a monitorização e controlo do CEO, no entanto; (ii) segundo a teoria da

administração, esta dualidade pode ser benéfica para o desempenho no sentido em que a unidade de liderança provém de um só líder, evitando confusões e desentendimentos (Krause et al., 2013).

Apesar de tudo, e tendo em consideração as crescentes exigências por parte de *stockholders* e *stakeholders*, não é aconselhável que o presidente do CA acumule funções executivas, devendo este, em contrapartida, estar desligado da gestão da empresa (Palanissamy, 2015). Para este autor, a separação entre as duas funções proporciona um equilíbrio saudável, sobretudo em empresas de maior dimensão e complexidade. Desta forma, há espaço para o CEO se concentrar na gestão quotidiana do negócio, enquanto o presidente se debruça sobre a expansão das responsabilidades do CA (Palanissamy, 2015). O autor considera, assim, que o objetivo é assegurar a transparência e um fluxo de informação entre ambas as partes para uma tomada de decisão eficaz, tendo em consideração o interesse dos acionistas e demais *stakeholders*.

A dualidade do CEO pode ser eficaz durante um certo período de tempo, como uma crise financeira ou quando a empresa se encontra numa fase inicial, dado que se promove, desta forma, uma tomada de decisão célere (Krause et al., 2013). Contudo, à medida que uma empresa se desenvolve e a sua estrutura se torna mais complexa, não se promove a independência, transparência e equilíbrio de poder (Kim et al., 2009).

Para Palanissamy (2015), não existe, ainda assim, uma estrutura no CA certa ou errada, mas normalmente os detentores de capital e *stakeholders* estão mais predispostos a separar os papéis de presidente do CA e de CEO, com

⁸ Presente em: <https://ecgi.global/code/ecoda-corporate-governance-guidance-and-principles-unlisted-companies-europe>

⁹ É considerado o índice de referência da bolsa espanhola.

¹⁰ Presente em: <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/us-board-index>

¹¹ Abreviação para *Chief Executive Officer* ou, em português, Diretor(a) Executivo(a).

o propósito de promover a independência e transparência. O autor refere ainda que, embora a dualidade possa não ter qualquer ligação direta com o desempenho da empresa, o modelo de separação de funções promove um equilíbrio mais saudável com a governação empresarial global de uma organização.

Em 2015, o estudo da *Spencer Stuart Board Index* demonstrou que 50% das empresas americanas cotadas em bolsa apresentavam uma dualidade de funções do CEO/*Chairman*, enquanto as restantes 50% separam essas funções por dois membros distintos (Block & Gerstner, 2016). No contexto português, em 2017, 55,6% das empresas do PSI-20 optaram por separar as funções de presidência do CA e da comissão executiva (Monteiro, 2019).

Sob o ponto de vista geral destacam-se algumas vantagens de um CA heterogéneo: (i) maior fonte de opiniões, permitindo mitigar o problema de conformidade de ideias resultante de CA homogéneos; (ii) menores conflitos de interesses; e (iii) maior qualidade de debate nas reuniões através da influência na tomada de decisão canalizada por diferentes perspetivas de gestão (Carter et al., 2010; Thomsen & Conyon, 2012). Como desvantagem destaca-se a maior dificuldade de coordenação, níveis de confiança intragrupo mais baixos e processos de comunicação mais lentos e, possivelmente, confusos (Anderson et al., 2011).

No que diz respeito à composição e funcionamento dos órgãos da sociedade em geral, o Código de Governo das Sociedades publicado pelo IPCG, em matéria de diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade, declara como princípio que: “as sociedades asseguram a diversidade na composição dos respetivos órgãos de governo e a adoção de critérios de mérito individual nos respetivos processos de designação, os quais

são da exclusiva competência dos acionistas” (IPCG, 2018, p. 12). O mesmo recomenda que: “as sociedades devem estabelecer critérios e requisitos relativos ao perfil de novos membros dos órgãos societários adequados à função a desempenhar, sendo que, além de atributos individuais (como competência, independência, integridade, disponibilidade e experiência), esses perfis devem considerar requisitos de diversidade, dando particular atenção ao do género, que possam contribuir para a melhoria do desempenho do órgão e para o equilíbrio na respetiva composição” (IPCG, 2018, p. 12).

Nos EUA, a legislação é mais rigorosa, pelo que a SEC¹² obriga a que as empresas disponibilizem e tornem público a forma como encaram e consideram a diversidade no processo de nomeação dos administradores e membros do CA (Thomsen & Conyon, 2012).

2.2.3. Evidências empíricas das vantagens da diversidade de género no Conselho de Administração

A diversidade de género, particularmente a presença e o papel da Mulher nos CA, está a conquistar cada vez mais atenção por parte de governos, reguladores de mercado, investidores, empresas, académicos/investigadores e do público em geral (Wahid, 2018).

Quanto às diferenças comportamentais entre o género masculino e feminino, Croson & Buchan (1998) argumentam que as mulheres são mais honestas e colaborativas que os homens, podendo melhorar a dinâmica do CA. Além disso, o género feminino é menos competitivo (Niederle & Vesterlund, 2007) e mais avesso ao risco na tomada de decisão, evitando, desta forma, excessos de confiança (Barber & Odean, 2001).

¹² *Securities and Exchange Commission* é uma agência federal independente de regulamentação dos mercados financeiros dos EUA.

Diversos estudos apresentam evidências de como a diversidade de género no CA pode melhorar a transparência da informação financeira (Orazalin, 2019). Algumas investigações concluem que a nomeação de membros do género feminino no CA melhora o funcionamento, independência, eficiência e atividades de controlo (Fan et al., 2019; Zalata et al., 2018).

Ammer & Ahmad-Zaluki (2017) apresentam evidências de que a presença de mulheres no CA contribui para o avanço dos mecanismos de Governo das Sociedades que, por sua vez, melhoram as práticas de relato. Por outro lado, as mulheres parecem ter mais sensibilidade e uma melhor compreensão do comportamento e das necessidades dos consumidores, assim como das oportunidades que as empresas têm de aproveitar para satisfazer tais necessidades (Kang et al., 2007).

Kang et al. (2007), fazendo referência a um estudo da *Michigan Business School*, o qual analisou o preço das ações e o crescimento dos ganhos (valor de mercado) na sequência de ofertas públicas iniciais, verificou que, quando as empresas dispunham de executivos do sexo feminino, os IPO¹³ tinham mais sucesso nestes dois parâmetros. Poder-se-á, então, dizer que a presença das mulheres na gestão de topo de uma empresa poderá resultar em maiores ganhos e riqueza para os acionistas (Kang et al., 2007). Desta forma, estes autores concluem que, de facto, existem provas de que as mulheres no CA podem aumentar o valor de uma empresa.

Sob outro ponto de vista, outros estudos comprovam que as mulheres são mais éticas do que os homens no seu comportamento, capacidade de controlo e julgamento profissional (Fan et al., 2019). Por isto, é

provável que denunciem práticas fraudulentas (Capezio & Mavisakalyan, 2016) e evitem más condutas profissionais (Wahid, 2018), melhorando, em última instância, a qualidade dos relatórios financeiros (Ginesti et al., 2018).

Contrariamente, outros estudos, como o de Carter et al. (2010), não encontram evidências estatisticamente significativas de uma relação positiva entre a presença feminina no CA e o desempenho financeiro das empresas.

2.2.4. Mulheres nos Conselhos de Administração: quadro legal em Portugal e uma perspetiva global

Ao nível do caso português, a Lei n.º 62/2017¹⁴ impõe, através do artigo 4.º, n.º 1 e artigo 5.º, n.º1, que os órgãos de administração e fiscalização das empresas cotadas em bolsa tenham uma representação feminina de 33,3% a partir da primeira assembleia geral eleita após 1 de janeiro de 2020. Anteriormente, esta imposição exigia, apenas, uma representação de 20% a contar desde a primeira assembleia geral eleita após 1 de janeiro de 2018.

De acordo com os resultados do relatório da Deloitte (2018), Portugal encontra-se em vigésimo terceiro lugar da lista de países com maior diversificação de género, contando com 16,9% de membros femininos nos CA. Estabelecendo uma análise horizontal, contacta-se que em 2016, 14,09% dos membros dos CA das empresas cotadas no PSI-20 eram mulheres (Deloitte, 2018), e em 2017 este indicador era de 15,5% (Monteiro, 2019).

Neste contexto, Pedro Mendes, atual *National Professional Practice Director e Audit Business Risk Leader* da *Deloitte* Portugal, declara que: “ao longo dos últimos anos, houve melhorias na representação feminina nos CA das empresas portuguesas. Os esforços

¹³ Abreviação para *Initial Public Offering* ou Oferta Pública Inicial em português. É o processo pelo qual as ações de uma empresa são colocadas, pela primeira vez, à disposição do público em geral numa bolsa de valores.

¹⁴ Presente em: <https://dre.pt/home/-/dre/107791612/details/maximized>

empreendidos pelo governo português estavam concentrados em alcançar uma maior diversidade de género na liderança do Estado e empresas cotadas até 2020. Prevejo uma evolução positiva no sentido do cumprimento da legislação no que se refere a quotas, e espero que as empresas expressem mais preocupação com a diversidade em posições de liderança” (Deloitte, 2018, p. 143).

A atual presidente do CA da *Deloitte Global*, Sharon Thorne, num comentário aos resultados deste relatório argumenta que, se a tendência global continuar a crescer apenas 1% por ano no que diz respeito à presença feminina nos CA, serão precisos mais de trinta anos para se atingir a igualdade ao nível mundial e, mesmo assim, é provável que esta se concentre nos poucos países que atualmente se esforçam para colmatar esta questão (Deloitte, 2018)¹⁵.

Através de um ponto de vista global, os resultados mostram que: (i) a nível mundial, as mulheres detêm 16,9% dos lugares do CA,

registando um aumento de 1,9% em relação a 2017; (ii) as mulheres ocupam 5,3% dos postos de presidência do CA; (iii) detêm 4,4% das funções de CEO; (iv) e dispõem de 12,7% das funções de CFO¹⁶. Mais especificamente, os resultados sugerem que a Europa concentra cinco dos seis países com mais diversidade de género no CA. A Noruega lidera este *ranking* contando com 41% de mulheres nos CA, seguindo-se a França com 37,2%, a Suécia com 33,3%, a Finlândia com 31,9%, a Nova Zelândia com 31,5% e, para fechar os primeiros seis países, a Bélgica com 30,5%.

Curiosamente, a Suécia, a Finlândia e a Nova Zelândia não implementam quotas legais de diversificação de género, optando, em alternativa, por incentivar programas de desenvolvimento da carreira das mulheres através de recomendações nos códigos de Governo das Sociedades. Do lado oposto encontra-se o Qatar, onde as mulheres detêm apenas 0,6% dos lugares nos CA (Figura 1 e Figura 2) (Deloitte, 2018).

¹⁵ Fonte: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/about-deloitte/press-releases/deloitte-global-latest-women-in-the-boardroom-report-highlights-slow-progress-for-gender-diversity.html>

¹⁶ Abreviação para *Chief Financial Officer* ou, em português, Diretor(a) Financeiro(a).

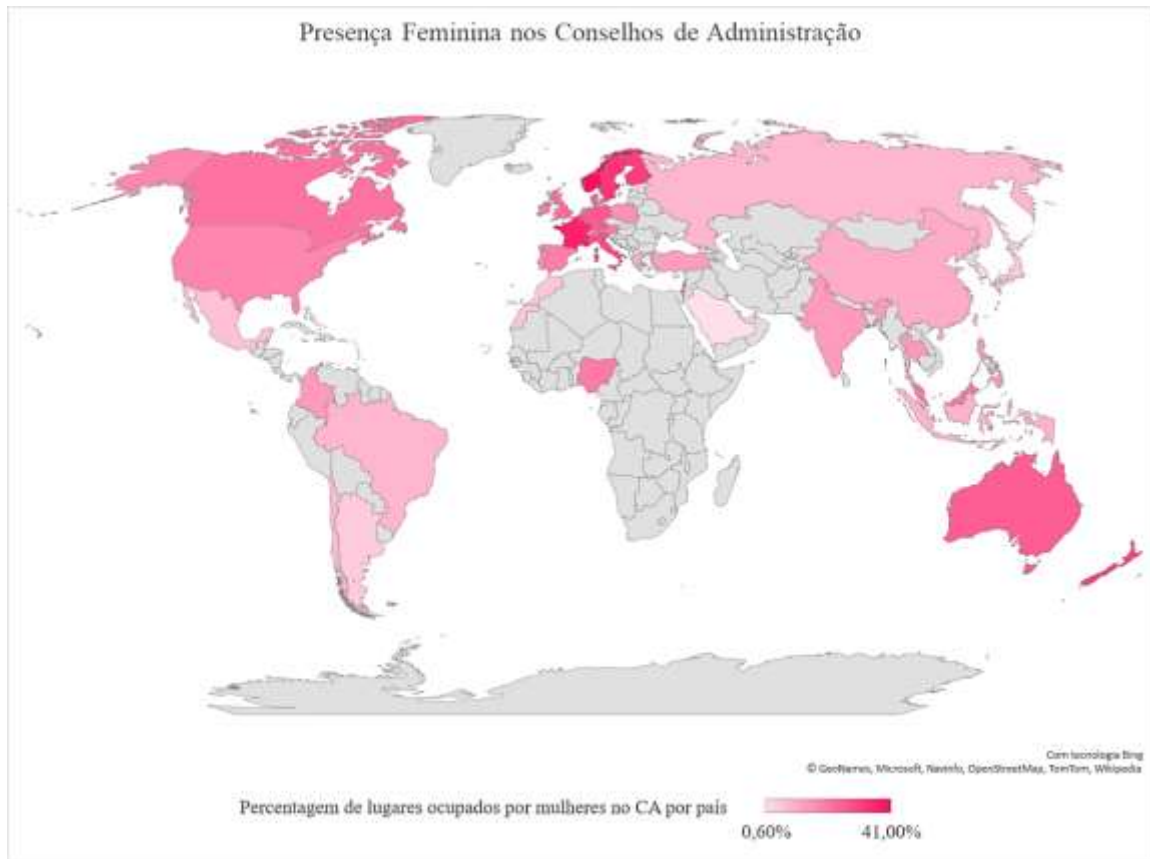


Figura 1 - Presença feminina nos conselhos de administração (distribuição geográfica global) **Fonte:** Adaptado do relatório Deloitte (2018)

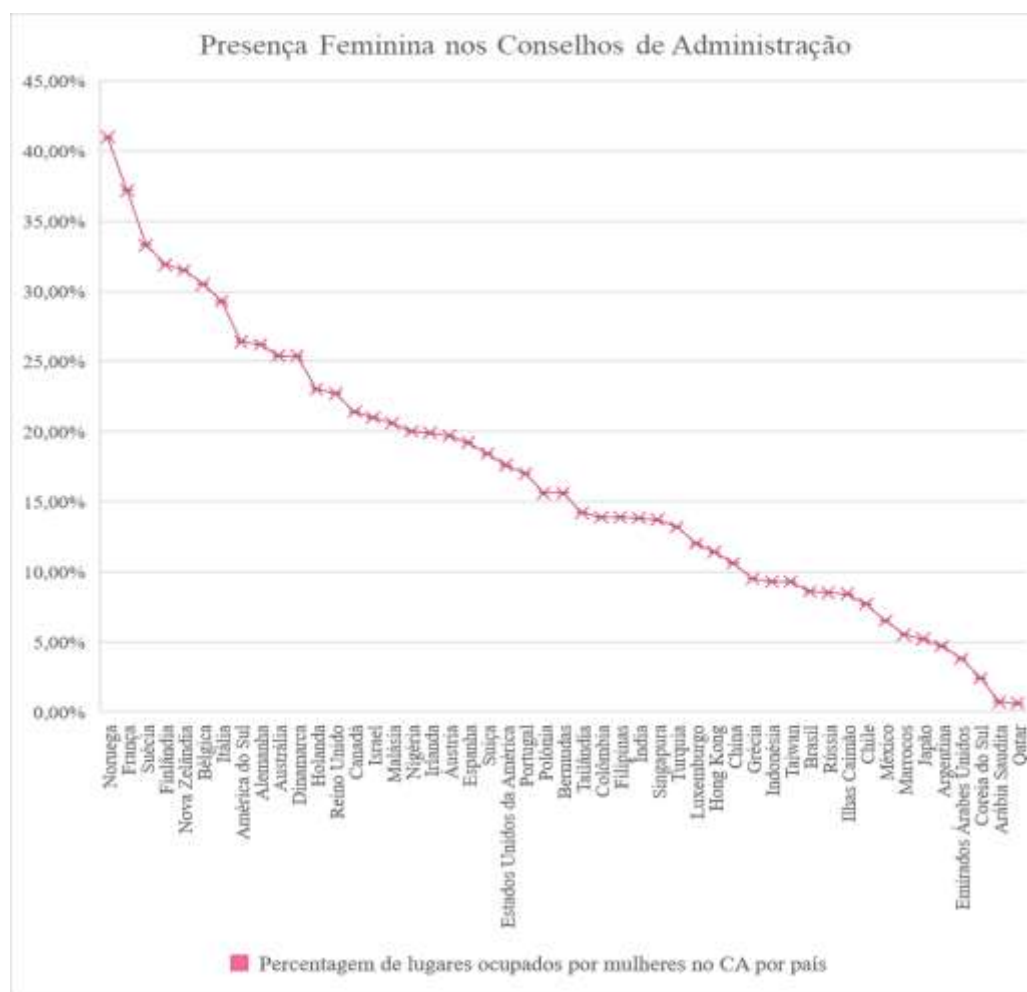


Figura 2 - Presença feminina nos conselhos de administração (por país). **Fonte:** Adaptado do relatório Deloitte (2018)

Em 2019, o relatório da *European Women on Boards*¹⁷ (EWOB) demonstrou que 33% dos membros dos CA das empresas que compõem o STOXX Europe 600¹⁸ são mulheres. Foi possível constatar que a Noruega ocupa um lugar de destaque, sendo este o país com maior índice de diversificação de género dos países aqui analisados (EWOB, 2019).

Recentemente, de acordo com o Inquérito Anual de Administradores de Empresas desenvolvido pela PwC, o qual se baseou em empresas cotadas dos EUA no ano de 2020, a representação de mulheres nos CA das empresas cotadas no S&P 500 aumentou

constantemente ao longo dos anos, passando de 16% em 2009 para 26% em 2019. Este relatório concluiu que esta percentagem, em 2020, diminuiu 2% em relação a 2019, ajustando para 24% o percentual da representação feminina nos CA. Embora esta mudança reflita a pressão consistente de acionistas institucionais no sentido de diversificar o CA, bem como legislações estatais que exigem que os CA de empresas cotadas tenham mulheres nos seus quadros, a sua percentagem é, ainda, apenas cerca de metade da sua representação na população (PwC, 2020).

¹⁷ Presente em: https://europeanwomenonboards.eu/wp-content/uploads/2019/11/EWoB-GDI-final-report_20200108-incl.-EU-disclaimer.pdf

¹⁸ Índice de referência que inclui grandes, médias e pequenas empresas de vários países da Europa.

3. Metodologia

3.1. Método e Recolha de Dados

Nesta secção apresenta-se a metodologia empregue, depois de percebido o enquadramento e problemática do tema e os objetivos e hipóteses de investigação. Este trabalho de investigação combina uma parte de investigação qualitativa com outra quantitativa, procedendo a uma análise de conteúdo dividida em duas fases: numa primeira fase, através de uma pesquisa documental, foram recolhidos dados qualitativos com base nos Relatórios e Contas das empresas selecionadas para o ano de 2019; numa segunda fase, os dados recolhidos foram objeto de tratamento estatístico, possibilitando a exposição de resultados gráficos e estatísticos. Este estudo descritivo possibilita a profundidade e flexibilidade da informação recolhida. Por outro lado, esta metodologia acarreta como principal limitação a ausência de correlações entre variáveis, embora não seja este o objetivo desta investigação.

Os dados analisados tiveram por base as informações disponibilizadas nos Relatórios e Contas para o ano de 2019, disponíveis no *site* da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), que, após serem criteriosamente analisadas, permitiram a prossecução do principal objetivo deste estudo de investigação. Os dados perscrutados dizem essencialmente respeito à composição do CA considerando o número total de membros, o número de membros do sexo masculino e feminino, as idades, a nacionalidade (utilizada como *proxy* para se avaliar a diversidade étnica/cultural), o número de administradores executivos, não executivos e independentes. Para além destes deu-se especial destaque ao papel da Mulher no CA, assim como à

separação da figura do presidente do conselho e da comissão executiva.

No que concerne ao tratamento de dados, foi essencial o recurso ao *Microsoft Excel* para, num primeiro momento, se organizar os dados e, posteriormente, para tratamento estatístico da informação e apresentação dos *outputs*.

3.2. Hipóteses de Investigação

Com base na revisão de literatura previamente apresentada, sobretudo nas evidências estatísticas demonstradas, é possível formular as seguintes hipóteses de investigação (H):

- H1)** As mulheres têm menos “assento”, isto é, estão em menor número nos CA;
- H2)** A tendência é crescente para a diversidade de género nos CA;
- H3)** A amplitude da diversidade etária é baixa, sendo possível situar os membros dos CA entre a meia-idade e a reforma;
- H4)** Existe maior heterogeneidade ética/cultural nas empresas não-familiares;
- H5)** A representatividade de administradores independentes é escassa;
- H6)** Existe uma relação de proporcionalidade adequada entre administradores executivos e não executivos;
- H7)** Existe um equilíbrio entre as empresas que separam as funções de *Chairman* e CEO e aquelas que não o fazem.

Tais hipóteses são suportadas pelo referencial teórico e, no caso de validadas, estar-se-á na condição de contribuir para o desenvolvimento teórico e empírico nesta área de estudo. A par disto, é exequível um paralelismo entre o contexto português e o internacional.

3.3. Descrição e Caracterização da Amostra

O presente estudo de investigação incide sobre as empresas cotadas no PSI-20 em 31 de dezembro de 2019. Tal segmentação deve-se à impossibilidade, quanto a restrições temporais, de analisar a totalidade das empresas da *Euronext* Lisboa. Assim sendo, constituiu-se uma amostra na qual a técnica de amostragem caracteriza-se como não aleatória e intencional, o que significa que os elementos foram selecionados de acordo com determinados critérios, resultando numa amostra adaptada ao estudo em questão. Estes critérios são, particularmente, informativos e relevantes, tendo em conta a: (i) acessibilidade e qualidade da informação disponibilizada por estas empresas, como, por exemplo, através dos relatórios de governo das sociedades; (ii) notoriedade que estas empresas têm no espectro empresarial a nível nacional, refletindo tal influência no mercado de capitais no qual estão cotadas; (iii) necessidade de dar continuidade ao estudo da diversidade do CA, focando o mercado de capitais português mais representativo, o PSI-20.

Posto isto, incorre-se no inconveniente de não ser possível generalizar os resultados obtidos com precisão estatística para além do grupo selecionado, o que não constitui verdadeiramente uma desvantagem pois, tendo em conta o tipo de estudo que se trata e a técnica de amostragem empregue, não é valorizada a representatividade. Por outro lado,

valoriza-se o aprofundamento do conteúdo de informação, neste caso a diversidade do CA, que vai para além das vantagens da aplicação de outras metodologias econométricas.

PSI-20

Criado em 31 de dezembro de 1992 a partir de um valor base de 3000 pontos de índice, o *Portuguese Stock Index* (PSI-20) representa não só o principal índice da *Euronext*¹⁹ Lisboa, como também o principal índice de referência desta “praça” financeira. De acordo com Ferreira & Oliveira (2016), o PSI-20 funciona como indicador de *benchmark* para outros produtos financeiros e apresenta uma dupla finalidade: (i) serve de indicador da evolução do mercado de capitais português e (ii) atua como base de negociação para contratos de futuros e opções.

Composto pelas ações das 20 (atualmente 17) empresas cotadas mais relevantes na *Euronext* Lisboa, e à semelhança de qualquer outra bolsa de valores internacional, o PSI-20 reflete a variação dos preços das ações destas empresas. Para além da relevância, as empresas que constituem este índice são aquelas mais líquidas relativamente à compra e venda de títulos/ações.

Uma empresa para poder aspirar a fazer parte da composição do índice, para além da obrigatoriedade de estar inserida na *Euronext* Lisboa, a sua sede principal deve estar situada em Portugal ou, no caso de este requisito não estar satisfeito, a empresa deverá possuir uma quota de volume de negócios na *Euronext* Lisboa (em comparação com outros mercados de capitais) nunca inferior a 66,7%.

Apesar das entradas e saídas de empresas ao longo da história, para integrar este índice é fundamental o cumprimento do requisito de

¹⁹ A *Euronext* Lisboa é também conhecida por Bolsa de Valores de Lisboa, anteriormente designada de Bolsa de Valores de

Lisboa e Porto (BVL), independentemente da sua primeira denominação ser Bolsa de Valores de Lisboa (BVL).

manter o valor referente à capitalização bolsista superior a 100M € (cem milhões de euros²⁰) e aquando da última revisão²¹ não existam uma décima nona e vigésima empresa a cumprir este critério. Para além destes, o valor do *free float*²² não pode ser inferior a 15%, o peso máximo que cada empresa pode ter na revisão anual é de 15% e as ações devem ter um *free float velocity*²³ de, no mínimo, 25%.

A entidade responsável pela gestão do PSI-20 é a *Euronext Indices B.V* e tem como funções zelar pelo cumprimento das regras de cálculo dos Índices PSI e atuar enquanto órgão consultivo na alteração e interpretação dos métodos de cálculo. Para além destas, esta entidade tem o poder de excluir ações do universo de seleção do PSI-20 que não tenham tido 20 sessões negociais antes da data de revisão, ações que não negociem no mercado

contínuo, ações preferenciais convertíveis e ainda produtos derivados de ações (Garção, 2010).

O facto do PSI-20 pertencer ao conglomerado dos principais índices do grupo *Pan-European Euronext*, a par de índices como BEL-20 (Bélgica), CAC-40 (França) e AEX (Holanda), possibilitou-lhe uma incorporação nos mercados de capitais internacionais, acarretando, com isso, um aumento de liquidez e, sobretudo, um aumento de exposição dos seus ativos. Isto fez com que o índice PSI-20, que antes era restrito ao mercado interno, passasse a ser um indicador de referência a nível internacional, não sendo, apesar de tudo, o mais relevante.

Em 31 de Dezembro de 2019, o PSI-20 era composto pelas seguintes empresas (Tabela 1):

Empresas	Setor de Atividade
Altri SGPS, SA	Industrial e de Transformação
BCP SA	Bancário/Financeiro
Corticeira Amorim SGPS, SA	Industrial e de Transformação
CTT Correios de Portugal SA	Logística e de Transporte
EDP SA	Energia
EDP Renováveis SA	Energia
Galp Energia SGPS, SA	Industrial e de Transformação
Ibersol SGPS, SA	Restauração
Jerónimo Martins SGPS, SA	Retalho Alimentar
Mota Engil SGPS, SA	Construção e Materiais
NOS SGPS, SA	Telecomunicações
Pharol SGPS, SA	Holding Gestora de Negócios Relacionados
Ramada SGPS, SA	Atividades de Consultoria para os Negócios e a Gestão
REN SGPS, SA	Energia
Semapa SGPS, SA	Industrial e de Transformação
Sonae SGPS SA	<i>Holding Gestora de Negócios Diversificados</i>
Sonae Capital SGPS, SA	<i>Holding Gestora de Negócios Diversificados</i>
The Navigator Company SA	Industrial e de Transformação

Tabela 1 - Composição do PSI-20 em 31 de dezembro de 2019. **Fonte:** Elaboração própria

²⁰ Apesar disso, na necessidade de cumprir o requisito de dimensão de 20 empresas, poderão ser incluídas empresas cuja capitalização bolsista dispersa seja inferior a 100M € (cem milhões de euros).

²¹ As datas em que são definidas entradas e saídas de ações do PSI-20 dizem respeito a março de cada ano. Na necessidade de

tornar este processo mais célere, realizam-se revisões trimestrais a partir desta data (Fonte: www.euronext.com).

²² Representado pela percentagem de ações disponíveis para negociação.

²³ Diz respeito à liquidez que resulta do quociente entre o número de ações negociadas e o número de ações dispersas no mercado.

Através de uma estatística descritiva baseada na amostra verifica-se que 27,78% das empresas pertencem ao setor industrial e de transformação, 16,67% ao setor da energia, 11,11% são *holdings* gestoras de negócios diversificados e 5,56% pertencem aos restantes setores (bancário/financeiro, logística e transporte, restauração, retalho alimentar, construção e materiais, telecomunicações e *holding* gestora de negócios relacionados).

Com o intuito de facilitar a apresentação e interpretação dos resultados, sobretudo na posterior análise à diversidade étnica/cultural

nos CA, subdividiu-se a amostra em empresas com um modelo de negócio familiar e não-familiar.

Segundo Melo (2016), a principal diferença entre ambas as estratificações remete para o facto das empresas familiares gerirem as respetivas empresas ao mesmo tempo que mantêm a propriedade e a totalidade, ou parte, da direção para gerações seguintes da família, tendo como objetivo o reforço do património familiar.

Desta forma define-se, na Tabela 2, a seguinte subdivisão:

Empresas Familiares	Empresas Não-Familiares
Altri SGPS, SA	BCP SA
Corticeira Amorim SGPS, SA	CTT Correios de Portugal SA
Ibersol SGPS, SA	EDP SA
Jerónimo Martins SGPS, SA	EDP Renováveis SA
Mota Engil SGPS, SA	Galp Energia SGPS, SA
NOS SGPS, SA	Pharol SGPS, SA
Ramada SGPS, SA	REN SGPS, SA
Sonae SGPS SA	Semapa SGPS, SA
Sonae Capital SGPS, SA	
The Navigator Company SA	

Tabela 2 - Subdivisão das empresas que compõem o PSI-20 por tipo de negócio. **Fonte:** Elaboração própria

4. Apresentação dos Resultados

4.1. Diversidade do Conselho de Administração

Procura-se nesta secção apresentar os principais resultados que permitem retirar conclusões quanto aos objetivos de investigação previamente identificados, tendo em consideração as quatro dimensões dos CA das empresas cotadas no PSI-20 à data de 31 de dezembro de 2019.

Numa segunda fase, confrontam-se os resultados apresentados com aqueles

descritos na revisão de literatura, de forma a ser possível estabelecer uma analogia nestas variáveis de estudo entre as empresas aqui estudadas com outras noutros contextos.

4.2. Diversidade de Género

Quanto à diversidade de género, os CA dos grupos empresariais analisados são compostos maioritariamente por homens (76,28%), o que representa 164 administradores num total de 215. Já as mulheres representam apenas 23,72% nos CA (Tabela 3 e gráfico 1).

n=215		Empresas Familiares	Empresas Não-Familiares	Total
N.º de Homens	de	79 (36,74%)	85 (39,53%)	164 (76,28%)
N.º de Mulheres	de	26 (12,09%)	25 (11,63%)	51 (23,72%)
Total		105 (48,84%)	110 (51,16%)	215 (100%)

Tabela 3 - Diversidade de género das empresas do PSI-20 em 2019 por tipo de negócio. **Fonte:** Elaboração própria

Através da elaboração de estatísticas descritivas relativamente aos administradores do género masculino constata-se que a média é de 9,11; moda é de 7; a mediana é de 8,50; os números mínimos e máximos são de 3 e 16

respetivamente. Quanto ao género feminino: a média é de 2,83; moda é de 3; a mediana é de 3; os números mínimos e máximos são de 0 e 5 na devida ordem (Tabela 4).

n=215	Média	Moda	Mediana	Mínimo	Máximo
N.º de Homens	9,11	7,00	8,50	3,00	16,00
N.º de Mulheres	2,83	3,00	3,00	0,00	5,00

Tabela 4 - Estatística descritiva da diversidade de género das empresas do PSI-20 em 2019. **Fonte:** Elaboração própria

Os CA mais diversificados relativamente à inclusão de mulheres podem ser apresentados sob a seguinte forma (Gráfico 1):

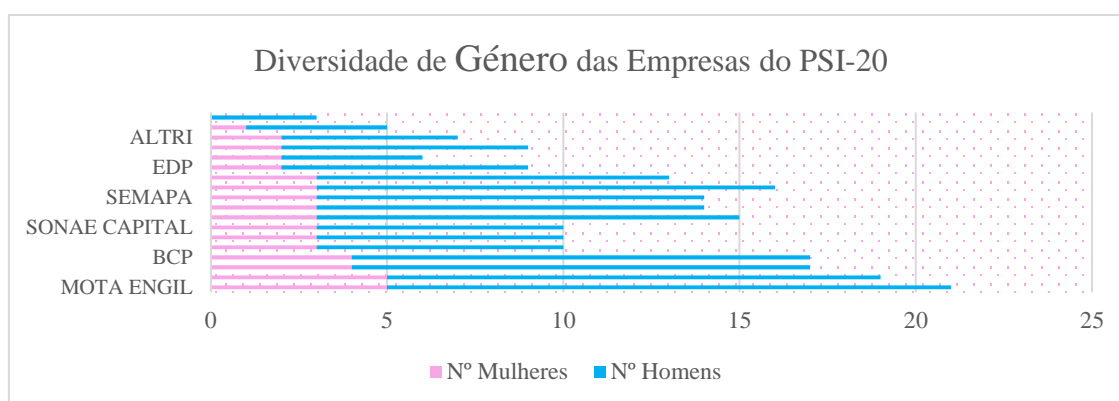


Gráfico 1 - Diversidade de género das empresas do PSI-20 em 2019 por empresa. **Fonte:** Elaboração própria

Complementando os resultados da Tabela 4 e do Gráfico 1 com os da Tabela 5, verifica-se que o grupo empresarial Ibersol SGPS, SA não

dispõe de qualquer membro do género feminino no CA. Em contrapartida, a Mota Engil SGPS, SA e a Galp Energia SGPS, SA são as

empresas que apresentam maior número de mulheres no CA (5 membros). Quando se analisa o número de administradores do género masculino, a Mota Engil SGPS, SA apresenta 16 membros (número mais elevado), enquanto a Ibersol SGPS, SA possui o número mais reduzido (3 membros).

4.3. Diversidade Etária

A média das idades dos administradores de todas as empresas que compõem o PSI-20 era,

em 2019, de 55,76 anos, independentemente do tipo de negócio (familiar e não-familiar) e do género.

Através de uma análise à diversidade de idades sob o ponto da diferenciação entre homens e mulheres, excluindo a análise por tipo de negócio, verifica-se que a média das idades dos homens (58,90 anos) é superior à das mulheres (52,63) (Tabela 5).

Média de Idades dos Homens	58,90
Média de Idades das Mulheres	52,63
Média de Idades de Todos os Administradores	55,76

Tabela 5 - Diversidade etária das empresas do PSI-20 em 2019 por género. **Fonte:** Elaboração própria

Analisando conjuntamente a média das idades dos administradores por género e por tipo de negócio, é possível constatar que as empresas familiares apresentam médias etárias mais elevadas relativamente às não-familiares, não só nos administradores do género masculino, como também do feminino.

Concretamente, a média das idades dos administradores do género masculino nas

empresas familiares é de 60,10 anos, enquanto nas empresas não-familiares é de 57,40 anos. As mulheres que constituem os CA evidenciam uma média de idades de 53,53 anos nas empresas familiares, e de 52,68 nas não-familiares. Nota-se, portanto, que as mulheres, em média, têm idades mais baixas quando comparadas com os homens (Tabela 6).

<i>n=215</i>		Empresas Familiares	Empresas Não Familiares
Média de Idades dos Homens		60,10	57,40
Média de Idades das Mulheres		53,53	52,68

Tabela 6 - Diversidade etária das empresas do PSI-20 em 2019 por tipo de negócio e género. **Fonte:** Elaboração própria

A estatística descritiva sobre as idades indica, no que refere aos administradores do género masculino do CA, que: a moda é de 56 anos; a mediana é de 58,82 anos; os valores mínimos e máximos (em média) são de 52,08 e 70,67 anos respetivamente; e o desvio padrão é de 3,97 anos. Os mesmos indicadores, quando

aplicados aos membros do género feminino, revelam que: a moda é de 54,67 anos; a mediana é de 52,75 anos; os valores mínimos e máximos (em média) são de 43,00 e 63,00 anos de respetivamente; e o desvio padrão é de 5,17 anos (Tabela 7).

n=215	Moda	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Média de Idades dos Homens	56,00	58,82	52,08	70,67	3,97
Média de Idades das Mulheres	54,67	52,75	43,00	63,00	5,17

Tabela 7 - Estatística descritiva da diversidade etária das empresas do PSI-20 em 2019. **Fonte:** Elaboração própria

A informação presente na Tabela 7, apresentada sob a forma de um diagrama de extremos e quartis, indica a presença de dois *outliers*, sendo um para o género masculino (70,67 anos) e outro para o género feminino (63,00 anos) (Gráfico 2).

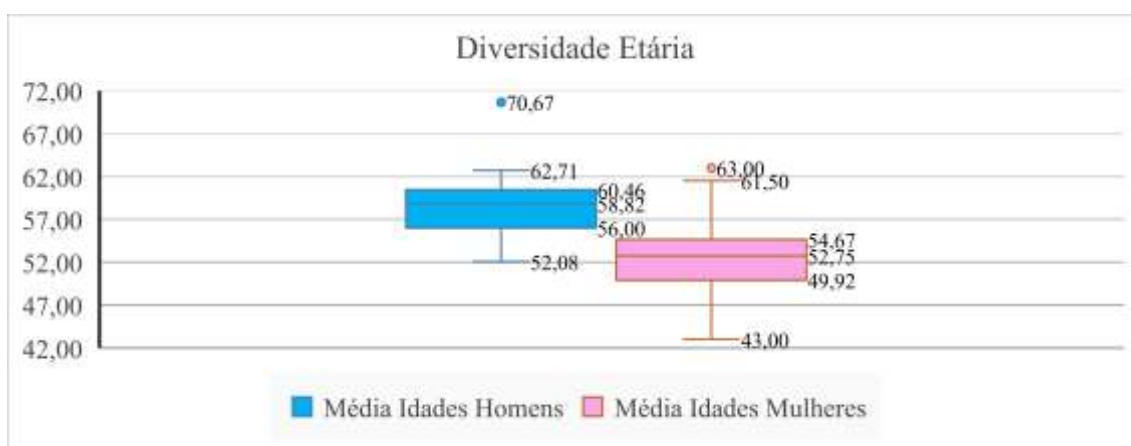


Gráfico 2 - Diagrama de extremos e quartis sobre a diversidade etária das empresas do PSI-20 em 2019 por género. **Fonte:** Elaboração própria

Através de uma análise individual ao nível das empresas, nota-se que a Ibersol SGPS, SA é o grupo empresarial no qual a média de idades dos administradores do género masculino é mais elevada (70,67 anos), enquanto a média mais baixa pertence à NOS SGPS, SA (52,08). Por outro lado, a média de idades dos membros do género feminino que compõem os CA das empresas do PSI-20 é mais elevada na Altri SGPS, SA (63 anos), enquanto a Semapa SGPS, SA é onde a média de idades é mais baixa (43 anos).

No cômputo geral, executando a análise à totalidade dos administradores, não os

estratificando por género, a NOS SGPS, SA é a empresa na qual a média das idades dos membros do CA é mais baixa (50,04 anos). Por outro lado, a Ibersol SGPS, SA é o grupo empresarial com uma média de idades mais elevada (70,67 anos), sendo esta a mesma que a média de idades de administradores do género masculino uma vez que o CA não contempla membros do género feminino.

Sob outra perspetiva, a média de idades das mulheres é inferior à dos homens em todas as empresas que cotizam no PSI-20, com exceção da Altri SGPS, SA e da Pharol SGPS, SA (Gráfico 3).

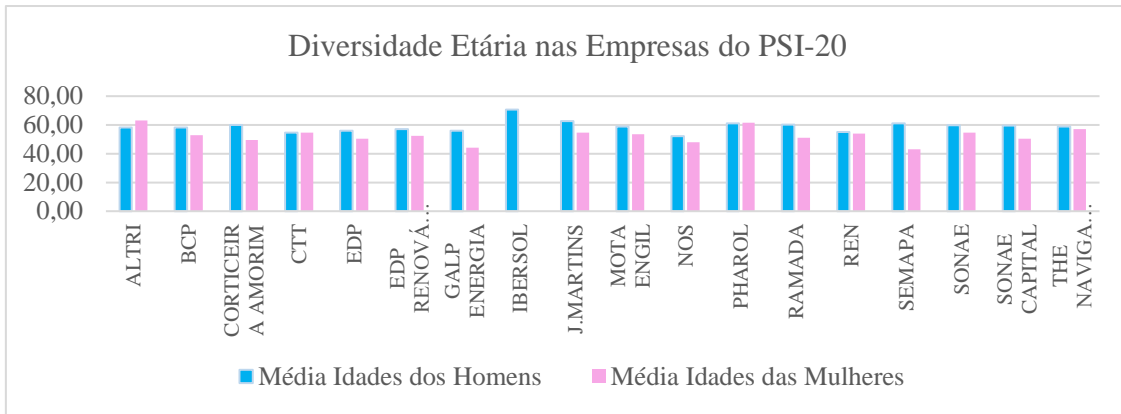


Gráfico 3 - Diversidade etária das empresas do PSI-20 em 2019 por género e por empresa. **Fonte:** Elaboração própria

Relativamente às médias das idades dos membros com funções de presidência do CA, verifica-se que os membros masculinos apresentam uma média de 59,35 anos e os femininos de 49 anos (Gráfico 4).

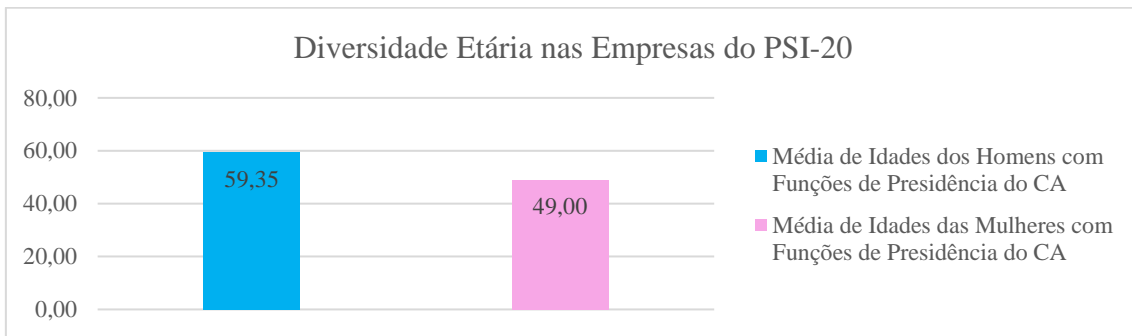


Gráfico 4 - Diversidade etária das empresas do PSI-20 em 2019 por género e por função. **Fonte:** Elaboração própria

4.4. Diversidade Cultural/Étnica

Os resultados sobre a diversidade cultural ou étnica nos CA das empresas do PSI-20 indicam

que 17,21% do total de administradores são estrangeiros, e 82,79% são de nacionalidade portuguesa (Gráfico 5).

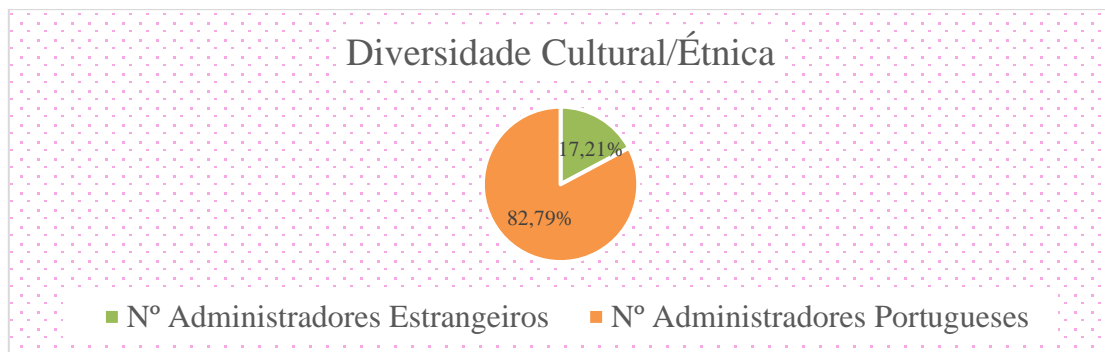


Gráfico 5 - Diversidade cultural/étnica das empresas do PSI-20 em 2019. **Fonte:** Elaboração própria

Quando se analisa especificamente a percentagem de administradores estrangeiros por tipo de negócio, constata-se que prevalece a escolha destes administradores nas empresas não-familiares, as quais apresentam 26 administradores, contrastando com 11 nas empresas familiares (Tabela 8).

<i>n=215</i>	Empresas Familiares	Empresas Não-Familiares	Total
N.º de Administradores Estrangeiros	11 (5,12%)	26 (12,09%)	37 (17,21%)
N.º de Administradores Portugueses	94 (43,72%)	84 (39,07%)	178 (82,79%)
Total	105 (48,84%)	110 (51,16%)	215 (100%)

Tabela 8 - Diversidade cultural/étnica das empresas do PSI-20 em 2019 por tipo de negócio. **Fonte:** Elaboração própria

No que concerne ao número de administradores estrangeiros, verifica-se, através de estatísticas descritivas, que: a média é de 2,06; moda é de 0; a mediana é de 1,50; os números mínimos e máximos são de 0 e 5 respectivamente. Quanto ao número de administradores portugueses nos CA: a média é de 9,89; moda é de 7; a mediana é de 9; os números mínimos e máximos são de 2 e 21 (Tabela 9).

<i>n=215</i>	Média	Moda	Mediana	Mínimo	Máximo
N.º de Administradores Estrangeiros	2,06	0,00	1,50	0,00	5,00
N.º de Administradores Portugueses	9,89	7,00	9,00	2,00	21,00

Tabela 9 - Estatística descritiva da diversidade cultural/étnica das empresas do PSI-20 em 2019. **Fonte:** Elaboração própria

Ao nível individual, isto é, das empresas que compõem o PSI-20, observa-se que a REN SGPS, SA e a Jerónimo Martins SGPS, SA são os grupos empresariais que possuem mais administradores estrangeiros no seio dos seus CA, com 5 elementos cada. Por outro lado, a Mota Engil SGPS, SA, a The Navigator Company, SA, a Sonae Capital SGPS, SA, a Altri SGPS, SA, a Corticeira Amorim SGPS, SA e a Ramada SGPS, SA não dispõem de qualquer administrador de nacionalidade estrangeira nos seus CA (Gráfico 6).

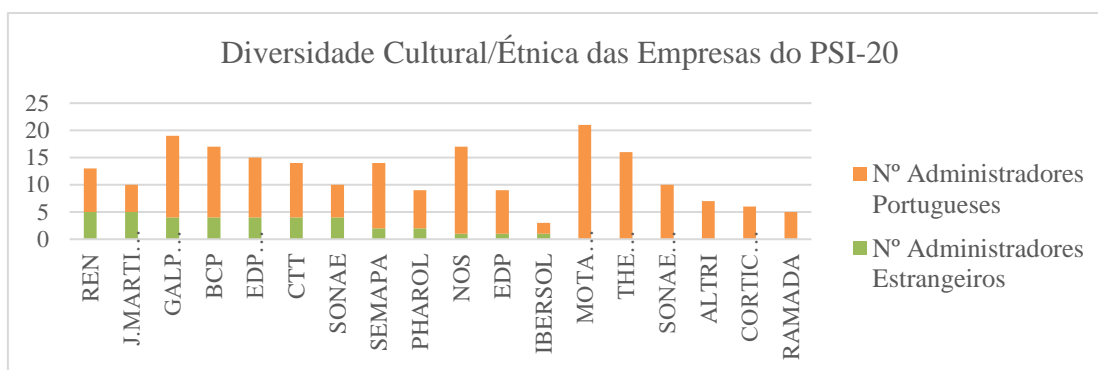


Gráfico 6 - Diversidade cultural/étnica das empresas do PSI-20 em 2019 por empresa. Fonte: Elaboração própria

4.5. Diversidade na Estrutura

Como referido anteriormente, a diversidade na estrutura dos CA foi analisada sob duas dimensões: independência e dualidade de funções entre o CEO e o *Chairman* dos grupos empresariais analisados no presente estudo. Paralelamente, destacam-se as funções que as mulheres desempenham nos CA destas empresas.

Relativamente à independência, 36,28% dos administradores são executivos, 35,81% são não executivos e, finalmente, 27,91% são

independentes (Tabela 10). Quando se estabelece a mesma análise por tipo de empresas, verifica-se que o número de administradores executivos é a mesma para empresas familiares e não-familiares (39). Em relação ao número de administradores não executivos, as empresas familiares dispõem de 40 membros, contrastando com 34 membros das empresas não-familiares. Relativamente aos administradores independentes, as empresas não-familiares superam as familiares em número de membros (34 contra 26) (Tabela 10).

n=215			
	Empresas Familiares	Empresas Não-Familiares	Total
N.º de Administradores Executivos	39 (18,14%)	39 (18,14%)	78 (36,28%)
N.º de Administradores Não Executivos	40 (18,60%)	37 (17,21%)	77 (35,81%)
N.º de Administradores Independentes	26 (12,09%)	34 (15,81%)	60 (27,91%)
Total	105 (48,84%)	110 (51,16%)	215 (100%)

Tabela 10 - Diversidade na estrutura das empresas do PSI-20 em 2019 por tipo de negócio. Fonte: Elaboração própria

Replicando a mesma análise por género constata-se, agora, que os administradores do género feminino com funções executivas

representam 3,72%, o que equivale a 8 mulheres. Por outro lado, 32,56% dos membros dos CA que desempenham cargos

executivos pertence a homens, o que corresponde a 70 membros.

A predominância do género masculino mantém-se, uma vez mais, no que se refere a administradores não executivos e administradores independentes, os quais, em

ambos, os homens estão em superioridade, contando com 57 administradores do género masculino não executivos contra 20 do género feminino, e 37 administradores independentes são homens, contra 23 mulheres (Tabela 11 e Gráfico 7).

<i>n=215</i>	N.º de Homens	N.º de Mulheres	Total
N.º de Administradores Executivos	70 (32,56%)	8 (3,72%)	78 (36,28%)
N.º de Administradores Não Executivos	57 (26,51%)	20 (9,30%)	77 (35,81%)
N.º de Administradores Independentes	37 (17,21%)	23 (10,70%)	60 (27,91%)
Total	164 (76,28%)	51 (23,72%)	215 (100%)

Tabela 11 - Diversidade na estrutura das empresas do PSI-20 em 2019 por género. **Fonte:** Elaboração própria

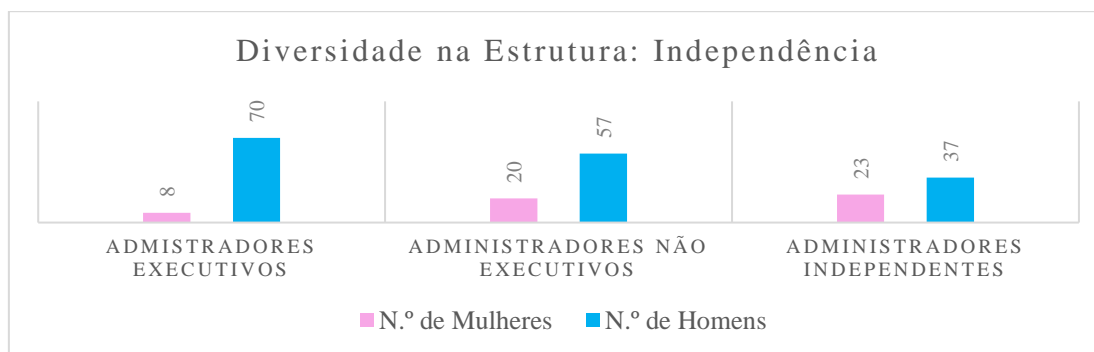


Gráfico 7 - Diversidade na estrutura das empresas do PSI-20 em 2019 por género. **Fonte:** Elaboração própria

Uma breve análise estatística sobre a estrutura dos CA indica, relativamente ao número de administradores executivos, que: a média é de 4,33; moda é de 4; a mediana é de 4; os números mínimos e máximos são de 1 e 9 respetivamente. Quanto ao número de administradores não executivos: a média é de

4,28; moda é de 2; a mediana é de 3,50; os números mínimos e máximos são de 0 e 11. Relativamente ao número de administradores independentes: a média é de 3,33; moda é de 0; a mediana é de 4; os números mínimos e máximos são de 0 e 7 (Tabela 12).

<i>n</i> =215	Média	Moda	Mediana	Mínimo	Máximo
Administradores Executivos	4,33	4,00	4,00	1,00	9,00
Administradores Não Executivos	4,28	2,00	3,50	0,00	11,00
Administradores Independentes	3,33	0,00	4,00	0,00	7,00

Tabela 12 - Estatística descritiva da diversidade na estrutura das empresas do PSI-20 em 2019. **Fonte:** Elaboração própria

A Pharol SGPS, SA e a Jerónimo Martins SGPS, SA são as empresas que apresentam menor número de administradores executivos (1 membro cada), enquanto a EDP, SA e a Mota Engil SPS, SA são os grupos empresariais com maior número (9 membros). No que concerne aos administradores não executivos, a EDP, SA e a Ibersol SGPS, SA não apresentam qualquer membro. Por outro lado, a NOS SGPS, SA é a empresa que apresenta um número mais elevado de administradores não executivos (11 membros). Em relação aos administradores independentes, as empresas que não possuem nenhum membro são: a Corticeira Amorim SGPS, SA; a EDP, SA; a NOS SGPS, SA e a Ramada SGPS, SA.

Aprofundando especificamente as funções desempenhadas pelos membros do género feminino nos CA, destacam-se as 8 mulheres que integram os administradores executivos (Gráfico 8), entre as quais seis delas são vogais (uma no BCP, SA, uma na NOS SGPS, SA, duas na EDP, SA e duas na Galp Energia SGPS, SA), uma é CEO (ocupando 5,26% dos postos de presidência da comissão executiva) e outra é CFO (correspondendo a 5,56% dos cargos de diretoria financeira). Para além destas, destaca-se um outro membro do género feminino do CA da Galp Energia SGPS, SA, o qual exerce a função de *Chairman*, equivalendo a 5,56% dos cargos de presidência do CA.

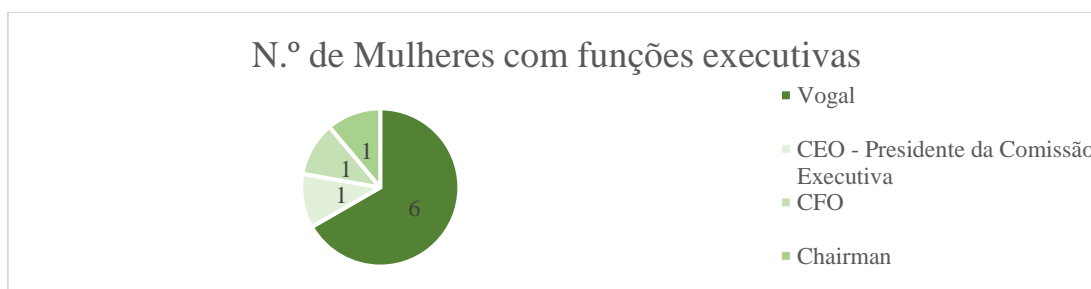


Gráfico 8 – Diversidade das funções executivas desempenhadas por mulheres nas empresas do PSI-20 em 2019. **Fonte:** Elaboração própria

Relativamente à dualidade de funções entre o CEO e o *Chairman*, verifica-se que 50% dos grupos empresariais analisados, isto é, 9 empresas, optam por separar as funções de presidência do CA e da comissão executiva. Constata-se que a maioria das empresas

familiares não separa a figura do presidente do CA (6 empresas), ao passo que a maioria das empresas não-familiares (5 empresas) separa essas funções por administradores distintos (Tabela 13).

<i>n</i> =18	Empresas Familiares	Empresas Não-Familiares	Total
Existe separação entre o <i>Chairman</i> e o CEO	4 (22,22%)	5 (27,78%)	9 (50,00%)
Não existe separação entre o <i>Chairman</i> e o CEO	6 (33,33%)	3 (16,67%)	9 (50,00%)
Total	10 (55,56%)	8 (44,44%)	18 (100%)

Tabela 13 - Dualidade de funções CEO/Chairman das empresas do PSI-20 em 2019 por tipo de negócio. **Fonte:** Elaboração própria

4.6. Discussão de Resultados

Os resultados anteriormente apresentados permitem retirar conclusões pertinentes e que vão ao encontro dos objetivos pretendidos neste estudo. Concomitantemente, é perfeitamente possível responder a todas as questões retratadas no ponto 2.1, demonstrando uma eficaz recolha e tratamento de dados das respetivas empresas aqui analisadas.

No que diz respeito à diversidade de género, verifica-se que, de facto, não existe de todo uma representação equilibrada entre homens e mulheres nos CA das empresas aqui escrutinadas. Quando se analisa a paridade de género por modelo de negócio a conclusão é exatamente a mesma, isto é, prevalece a supremacia do género masculino em detrimento do feminino, tanto em empresas familiares como não-familiares. Concretamente, o número médio de homens nos CA (9,11) contrasta com o número médio de mulheres, que é de 2,83 por empresa.

À luz da Lei n.º 62/2017, é possível observar que, sob uma perspetiva geral, as 18 empresas que compõem o PSI-20, estavam, em 31 de dezembro de 2019, em cumprimento com os limiares mínimos que determinam que a proporção de pessoas de cada sexo designadas para órgãos de administração e fiscalização não deve ser inferior a 20%, dado

que as mulheres representam 23,72%. Não obstante, a análise individual ao nível das empresas revela que a Ibersol SGPS, SA é a única que não cumpre o referido limiar mínimo, não dispondo de qualquer membro do género feminino no CA.

Seguindo uma lógica horizontal, comparando estes resultados ao longo do tempo, constata-se uma tendência crescente para a representação feminina nos CA das empresas cotadas no PSI-20, sendo de 14,09% em 2016 (Deloitte, 2018), 15,5% em 2017 (Monteiro, 2019), 16,9% em 2018 (Deloitte, 2018) e finalmente 23,72% em 2019. Ainda assim, a representação feminina nos CA das empresas do PSI-20 é inferior aquela das empresas que compõem o STOXX Europe 600, sendo esta de 33% (EWOB, 2019). Quanto às empresas cotadas nos EUA em 2019, também estas apresentam uma maior representação do género feminino relativamente às que cotam no PSI-20, com um percentual de 26% (PwC, 2020).

Apesar de não atingir o patamar de diversificação de género das empresas que cotizam no STOXX Europe 600 e nos mercados dos EUA, a evolução registada nas empresas do PSI-20 realça o esforço empreendido não só pelo governo português, como também pelas empresas, notando-se uma mudança de mentalidade, na qual se pretende atingir uma

maior diversidade de género na liderança das empresas cotadas em Portugal (Deloitte, 2018). Esta situação reflete, de facto, que a diversidade de género está a conquistar cada vez mais atenção por parte dos governos dos países mais desenvolvidos (Poletti-Hughes & Briano-Turrent, 2019), dos investidores, das empresas, de académicos, de investigadores e do público em geral (Wahid, 2018).

É possível destacar, dentro da problemática da diversidade de género, a importância das imposições legais através de quotas de representação mínimas, apesar de tal não ser garantia do seu cumprimento. A Suécia, a Finlândia e a Nova Zelândia são exemplos em que, ao invés de se instituírem quotas, a opção por incentivar programas de desenvolvimento de carreira das mulheres parece ser, também ela, viável, estando os referidos países no topo dos *rankings* de diversidade de género de acordo com o relatório da Deloitte (2018).

Quanto à diversidade etária, a idade média de todos os administradores é de 55,76 anos, sendo este valor inferior à idade média dos administradores das empresas cotadas no índice S&P 500 (62,4 anos) (Barrett, 2017). Embora não seja prudente estabelecer a análise por setor, dada a pouca expressividade de empresas cotadas no PSI-20, ao contrário das empresas do S&P 500, onde o setor tecnológico aparenta ser o setor onde a média das idades dos membros do CA é mais baixa, no PSI-20, o setor onde tal se sucede é no setor das telecomunicações. Por outro lado, o setor da restauração é onde a média de idades é mais elevada no PSI-20, enquanto no S&P 500 é o setor mobiliário.

Estabelecendo esta análise por tipo de negócio, os resultados demonstram claramente que as empresas familiares são aquelas nas quais a média das idades dos administradores é mais elevada, independentemente do género.

Sob uma perspetiva global, a média das idades dos administradores do género feminino do PSI-20 (52,63 anos) é inferior aquela das empresas cotadas em 66 países (57 anos), de acordo com o relatório da Deloitte (2018). A mesma conclusão se retira relativamente aos administradores do género masculino (58,90 anos no PSI-20 e 60,9 anos nos restantes países analisados).

Aprofundando a diversidade etária por género e por função, e comparando com os resultados do relatório da Deloitte (2018), verifica-se que a média dos administradores portugueses com funções de presidência do CA é mais baixa, independentemente do género. Os *Chairman* do género masculino apresentam uma média de 59,35 anos, contrastando com uma média de 63,1 anos nos restantes 66 países analisados naquele relatório. Os *Chairman* do género feminino têm uma média de 49 anos, ao contrário da média dos presidentes do CA dos restantes países, os quais apresentam uma média superior (59,4 anos).

Apesar das conclusões que estas comparações permitem estabelecer, dá-se a entender que a média de idades dos membros que constituem os CA das empresas do PSI-20, ainda que mais baixa quando comparada com outras empresas no contexto internacional, não é genericamente distinta de outras empresas. Por outras palavras, conclui-se que tradicionalmente a maioria dos CA são compostos por membros situados entre a meia-idade e a reforma (Kang et al., 2007).

Ainda assim, como se constatou pela média da idade das mulheres, a perceção sobre a diversidade etária parece que se tem vindo a transformar de forma gradual, dando lugar a uma promoção ativa da diversidade etária com o objetivo de estimular a existência de diferentes perspetivas de gestão que advêm de grupos e faixas etárias, também elas, diferentes, de forma a fazer parte integrante do

planeamento da sucessão dos CA (Kang et al., 2007).

É ainda possível, seguindo a lógica de Kang et al. (2007), estratificar as idades dos membros do CA destas empresas em três faixas etárias: o grupo etário com mais idade (sobretudo os homens) são capazes de transmitir sabedoria e experiência; o grupo com idade média (neste caso um misto entre homens e mulheres, mas predominantemente os homens) detém os principais cargos de responsabilidade; enquanto o grupo etário mais jovem (aqui prevalecem, claramente, as mulheres) pode acrescentar valor através do dinamismo e ambição.

Não sendo possível, neste estudo, clarificar a hipótese de que a diversidade etária tem uma influência positiva sobre o desempenho da empresa, parece claro que o tema da diversidade neste aspeto é encarado de forma responsável pelas empresas do PSI-20, podendo, no longo prazo, melhorar não só o desempenho, como também a reputação das mesmas, fruto da introdução de diferentes perspetivas de negócio (Ferrero-Ferrero et al., 2015; Huse & Rindova, 2001).

No que concerne à diversidade cultural/étnica, confirma-se o argumento de Frijns et al. (2016) ao nível do número de membros estrangeiros nos grupos empresariais não-familiares. Especificamente, verifica-se que a inclusão de membros estrangeiros vigora nas empresas não-familiares (12,09%) em contraste com as empresas familiares (5,12%). Isto mostra que tais empresas (não-familiares) consideram importante a inclusão de membros culturalmente distintos dos restantes.

Os resultados aqui apresentados são semelhantes aos evidenciados por Monteiro (2019), quer em matéria de diversidade cultural através da incorporação de administradores estrangeiros na totalidade das empresas, quer no que refere à predominância de

administradores estrangeiros nas empresas não-familiares. Este caso é bastante comum devido ao facto de grande parte dos grupos empresariais não-familiares dispor de uma estrutura acionista diversificada, pelo que os detentores de capital consideram relevante a presença de membros que representem os seus interesses (Frijns et al., 2016), promovendo ao mesmo tempo o conhecimento e experiência necessários para se tomarem decisões eficazes em determinados mercados (Monteiro, 2019).

O caso das empresas não-familiares aqui estudadas, no âmbito da diversidade cultural/étnica, poderá ser revelador de uma disponibilização de informação mais eficiente e transparente, fruto da presença de *outsiders* (Raheja, 2005). Estes administradores estrangeiros podem recorrer à sua experiência em empresas internacionais para ajudar o conselho a implementar projetos que abarquem maior valor para a empresa, decorrente de decisões estratégicas e informadas sobre a perspetiva de criação de valor no longo prazo (Raheja, 2005).

Independentemente da diversidade cultural criar impacto positivo ou negativo sobre a *performance* das empresas, o facto de haver, em média, apenas 2,06 administradores estrangeiros por empresa e o percentual destes ser 17,21% sobre o total de administradores, é indicativo de que a diversidade cultural/étnica é vista pelas empresas do PSI-20 como um fator pouco significativo no seio do CA. Esta dedução vai ao encontro do Inquérito Anual de Administradores de Empresas desenvolvido pela PwC (2020), o qual conclui que 34% das empresas do S&P 500 reconhecem pouca importância da diversidade cultural no CA.

A diversidade na estrutura, sob a ótica da independência, permite concluir que, em média, as 18 empresas cotadas no PSI-20 não cumprem com a Recomendação III.4 do Código

de Governo das Sociedades do IPCG de 2018 revisto em 2020, quando refere que: “cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência” (IPCG, 2018). Observa-se que os administradores independentes representam 27,91% da totalidade dos administradores. Analisando a inclusão de administradores independentes numa perspetiva individual, 15 empresas (83,33%) não cumprem a referida recomendação, enquanto 3 cumprem (16,67%).

A falta de cumprimento do número de administradores independentes de acordo com o CGS do IPCG (2018) leva à convicção de que a objetividade das atuações no seio do CA não é maximizada, não garantindo, desta forma, a proteção total dos interesses dos acionistas e dos administradores (Oliveira, 2015). Não havendo um equilíbrio adequado entre os administradores independentes, o bom funcionamento do CA poderá ficar em risco, na medida em que não fica assegurada uma perspetiva equilibrada que garanta uma análise dos assuntos de uma forma mais objetiva (EcoDa, 2010).

Por outro lado, a Recomendação III.3 do referido Código é cumprida pela média das 18 empresas analisadas neste estudo, significando que o número de administradores não executivos (63,72%) (incluindo aqueles que cumprem os requisitos de independência) é superior ao de administradores executivos (36,28%). Este indicador poderá demonstrar que os CA são eficazes no cumprimento da função de supervisão, existindo uma relação de proporcionalidade adequada entre os administradores executivos e os não executivos (Merino Madrid et al., 2009)²⁴. Ao nível individual de cada empresa, apenas 5 empresas (27,78%) não cumprem esta

recomendação, sendo que quatro delas são familiares e uma é não-familiar.

Numa perspetiva de agência, é importante que as empresas disponham de mais membros não executivos nos seus CA, dado que estes contribuem para reduzir assimetrias de informação e possíveis conflitos de interesses (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Oliveira, 2015; Poth & Selck, 2009).

Sob o ponto de vista do tipo de negócio, destaca-se o facto das empresas familiares possuírem mais administradores executivos e não executivos, ao contrário do que acontece com os administradores independentes, predominando estes nas empresas não-familiares, o que poderá demonstrar, ainda assim, uma postura mais responsável pela atuação do CA, ao nível da proteção dos interesses por parte de *stockholders* e *stakeholders* (Oliveira, 2015). Isto ocorre dado que, neste caso, este tipo de empresas, como apresentam por norma um maior número de acionistas (maior dispersão de capital), dispõem de um número de administradores independentes superior, com o objetivo de proteger e representar diretamente os interesses dos acionistas.

Efetuada uma comparação entre o PSI-20 e o mercado bolsista espanhol, a percentagem de mulheres administradoras independentes (10,70%) é inferior à proporção de mulheres administradoras independentes das empresas espanholas, incluindo as cotadas no IBEX 35 (28,20%) (Deloitte, 2018).

Relativamente à média de administradores independentes, esta é de 3,33 membros no PSI-20 e de 9 membros nas empresas cotadas no índice S&P 500, refletindo, apesar das diferentes dimensões das amostras, que as empresas portuguesas aqui analisadas ficam

²⁴ Citado por Oliveira (2015).

bastante abaixo da realidade norte-americana (EUA) nesta matéria.

Uma observação de destaque pode ser retirada sobre as funções executivas desempenhadas por mulheres, as quais representam apenas 3,72% de todas as outras funções dos conselhos de administração das 18 empresas. Especificamente, seis mulheres são vogais da comissão executiva, uma é CEO (presidente da comissão executiva) (5,26%), uma é CFO (5,56%) e outra, apesar de não ser executiva, ocupa o lugar presidente do conselho de administração (*Chairman*) (5,56%). Confrontando estes resultados com o relatório da Deloitte (2018), as empresas portuguesas apresentam uma maior representação feminina em funções de *Chairman* e CEO, ao contrário do que acontece nas funções de CFO. Esta comparação tem, apesar de tudo, como limitação, o facto da amostra das empresas portuguesas aqui estudadas ser mais reduzida quando comparada com a amostra do estudo de base.

A análise à dualidade do CEO/*Chairman* mostra que, à semelhança do estudo da *Spencer Stuart Board Index* aplicado em 2015 a empresas dos EUA e dos resultados apresentados por Monteiro (2019), 50% das empresas do PSI-20 opta por não separar as funções entre CEO e *Chairman*. Atendendo aos modelos de negócio, a maioria das empresas familiares dá preferência à acumulação de funções de presidência do conselho de administração e da comissão executiva.

Por um lado, esta dualidade pode agravar os problemas de agência, dado que o agente controla e monitoriza as suas próprias tomadas de decisão (Krause et al., 2013), mas por outro, esta situação pode não demonstrar um agravamento dos problemas de agência, visto que são os próprios donos dos negócios que governam as empresas e tomam decisões tendo em conta os interesses da sociedade, que são também os seus próprios interesses

(sendo, nestes casos, reduzida a dispersão de capital) (Krause et al., 2013; Melo, 2016). Assim, a dualidade pode mesmo ser benéfica para o desempenho das empresas, no sentido em que a unidade de liderança provém de um só líder, evitando confusões e desentendimentos (Krause et al., 2013).

O facto de 50% das empresas separar as funções de CEO e *Chairman* e as restantes 50% não separar acentua as questões relativamente às vantagens e desvantagens do presidente do CA desempenhar funções executivas.

Neste sentido, apesar da ambiguidade de evidências que relacionam a dualidade e o desempenho empresarial, dá-se a entender que, fruto de um maior intervencionismo dos investidores e dos *stakeholders*, não é aconselhável que o presidente do conselho de administração acumule funções executivas, devendo este estar separado da gestão da empresa (Palanissamy, 2015).

Constata-se, de facto, que as 4 empresas familiares e as 5 não-familiares que separam ambas as funções, são aquelas que dispõem de um maior número de membros nos seus conselhos de administração, havendo em todas elas um número igual ou superior a 10 administradores.

Segundo os argumentos defendidos por Palanissamy (2015), as empresas de maior dimensão relativamente aos seus órgãos de decisão, são aquelas onde deve haver espaço para que o CEO se concentre na gestão quotidiana da sociedade e o *Chairman* se focalize na expansão das responsabilidades do conselho de administração. Ainda assim, 3 empresas (duas familiares e uma não-familiar) com mais de 10 membros no conselho de administração não separam as funções por administradores distintos.

À medida que a estrutura organizacional das 9 empresas que separam as funções de CEO e *Chairman* aumenta, é fundamental assegurar a

independência, transparência e equilíbrio de poder (Kim et al., 2009). Por fim, depreende-se que, nas referidas empresas, o modelo de

separação de funções promove um equilíbrio mais saudável com a governação empresarial da organização.

5. Considerações Finais

5.1. Conclusão

De uma perspetiva geral, a elaboração deste estudo permite concluir que o tópico da diversidade representa um fator importante nas empresas do PSI-20, na medida em que este aparenta ser alvo de um crescente interesse por parte das organizações, desde logo no que respeita à diversidade de género.

Apesar de se notar uma crescente preocupação pela representação paritária de género nos órgãos societários, nomeadamente no conselho de administração, a realidade portuguesa, espelhada pelas empresas cotadas no PSI-20, encontra-se ligeiramente afastada do panorama internacional no que a esta parte diz respeito, sendo possível notar a inexistência de uma representação equilibrada entre homens e mulheres nos conselhos de administração das empresas aqui analisadas. Por outras palavras, embora venha a ser reconhecida a importância da Mulher no CA, constatação que advém da evolução positiva da representação de administradores do género feminino no CA ao longo dos anos, esta ainda não é, em Portugal, tão representativa como acontece noutros mercados económico-financeiros mais desenvolvidos, como os EUA.

Neste contexto, poder-se-á imputar responsabilidade ao ordenamento jurídico que rege as questões de governo das empresas, particularmente das cotadas. A Lei n.º 62/2017, apesar de representar um considerável avanço no sentido de se atingir uma diversidade de género socialmente aceitável, peca por não impor quotas mínimas mais restritivas, como acontece na Noruega (Kang et al., 2007). Por

outro lado, a opção por promover programas de desenvolvimento de carreira das mulheres parece ser uma alternativa viável, dados os resultados observados para países como a Suécia, a Finlândia e a Nova Zelândia.

A diversidade etária parece ser um tópico, no âmbito da diversidade, que apresenta resultados mais esclarecedores. O facto da média de idades dos administradores das empresas que cotizam no PSI-20 ser inferior aquela dos administradores de outros países, permite inferir que as empresas portuguesas analisadas neste estudo extraem as vantagens que provêm de uma diversificação etária no seio dos seus conselhos de administração: sabedoria e experiência, responsabilidade, dinamismo e ambição (Kang et al., 2007).

Neste aspeto, os resultados mostram que as mulheres situam-se na faixa etária mais jovem presente no conselho, o que poderá, no longo prazo, melhorar não só a *performance*, como também a reputação das empresas, fruto da introdução de diferentes perspetivas de negócio (Ferrero-Ferrero et al., 2015; Huse & Rindova, 2001).

No que concerne à diversidade cultural/étnica, a incorporação de administradores estrangeiros no CA demonstra ser uma questão pouco significativa em termos de diversidade, dada a reduzida percentagem de administradores estrangeiros (17,21%). Ainda assim, as empresas não-familiares, à semelhança dos argumentos defendidos por Frijns et al. (2016), são as mais interessadas em deter administradores culturalmente distintos dos restantes, com o objetivo de

assegurar a prossecução dos interesses de todos os acionistas, dado que esses administradores poderão acrescentar valor fruto de diferentes pontos de vista de gestão, maior fonte de opiniões e maior qualidade de debate nas reuniões (Carter et al., 2010; Thomsen & Conyon, 2012).

Os resultados sobre a estrutura dos conselhos de administração permite retirar duas importantes considerações: (i) à luz da Recomendação III.3 do Código de Governo das Sociedades do IPCG de 2018 e revisto em 2020, os conselhos de administração das empresas analisadas apresentam, em média, uma relação de proporcionalidade adequada entre os administradores executivos e os não executivos, podendo isto demonstrar que os CA são eficazes no cumprimento das funções de supervisão (Merino Madrid et al., 2009)²⁵; (ii) contudo, por outro lado, em média, as 18 empresas do PSI-20 não cumprem a Recomendação III.4 daquele código, sendo possível deduzir um inadequado equilíbrio entre administradores independentes, colocando em causa a objetividade das atuações no seio do conselho de administração (Oliveira, 2015).

A realidade portuguesa apresenta-se aquém relativamente ao número médio de administradores independentes nas empresas cotadas, tendo em consideração a existência de um número médio de 9 administradores independentes nas sociedades cotadas norte-americanas.

Para além disto salienta-se uma outra conclusão pertinente: apenas 3,72% dos cargos executivos são desempenhados por mulheres. Uma vez mais, coloca-se em causa a diversidade de género e a baixa representação do género feminino nos órgãos corporativos, nomeadamente em cargos executivos.

A separação da figura entre o presidente do conselho de administração e da comissão executiva não permite uma conclusão concreta, dado que metade das empresas opta por separar as funções, atribuindo-as a administradores distintos, e a outra metade não as separa.

Desta forma, a estrutura dos conselhos de administração não pode ser avaliada sob um ponto de vista positivo tendo em conta todos os resultados anteriormente descritos, principalmente aqueles que visam a independência e a dualidade de funções CEO/*Chairman*.

Por tudo isto, a diversidade apresenta-se como um domínio de Governo das Sociedades com uma tendência de convergência em diferentes contextos internacionais.

5.2. Limitações e sugestões para investigações futuras

Embora a relação entre as diversas dimensões de diversidade e o desempenho empresarial não seja o objetivo do presente estudo, fica claro que esta linha de investigação deixa em aberto várias possibilidades de futuros estudos sobre esta matéria, desde logo a pertinência de perceber o efeito da Lei n.º 62/2017 na diversidade de género, tendo em consideração que a mesma prevê uma representação feminina de 33,3% a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2020.

Como principal limitação, a metodologia seguida no presente estudo requer um considerável período de recolha de dados, limitando a dimensão da amostra e o horizonte temporal sob análise. Por outro lado, não é possível correlacionar variáveis, embora não seja esse o desígnio desta investigação. Ainda

²⁵ Citado por Oliveira (2015).

assim, o processo descritivo possibilita uma abordagem mais profunda da informação.

Recomenda-se, em futuras investigações, que seja dada continuidade a este estudo, direcionando e amplificando a amostra para a totalidade das empresas cotadas em Portugal, na *Euronext* Lisboa, de forma a estabelecer uma caracterização mais abrangente da

realidade portuguesa relativamente à diversidade do CA.

Seguindo uma outra linha de investigação, poder-se-á estudar a política de remunerações dos membros executivos dos CA das sociedades cotadas em Portugal, com o objetivo de perceber a disparidade salarial entre géneros, sendo este um tema em voga na atualidade.

BIBLIOGRAFIA

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>.
- Ammer, M. A., & Ahmad-Zaluki, N. A. (2017). The role of the gender diversity of audit committees in modelling the quality of management earnings forecasts of initial public offers in Malaysia. *Gender in Management: An International Journal*, 32(6), 420–440.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5–38.
- Andres, P. de, Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance-An International Review*, 13(2), 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>.
- Babatunde, M. A., & Olaniran, O. (2009). The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria. *Corporate Ownership and Control*, 7(2), 330–342.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Barrett, A. (2017). *Age Diversity Within Boards of Directors of the S&P 500 Companies*.
- 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), 101–124.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3–17.
- Block, D., & Gerstner, A.-M. (2016). One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany. Retrieved from https://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/1.
- Booth, A. L. (1985). The Free Rider Problem and a Social Custom Model of Trade Union Membership. *Quarterly Journal of Economics*, 100(1), 253–261. <https://doi.org/10.2307/1885744>.
- Capezio, A., & Mavisakalyan, A. (2016). Women in the boardroom and fraud: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 41(4), 719–734.
- Carter, D. A., D’Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00809.x>.

- Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 899–933.
- Chi, C. W., Hung, K., Cheng, H. W., & Lieu, P. T. (2015). Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. *International Review of Economics & Finance*, 36, 88–98.
- CMVM. (2013). *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*.
- Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 10(5), 574–589. <https://doi.org/10.1108/14720701011085553>.
- Croson, R., & Buchan, N. (1998). Gender and Culture: International Experimental Evidence from Trust Games. *American Economic Review*, 89(2), 386–391.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84–93. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00272>.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222–241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371–382. <https://doi.org/10.5465/AMR.2003.10196703>.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269–290.
- Davies, P. J. (2020). Payments giant Wrecard's shares plunge on \$2 billion audit deception. *Wall Street Journal*. Retrieved from <https://www.wsj.com/articles/payments-giant-wirecards-shares-plunge-on-2-billion-audit-deception-11592474551> (Acedido em 29 de outubro de 2020).
- Deloitte. (2018). *Women in the boardroom: A global perspective - Sixth edition*. Retrieved <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-risk-women-in-the-boardroom-sixth-edition.pdf>.
- EcoDa. (2010). *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*. Brussels.

- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8).
- EWOB. (2019). *European Women on Boards Gender Diversity Index*. Retrieved from https://europeanwomenonboards.eu/wp-content/uploads/2019/11/EWoB-GDI-final-report_20200108-incl.-EU-disclaimer.pdf.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fan, Y., Jiang, Y., Zhang, X., & Zhou, Y. (2019). Women on boards and bank earnings management: From zero to hero. *Journal of Banking & Finance*, 117.
- Farinha, J. (2003). *Corporate Governance: A Survey of the Literature*. Universidade do Porto Economia Discussion Paper No. 2003-06,. https://doi.org/https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=470801.
- Ferreira, N. B., & Oliveira, M. M. (2016). Portfolio efficiency analysis with SFA: the case of PSI-20 companies. *Applied Economics*, 48(1), 1–6. <https://doi.org/10.1080/00036846.2015.1073837>.
- Ferrero-Ferrero, I., Fernández-Izquierdo, M. Á., & Muñoz-Torres, M. J. (2015). Age diversity: An empirical study in the board of directors. *Cybernetics and Systems*, 46(3–4), 249–270. <https://doi.org/10.1080/01969722.2015.1012894>.
- Frijns, B., Dodd, O., & Cimerova, H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521–541.
- Garção, J. A. A. (2010). *Efeito das Alterações à Composição do Índice PSI-20: Reacções ao nível das Cotações e Volatilidade*. Universidade da Beira Interior.
- García Lara, J. M., Osma, B. G., Mora, A., & Scapin, M. (2017). The monitoring role of female directors over accounting quality. *Journal of Corporate Finance*, 45, 651–668.
- García Lara, J. M., Osma, B. G., & Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14, 161–201.
- Ginesti, G., Drago, C., Macchioni, R., & Sannino, G. (2018). Female board participation and annual report readability in firms with boardroom

- connections. *Gender in Management: An International Journal*, 33(4), 296–314.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0).
- Hölmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91. <https://doi.org/10.2307/3003320>.
- Huse, M., & Rindova, V. P. (2001). Stakeholders' Expectations of Board Roles: The Case of Subsidiary Boards. *Journal of Management and Governance*, 5, 153–178.
- IPCG. (2018). *Código de Governo das Sociedades*.
- 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. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194–207. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00554.x>.
- Khalil, M., & Ozkan, A. (2016). Board Independence, Audit Quality and Earnings Management: Evidence from Egypt. *Journal of Emerging Market Finance*, 15(1), 84–118.
- Kim, K.-H., Al-Shammari, H. A., Kim, B., & Lee, S.-H. (2009). CEO duality leadership and corporate diversification behavior. *Journal Of Business Research*, 62(11), 1173–1180. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.10.017>.
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, J. A. A. (2013). CEO Duality: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256–286. <https://doi.org/10.1177/0149206313503013>.
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01055.x>.

- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59–77.
- Lubatkin, M., Lane, P. J., Collin, S., & Very, P. (2007). An embeddedness framing of governance and opportunism: Towards a cross-nationally accommodating theory of agency. *Journal of Organizational Behavior*, 28(1), 43–58. <https://doi.org/10.1002/job.402>.
- Mayor, S. E. (1999). *Creación de valor y gobierno de la empresa* (Gestión). Barcelona.
- Melo, P. de S. e. (2016). *Empresas Familiares: O Protocolo Familiar como um Processo*. Universidade Católica Portuguesa.
- Monteiro, T. da C. (2019). *Governo das sociedades em Portugal: estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20*. Universidade Católica Portuguesa. Retrieved from <http://hdl.handle.net/10400.14/28578>.
- Niederle, M., & Vesterlund, L. (2007). Do Women Shy Away From Competition? Do Men Compete Too Much? *The Quarterly Journal of Economics*, 122(3), 1067–1101.
- OECD. (2016). *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>.
- Oliveira, H. M. S. de. (2015). *A estrutura conceptual da informação financeira e o governo das sociedades: análise da relação entre as características das empresas cotadas em portugal e a informação divulgada*. Tesis Doctoral. Universidad de Vigo.
- Orazalin, N. (2019). Board gender diversity, corporate governance, and earnings management: Evidence from an emerging market. *Gender in Management*, 35(1), 37–60. <https://doi.org/10.1108/GM-03-2018-0027>.
- Palanissamy, A. (2015). CEO Duality – An Explorative Study. *European Scientific Journal*, 11(10), 33–44.
- Pham, H. Y., Chung, R. Y., Roca, E., & Bao, B. (2019). Discretionary accruals: signalling or earnings management in Australia? *Accounting and Finance*, 59(2), 1383–1413.
- Poletti-Hughes, J., & Briano-Turrent, G. C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62(January), 80–90. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.02.004>.
- Poth, S., & Selck, T. J. (2009). Principal Agent Theory and Artificial Information Asymmetry. *Politics*, 29(2), 137–144. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9256.2009.01349.x>.

- PwC. (2020). *Turning crisis into opportunity: PwC's 2020 Annual Corporate Directors Survey*. Retrieved from <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/assets/pwc-2020-annual-corporate-directors-survey.pdf>.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002313>.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.
- Steinle, C., Schiele, H., & Ernst, T. (2014). Information Asymmetries as Antecedents of Opportunism in Buyer-Supplier Relationships: Testing Principal-Agent Theory. *Journal of Business-to-Business Marketing*, 21(2), 123–140. <https://doi.org/10.1080/1051712X.2014.903457>.
- Thomsen, S., & Conyon, M. J. (2012). *Corporate Governance Mechanisms and Systems*. McGraw-Hill.
- Turnbull, S. (1997). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. *Corporate Governance*, 5(4), 180–205.
- Wahid, A. S. (2018). The Effects and the Mechanisms of Board Gender Diversity: Evidence from Financial Manipulation. *Journal of Business Ethics*, 159(3), 705–725.
- Wang, Y. L., Shen, K. Y., Huang, J. Y., & Luarn, P. (2020). Use of a refined corporate social responsibility model to mitigate information asymmetry and evaluate performance. *Symmetry*, 12(8). <https://doi.org/10.3390/SYM12081349>.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5).
- Zalata, A. M., Taurigana, V., & Tingbani, I. (2018). Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter? *International Review of Financial Analysis*, 55, 170–183.
- Zattoni, A., & Judge, W. (2012). *Corporate Governance and Initial Public Offerings*. Cambridge University Press.