



Sofia Alexandra Cardoso Dias

# O IMPACTO DO TAMANHO E DA DIVERSIDADE DE CARATERÍSTICAS DAS EQUIPAS DE GESTÃO DE TOPO NO DESEMPENHO FINANCEIRO O CASO DAS EMPRESAS COTADAS NA EURONEXT LISBON

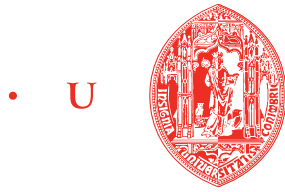
Dissertação de Mestrado em Gestão, orientada pelo Professor Doutor Paulo Miguel Gama e apresentada  
à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

Julho de 2016



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





• C •

FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Sofia Alexandra Cardoso Dias

# **O Impacto do Tamanho e da Diversidade de Caraterísticas das Equipas de Gestão de Topo no Desempenho Financeiro:**

O caso das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

Dissertação de Mestrado em Gestão apresentada à Faculdade de  
Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Mestre

Orientador: Professor Doutor Paulo Miguel Marques Gama

Coimbra, 2016



*À memória do meu irmão André.*



## **Agradecimentos**

Agradeço toda a dedicação, paciência e empenho do Professor Doutor Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves, que se mostrou disponível desde o primeiro minuto para me orientar neste trabalho. Agradeço os conhecimentos que me transmitiu e as críticas que contribuíram para melhorar esta dissertação.

Um agradecimento muito especial aos meus pais, pela vida, amor, força e fé. Obrigada ao meu irmão Mário, pelo exemplo, apoio constante, união e cumplicidade. Ao meu irmão André, pela lição de perseverança e humildade que me deu na vida. Este trabalho também vos pertence. Estarei eternamente grata.

Obrigada ao meu namorado André, pela motivação, compreensão e amor, todos os dias. Agradeço aos meus avós e à minha tia, por terem contribuído para chegar até aqui, por me passarem os valores do trabalho e da responsabilidade. À minha madrinha Natalie, pelo apoio e preocupação, desde sempre.

Agradeço a todos os que fizeram comentários e críticas que permitiram melhorar esta dissertação. Obrigada também aos amigos da minha terra, aos colegas que conheci na Universidade de Aveiro, na Universidade de Utrecht e na Universidade de Coimbra. Um agradecimento final a todos os professores com quem me cruzei ao longo do meu percurso académico. Cada um de vós contribuiu para que a minha caminhada fosse mais enriquecedora, obrigada!





## Resumo

O objetivo desta dissertação é analisar o impacto do tamanho e da diversidade das características das Equipas de Gestão de Topo (TMT) no desempenho financeiro das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, no período 2010 a 2014. A TMT tem como membros constituintes: o Presidente do Conselho de Administração (CA), Vice-Presidente do CA, Presidente da Comissão Executiva (CEO) e todos os Diretores, Administradores ou Membros que exerçam funções executivas na sociedade. O desempenho financeiro foi medido através de duas perspetivas: contabilística, usando a variável Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE) e de mercado, através da medida Tobin's Q. As variáveis explicativas testadas foram o tamanho da TMT, a diversidade de género, a diversidade de idade, a diversidade de *tenure* na TMT, a diversidade de *tenure* total, a diversidade do *background* educacional e a diversidade do *background* funcional. O estudo concluiu que existe um impacto da TMT no desempenho financeiro, embora tenham sido obtidos efeitos mistos. Especificamente, os resultados indicam que um maior tamanho na TMT está associado a um melhor desempenho financeiro. A diversidade de género está ligada positivamente a um melhor desempenho contabilístico. Uma maior diversidade de *tenure* na TMT e de *background* educacional dos gestores estão relacionados com piores desempenhos das empresas. A diversidade de idade e a *tenure* total têm resultados mistos, sendo que a heterogeneidade de ambas as características influencia negativamente o desempenho contabilístico e positivamente o desempenho de mercado. A diversidade de *background* educacional mostra estar negativamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas e a diversidade de *background* funcional mostra não ter qualquer relação com o desempenho. Na generalidade, uma maior diversidade de características na TMT influencia negativamente o ROE e positivamente o Tobin's Q, sendo que o tamanho da TMT está positivamente associado ao desempenho contabilístico e o tamanho da empresa está negativamente relacionado com o desempenho de mercado.

**Palavras-chave:** Governo das Sociedades; Equipas de Gestão de Topo; Desempenho Financeiro; Diversidade; Tamanho da TMT; Características Demográficas da TMT.



## **Abstract**

The purpose of the present study is to research the relationship between the characteristics of Top Management Teams (TMT) and financial performance of the Portuguese companies listed on Euronext Lisbon, during the period 2010-2014. The top management team is constituted by the Chairman of the Board, Vice-Chairman of the Board, Chief Executive Officer (CEO) and all executive officers, directors or members belonging to c-suite, who carry out executive functions in the companies. The financial performance has been proxied through measures of accounting and market performance, measured by Return on Equity (ROE) and Tobin's Q, respectively. As variables for the characteristics we tested: size of TMT, gender diversity, age diversity, TMT tenure diversity, tenure diversity, educational diversity and functional diversity. The results obtained have highlighted a mixed influence of the characteristics variables on financial performance. Specifically, we found that greater TMT size is associated with better financial performance. Gender diversity is linked to better accounting performance. A greater TMT tenure and educational diversity have mixed results, where in both are negatively related to accounting measures and positively related to market performance. Educational diversity showed to be negatively associated with firm financial performance and the diversity of functional background had no relation with performance. In general, a greater diversity of TMT characteristics negatively influences the ROE and positively Tobin's Q, and the size of TMT is positively associated with the accounting performance and the size of the company is negatively related to market performance.

**Keywords:** Top Management Team; Financial Performance; Corporate Governance; Diversity; TMT size; TMT demographic characteristics



## **Lista de Siglas e Abreviaturas**

CA – Conselho de Administração

CE – Comissão Executiva

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

COO – Chief Operating Officer

FTSE – *Financial Times Stock Exchange*

GRETl - *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*

ICB – *Industry Classification Benchmark*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

IPO – *Initial Public Offering*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares*

PBV – *Price Book Value*

PER – *Price Earnings Ratio*

ROA – Rendibilidade do Ativo

ROE – Rendibilidade do Capital Próprio

ROIC – Rendibilidade do Capital Investido

ROS – Rendibilidade das Vendas

S&P – *Standard & Poor's*

SA – Sociedade Anónima

SABI – *Iberian Balance Sheets Analysis System*

SGPS – Sociedade(s) Gestora(s) de Participações Sociais

SPSS - *Statistical Package for the Social Sciences*

TMT – *Top Management Team*



## Lista de Figuras, Gráficos, Quadros e Tabelas

Gráfico 1 Número de Empresas por Modelo de Governo Societário .....	6
Quadro 1 Definições de Equipas de Gestão de Topo .....	9
Figura 1 A perspetiva Upper Echelons das Organizações .....	12
Quadro 2 Empresas Constituintes da Amostra .....	29
Quadro 3 Hipóteses do Estudo .....	30
Quadro 4 Resumo das Variáveis de Controlo .....	40
Tabela 1 Estatísticas Descritivas.....	44
Tabela 2 Matriz de Correlação de Pearson.....	46
Tabela 3 Valores médios das variáveis independentes por ano.....	48
Tabela 4 Tabela Resumo da Análise Univariada .....	49
Tabela 5 Regressão <i>Pooled</i> OLS - ROE .....	53
Tabela 6 Regressão <i>Pooled</i> OLS - Tobin's Q.....	59
Tabela 7 Testes de robustez .....	65
Tabela 8 <i>Pooled</i> OLS – ROA e PBV.....	69
Tabela 9 <i>Pooled</i> OLS da diversidade global .....	71





## Sumário

1. Introdução .....	1
2. Revisão de Literatura .....	3
2.1. As Equipas de Gestão de Topo .....	3
2.1.1. O Governo das Sociedades em Portugal.....	3
2.1.2. Coligação Dominante e Teoria <i>Upper Echelons</i> .....	7
2.1.3. Composição das <i>Top Management Teams</i> .....	8
2.2. Impacto das TMT no Desempenho das Empresas.....	10
2.3. Caraterísticas das Equipas de Gestão de Topo.....	12
2.3.1. Tamanho das TMT .....	14
2.3.2. Diversidade de Caraterísticas nas TMT.....	15
3. Método de Investigação .....	27
3.1. Definição da Amostra .....	27
3.2. Variáveis do estudo .....	30
3.2.1. Variáveis dependentes .....	30
3.2.2. Variáveis independentes.....	32
3.2.3. Variáveis de controlo .....	35
3.3. Modelo de Estimação.....	40
4. Resultados .....	43
4.1. Descrição da amostra .....	43
4.2. Análise Univariada .....	48
4.2.1. Perspetiva contabilística .....	49
4.2.2. Perspetiva de mercado .....	50
4.3. Análise Multivariada .....	51
4.3.1. Perspetiva contabilística .....	52
4.3.2. Perspetiva de mercado .....	57
4.4. Testes de Robustez e Adicionais.....	64
4.5. Teste à Diversidade Global .....	71
5. Conclusões .....	73
6. Referências bibliográficas .....	79
7. Anexos.....	87



## 1. Introdução

O papel das empresas e, em particular dos gestores de topo, têm sido postos à prova nas últimas décadas devido à internacionalização das empresas, à evolução das tecnologias e pelo impacto das próprias conjunturas económicas e financeiras dos vários países, entre outros fatores. Este desafio coloca-se não só a grandes empresas, mas também a pequenas e médias. Neste sentido, os líderes das organizações têm uma importância fundamental na direção estratégica das organizações, pois são eles que tomam as decisões que irão afetar as empresas em vários sentidos.

É perceptível ao longo dos anos uma alteração na literatura das organizações, onde o foco inicial eram os gestores de topo e as estratégias definidas por estes, para um foco nas *Top Management Teams* (TMT) (Hambrick & Mason, 1984). A investigação desenvolvida neste âmbito, em particular a partir da década de 80, deixa de ver o poder da gestão de uma empresa como estando centrado apenas no Presidente do Conselho de Administração (CA) ou no Presidente Executivo (*Chief Executive Officer* ou CEO). A gestão das empresas começa a ser vista como uma atividade partilhada, onde toda a estrutura da empresa é importante, nomeadamente a equipa que colabora diretamente com os gestores de topo, a Equipa de Gestão de Topo (Hambrick, 2010).

A Teoria *Upper Echelons* de Hambrick & Mason (1984) veio dar um novo enfoque à TMT. Esta teoria defende que os resultados das empresas, escolhas estratégicas e os níveis de *desempenho financeiro*, são parcialmente explicadas pelo *background* de características psicológicas e observáveis dos gestores de topo das organizações.

Hambrick & Mason (1984) dão ênfase à diversidade ou heterogeneidade das características dentro da equipa de gestão, sugerindo que sejam feitas pesquisas de modo a perceber se a heterogeneidade estaria associada ao desempenho financeiro das empresas. Desta forma, surgiram várias investigações que relacionaram a diversidade de características da TMT com o desempenho financeiro, obtendo resultados mistos.

Neste sentido, o presente estudo pretende analisar se o tamanho e diversidade das características das Equipas de Gestão de Topo das empresas portuguesas, cotadas na *Euronext Lisbon*, têm impacto no desempenho financeiro dessas empresas. As características analisadas neste estudo serão o género, a idade, os anos de permanência na

TMT e os anos de experiência profissional (*tenure* na TMT e *tenure* total), o *background* educacional e o *background* funcional

Este tema é particularmente importante e inovador, porque analisa não só as características, como a diversidade dessas características e o tamanho da TMT. O conceito de *Top Management Teams* foi até agora pouco explorado em estudos portugueses. Além disso, este estudo relaciona-o com um outro também pouco estudado, o conceito da heterogeneidade ou diversidade das características demográficas dos gestores.

É dado enfoque ao tamanho da TMT, pois estudos de Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006) referem que este pode ser um indicador particularmente conclusivo acerca de qual a dimensão ideal de uma Equipa de Gestão de Topo. A maioria dos estudos não aborda este indicador isoladamente ou não lhe dá o devido destaque, pois é regularmente usado como variável que controla efeitos de outras variáveis.

Esta dissertação encontra-se dividida em sete capítulos. O capítulo dois abordará a temática principal, as Equipas de Gestão de Topo, fazendo um enquadramento do tema tendo em conta a realidade dos modelos de governo das sociedades em Portugal. Depois faremos uma abordagem mais profunda à origem do conceito TMT, qual a sua composição e qual a definição de TMT que adotaremos neste estudo. Seguidamente falaremos do impacto que as TMT podem ter no desempenho. Por fim, iremos analisar em profundidade a diversidade de características e o tamanho da TMT e justificar o porquê de serem influenciadores do desempenho financeiro das empresas.

O capítulo três diz respeito à análise empírica, onde detalharemos a amostra, as variáveis do estudo e o modelo de estimação a aplicar. O capítulo quatro fará uma análise da amostra e respetivas estatísticas descritivas. Depois apresentará os resultados obtidos e discussão da análise univariada, da análise multivariada, dos testes de robustez e adicionais e, ainda, do teste realizado à diversidade global das características. Por fim, o capítulo cinco destacará as principais conclusões deste estudo, bem como as suas limitações e sugestões para investigações futuras nesta área.

## **2. Revisão de Literatura**

Ao longo deste capítulo aprofundaremos o tema, sustentado na análise da literatura empírica e teórica. Na secção 2.1. começaremos por apresentar os modelos de governo das sociedades que as empresas em Portugal adotam, de forma a enquadrar o tema e perceber qual a composição da Equipa de Gestão de Topo<sup>1</sup> que melhor se adequa às empresas portuguesas. Depois iremos explicitar a origem do conceito, de forma a entender o porquê do estudo do tamanho e da diversidade da TMT. Concluiremos esta secção com a abordagem das múltiplas operacionalizações que o conceito de TMT pode tomar e explicitaremos a definição de Equipas de Gestão de Topo adotada para este estudo.

Na secção 2.2. será explicado que tipo de impactos ou influências pode trazer uma Equipa de Gestão de Topo para as organizações. Por fim, na secção 2.3. falaremos do tamanho e das características da TMT que iremos testar e definiremos as hipóteses do estudo.

### **2.1. As Equipas de Gestão de Topo**

#### **2.1.1. O Governo das Sociedades em Portugal**

Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), *Corporate Governance*<sup>2</sup> é um sistema pelo qual as organizações são geridas e controladas (OECD, 2005). Em Portugal, o Código das Sociedades Comerciais e o Código de Governo das Sociedades da CMVM estabelecem a conduta legislativa a aplicar no Governo das Sociedades Portuguesas. Estes Códigos especificam os modelos de governo que podem ser adotados, definem o papel dos órgãos da sociedade e atribuem os direitos e responsabilidades aos diferentes membros organização.

As sociedades portuguesas emitentes de ações, admitidas à negociação em mercado regulamentado, são obrigadas a elaborar um relatório anual detalhado sobre a

---

<sup>1</sup> O conceito de Equipas de Gestão de Topo é a tradução da palavra anglo-saxónica *Top Management Teams*, regularmente usado com a sigla TMT. Neste estudo adotámos a tradução portuguesa de Equipas de Gestão de Topo, mas mantivemos a abreviatura TMT.

<sup>2</sup> O conceito inglês de *Corporate Governance* será traduzido neste estudo como Governo Societário ou Governo das Sociedades.

estrutura e práticas do Governo Societário, de acordo com o Regulamento<sup>3</sup> da CMVM nº 4/2013 e com o Código dos Valores Mobiliários<sup>4</sup>. O artigo 405º do Código das Sociedades Comerciais<sup>5</sup> (CSC) define as competências do Conselho de Administração:

*1 - Compete ao conselho de administração gerir as actividades da sociedade, devendo subordinar-se às deliberações dos accionistas ou às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria apenas nos casos em que a lei ou o contrato de sociedade o determinarem. 2 - O conselho de administração tem exclusivos e plenos poderes de representação da sociedade.*

O Conselho de Administração pode delegar os seus poderes de gestão, a não ser que os estatutos da sociedade o proíbam, em um ou mais Administradores Executivos ou numa Comissão Executiva que façam a gestão corrente da sociedade. Segundo o artigo 407º do CSC, caso haja delegação numa Comissão Executiva, o “Conselho de Administração ou os membros da Comissão Executiva devem designar um Presidente da Comissão Executiva” que deve:

*a) Assegurar que seja prestada toda a informação aos demais membros do conselho de administração relativamente à actividade e às deliberações da comissão executiva; b) Assegurar o cumprimento dos limites da delegação, da estratégia da sociedade e dos deveres de colaboração perante o presidente do conselho de administração.*

Segundo o Instituto Português de *Corporate Governance*, o CA deve assegurar a gestão da sociedade, tendo um papel de monitorização e supervisão quando são delegados poderes de gestão executiva (IPCG, 2011). Os membros nomeados para gestão executiva da empresa, ou seja, os Administradores Executivos ou Comissão Executiva, tomam e implementam decisões em linha com as estratégias exigidas pelo Conselho de Administração. Por outro lado, os Administradores Não Executivos têm a função de

---

<sup>3</sup> O Regulamento da CMVM nº 4/2013 revoga o Regulamento da CMVM nº 1/2010 relativo ao Governo das Sociedades. Este regulamento obriga as sociedades à prestação de informação sobre o Governo Societário, sendo que deixa de haver obrigatoriedade de as mesmas seguirem o Código de Governo das Sociedades disponibilizado pela CMVM, passando a admitir o recurso a outros Códigos de Governo, desde que a sociedade o justifique de forma fundamentada essa diferente opção.

<sup>4</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. Contém alterações introduzidas pelo surgimento de várias Leis e Decretos-Lei.

<sup>5</sup> Código das Sociedades Comerciais (DL n.º 262/86, de 02 de Setembro) versão 45ª atualizada (Lei n.º 148/2015, de 09/09).

supervisão e fiscalização da atuação dos membros executivos da empresa. Segundo o CSC, o Conselho de Administração não deve delegar competências no que toca à definição das estratégias e políticas da sociedade e outras situações definidas nos estatutos e legislação das sociedades portuguesas (IPCG, 2011).

O CSC permite a acumulação de funções no que toca à presidência do CA e do CE, ou seja, o Presidente do Conselho de Administração também pode exercer funções de Presidente da Comissão Executivo. No caso português, o Código de Governo das Sociedades da CMVM recomenda que devem ser encontrados mecanismos que coordenem eficientemente os membros não executivos, de modo a assegurar a independência e decisão informada do CA, assim como dos acionistas da sociedade.

Neste sentido, é fundamental uma clara definição dentro da empresa, assim como uma boa articulação entre os dois cargos, quando estes são ou não acumulados pela mesma pessoa. Como já foi referido anteriormente, o Código das Sociedades Comerciais faz essa clarificação de funções, nomeadamente no que toca aos três modelos distintos da estruturação do governo societário que estão previstos para Portugal. No ano de 2006, foi publicado um decreto-lei que levou à alteração do Código das Sociedades Comerciais no que respeita ao Governo das Sociedades, fruto das recomendações propostas pela Comissão Europeia.

O Decreto-Lei n.º 76-A/2006 procedeu ao aumento do número de modelos possíveis de administração e fiscalização de empresas previstos no CSC, de dois para três Modelos Societários que são os seguintes: Modelo Latino ou Monista, Modelo Anglo-Saxónico e Modelo Dualista.

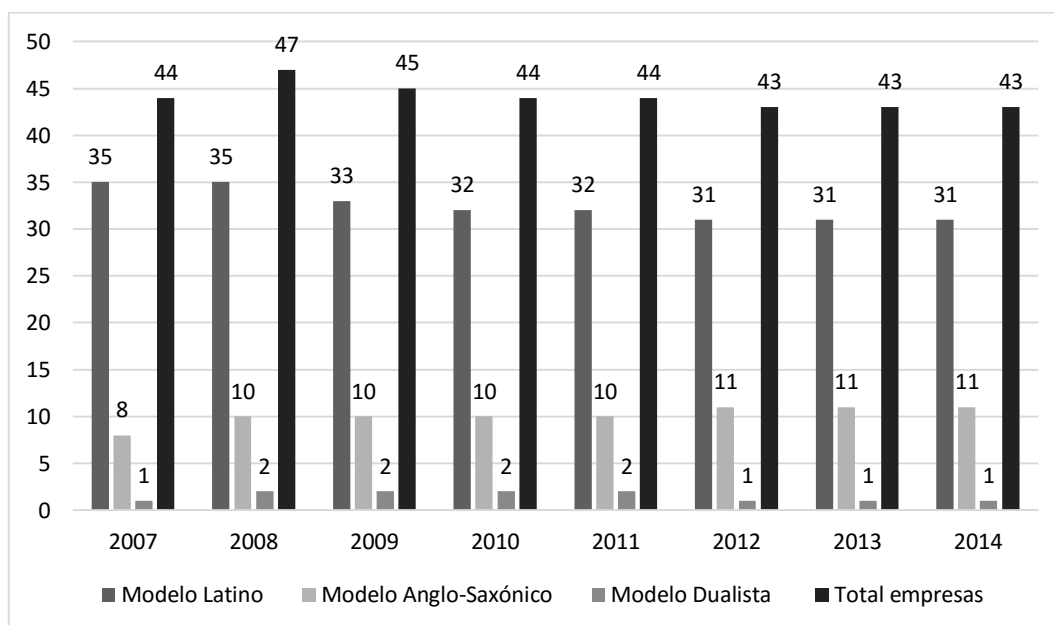
Nos Modelos Latino e Anglo-Saxónico, compete ao Conselho de Administração gerir todas as atividades definidas pela sociedade, “sem prejuízo da delegação de competências numa Comissão Executiva” (IPCG, 2011). O CA deve-se submeter às decisões resultantes da Assembleia Geral ou do órgão de fiscalização, nos casos previstos pela lei, ou se os estatutos da sociedade assim o definam.

No caso do Modelo Dualista, o poder de gestão executiva é delegado a uma Comissão Executiva. O CA desempenha o papel de fiscalizador e de controlo dos administradores executivos. A CE é composta pelos membros eleitos pelo Conselho de

Administração ou Assembleia Geral, sendo que o presidente do Conselho de Administração e o presidente da Comissão Executiva são pessoas diferentes. A CMVM obriga todas as sociedades cotadas a deixar estas funções bem explícitas nos Relatórios de Governo das Sociedades, apresentados anualmente à CMVM e publicamente disponíveis para investidores, acionistas e público em geral.

Os Modelos de Governo Societário diferem de país para país e de empresa para empresa. Depois de analisados os Relatórios Anuais sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal da CMVM, chegamos a uma conclusão clara relativamente ao Modelo de Governo Societário predominante. A distribuição dos Modelos, entre os anos 2007 e 2014, era feita do seguinte modo:

Gráfico 1 Número de Empresas por Modelo de Governo Societário



Fonte: Elaboração Própria

O gráfico permite-nos concluir que, em Portugal, o Modelo Latino é predominante ao longo dos anos. Em segundo lugar, encontra-se o Modelo Anglo-Saxónico com uma variação de 8 a 11 sociedades, verificando-se um ligeiro aumento entre 2007 e 2008. O número de empresas que adota o Modelo Dualista é muito reduzido, variando entre uma a duas empresas.



### 2.1.2. Coligação Dominante e Teoria *Upper Echelons*

Para percebermos o porquê do surgimento do conceito de *Top Management Teams*, é necessário recordar as primeiras abordagens que surgem na década de 60, mas com maior enfoque a partir de 1980. Os autores Cyert & Mach (1963) referem a importância de ir para além do estudo dos líderes, como seres individuais que têm impacto na empresa. As pequenas empresas operam geralmente sob a orientação de um líder, mas isso não acontece em empresas maiores. Empresas de maiores dimensões são coligações de indivíduos ou grupos, que podem incluir gestores, acionistas, empregados, entre outros, os quais exercem grande influência na determinação dos objetivos e estratégias de uma organização (Cyert & March, 1963).

Mais tarde, Bourgeois (1980) surge com maior destaque nesta área defendendo que o poder da tomada de decisão estratégica nas empresas está assente num grupo-chave de influentes, designados de *dominant coalition* (traduzido aqui por coligação dominante). O termo *Top Management Team (TMT)* surge alguns anos depois, sendo que a primeira grande abordagem foi a de Hambrick & Manson (1984), com o artigo *Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers*.

As TMT foram consideradas um sinónimo do conceito de *dominant coalition* por alguns autores (Pearce, 1995). Estes conceitos podem coincidir em alguns casos, contudo há situações em que o conceito de coligação dominante e TMT não se sobrepõem. De acordo com Pearce (1995), esta situação pode ocorrer quando, por exemplo, um diretor executivo não está envolvido na formulação das estratégias da empresa ou, quando um membro da empresa que não pertence à equipa de gestão, exerce grande influência na empresa.

Verificamos, assim, uma alteração de paradigma em que os investigadores deixam de falar no exercício do poder de gestão “entregue nas mãos” de uma só pessoa, para passar a abordar a gestão de uma empresa como uma atividade partilhada e que vai para além do presidente do CA (*chairman*) ou do CEO (Hambrick, 2010).

No sentido de sintetizar toda a literatura existente sobre as características dos gestores de topo numa nova perspetiva, os autores Hambrick & Mason (1984) desenvolveram uma nova abordagem: a teoria de *Upper Echelons*. Esta teoria defende que

os resultados das empresas, escolhas estratégicas e os níveis de *desempenho financeiro*, são parcialmente explicadas pelo *background* de características dos gestores de topo das organizações (Hambrick & Mason, 1984). A perspectiva *Upper Echelons*, que vai ser detalhada mais adiante quando falarmos das características da TMT, reforça precisamente o conceito de coligação dominante desenvolvido por Cyert & March (1963) e Bourgeois (1980), levando-o para uma nova abordagem, as *Top Management Teams*.

Os autores Hambrick & Mason (1984) referem que embora tenham noção que o poder de uma empresa esteja maioritariamente assente nos gestores de topo, é importante o estudo das equipas no seu todo, dado que o Presidente do CA ou CEO delegam a maioria das suas tarefas nos seus “subordinados diretos” (por exemplo, diretores e vice-presidente). Como tal, as organizações são o reflexo dos seus gestores de topo e não apenas de um líder. Além disso, na maioria das empresas, nenhum outro grupo com menos pessoas tem a capacidade de afetar as atividades e a estratégia da empresa como fazem as TMT (Hambrick, 2010).

### **2.1.3. Composição das *Top Management Teams***

A constituição das *Top Management Teams* não é comum a todos os trabalhos de investigação científicos, porém quase todas as operacionalizações deste conceito têm pontos em comum. A literatura sobre *Top Management Teams* é vasta, sendo que a maioria dos estudos foi desenvolvido em empresas situadas nos Estados Unidos e com maior enfoque em grandes empresas. A tabela seguinte pretende resumir as operacionalizações de TMT mais recorrentes na literatura.

Quadro 1 Definições de Equipas de Gestão de Topo

Autores	Constituição da TMT
Michel & Hambrick (1992); Wiersema & Bantel (1992); Sanders & Carpenter (1998); Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton (2000); Carpenter & Fredrickson (2001); Carpenter (2002); Wei, Lau, Young, & Wang (2005); Canella Jr., Park, & Lee (2008); Dhaouadi (2014); Menz & Scheef (2014); Díaz-Fernandez, Gonzalez-Rodríguez, & Simonetti (2015); Hambrick, Humphrey, & Gupta (2015)	Dois principais órgãos da empresa, os quais incluem os seguintes membros: Presidente do Conselho de Administração; Vice-Presidente do CA; Presidente/Diretor Executivo (CEO); Presidente ( <i>President</i> ), Diretor Financeiro (CFO); Diretor Operacional ou de Operações (COO); e os seguintes membros dos órgãos executivos mais altos
Bourgeois (1980); Fredrickson and Iaquinto (1989); Smith, <i>et al.</i> (1994); Iaquinto and Fredrickson (1997); Buyl, Boone, Hendriks, & Matthysens (2011); Buyl, Boone, & Hendriks (2014); Lo & Fu (2015)	CEO identifica quem constitui a sua Equipa de Gestão de Topo
Carpenter & Sanders (2002); Dezsó & Ross (2012); Dezo, Ross, & Uribe (2016)	Remuneração dos gestores: o CEO e os quatro outros gestores mais bem pagos na empresa.
Nath & Mahajan (2008); Nielsen (2010b); Nielsen & Nielsen (2013)	Lista de executivos que consta nos relatórios anuais das empresas

Procedemos à condensação dos vários conceitos, chegando a quatro operacionalizações principais e mais comuns na literatura. Em geral, as equipas têm um número relativamente baixo de pessoas, as quais estão normalmente em cargos de alta responsabilidade na empresa e são responsáveis por tomar as decisões que afetam os níveis de desempenho financeiro e a sua direção estratégica.

Para além destes estudos, realça-se ainda a meta-análise desenvolvida por Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006), intitulada de “*Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: A Meta-Analytic Examination*”. Depois de testados vários modelos com operacionalizações diferentes de TMT, os autores não encontram evidência de uma única construção latente entre as definições que foram selecionadas. Esta pode ser a razão pela qual os diferentes conceitos podem possivelmente explicar diferentes resultados obtidos na literatura desta área (Certo, Lester, Dalton, & Dalton, 2006).

Os autores Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006) concluíram que seria benéfico se existisse uma uniformização do conceito de TMT na literatura, sugerindo que a definição de TMT deve basear-se nos dois principais órgãos (*tiers*) da empresa, os quais devem incluir os executivos de topo, como CEO, Presidente do CA, Presidente (*President*), Diretor Financeiro e os seguintes membros dos órgãos de gestão de topo. Hambrick (2010, 2015), um dos grandes investigadores da Teoria *Upper Echelons* e do conceito de *Top Management Teams*, refere que uma TMT é essencialmente uma referência a um grupo relativamente pequeno de 3 a 10 gestores principais, cujo qual é constituído pelos executivos nos cargos mais altos das organizações, nomeadamente os gestores de topo (CEO ou Presidente) e os seus subordinados diretos.

O conceito de TMT usado neste estudo vai ao encontro da operacionalização da maioria dos autores da literatura desta área. Assim, a Equipa de Gestão de Topo terá como membros constituintes os seguintes: Presidente do CA (*chairman*), Vice-Presidente do CA, Presidente da Comissão Executiva (CEO) e todos os Diretores, Administradores ou Membros que exerçam funções executivas na sociedade.

Por outro lado, esta definição também pretende estar de acordo com as estruturas dos Modelos de Governo da Sociedade das empresas portuguesas. Nomeadamente, o Modelo Latino sendo o predominante verificamos que o Conselho de Administração pode exercer funções executivas ou delegar essas competências numa Comissão Executiva. Neste modelo societário o CA tem uma maior envolvimento na gestão diária/executiva da empresa, comparado com o Modelo Dualista. Neste último, o CA e o CE são dois órgãos distintos, confinados a funções de gestão previstas nos estatutos da sociedade e na legislação portuguesa.

## **2.2. Impacto das TMT no Desempenho das Empresas**

Ao longo dos anos tem vindo a ser criada uma forte discussão, precisamente pelo facto de saber em que medida as Equipas de Gestão de Topo podem influenciar positivamente ou negativamente o desempenho das empresas.

De acordo com Hambrick & Mason (1984), o desempenho das organizações é visto como um reflexo das características, dos valores e do conhecimento dos principais atores envolvidos. Wiersema & Bantel (1992) defendem que os investigadores mantiveram sempre um forte interesse nas características da TMT, porque a gestão e as decisões de uma empresa são inevitavelmente uma atividade partilhada, onde coletivamente se efetuam mudanças estratégicas que determinam os resultados das empresas.

Um estudo desenvolvido por Lo & Fu (2015) sobre a interação entre as Equipas de Gestão de Topo e o CEO, conclui que as características de ambas as partes afetam positivamente o desempenho da empresa. Os autores sugerem que as empresas devem de ter em conta a correlação e dinâmica entre as TMT e o CEO, porque estes contribuem para o desempenho da organização.

De acordo com Eisenhardt (2013), algumas Equipas de Gestão de Topo podem ter mais impacto na forma de desenvolvimento de organizações mais empreendedoras. Além disso, o autor afirma que existe um forte impacto dos membros da TMT no tipo de mercados onde as suas empresas atuam. As decisões estratégicas são apenas uma pequena parte de como as TMT também podem afetar o desempenho financeiro das empresas. Pode também existir grande influência através de fatores internos e externos que afetam a gestão diária das TMT nas organizações. O impacto da própria composição das Equipas de Gestão de Topo pode ter impacto no desempenho das empresas (Eisenhardt, 2013).

Segundo Dhaouadi (2014), as várias personalidades, *backgrounds* e formas de pensamento afetam as estratégias das empresas. Neste sentido, estudar a diversidade demográfica pode ser conclusivo acerca do desempenho financeiro das empresas. Este autor conclui que o efeito da diversidade de gestores da TMT no desempenho financeiro é mais notório em empresas de maiores dimensões, justificando este facto com complexidade de gestão e operações em empresas maiores, as quais são geridas por TMT mais diversificadas e habituadas a tomar decisões complexas.

Como vimos anteriormente, existem várias razões para o impacto das TMT no desempenho das empresas, sendo que as características demográficas são um dos principais argumentos para este impacto.

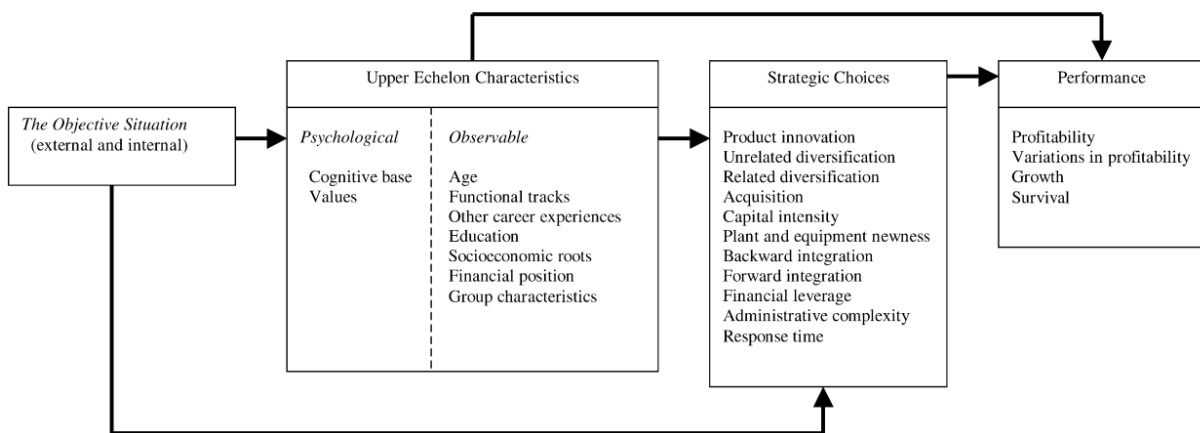
### 2.3. Características das Equipas de Gestão de Topo

Hambrick & Mason (1984) são dos primeiros estudos a dar ênfase e a aprofundar o possível impacto das características dos gestores de topo nas organizações, dando prioridade às características observáveis, ao invés das dimensões psicológicas estudadas até então. Os autores referem que o *background* de características pode constituir um indicador daquilo que um gestor “leva consigo” para a administração de uma empresa, como é o caso da sua idade, do tempo que está na organização, do *background* funcional, da educação, das raízes socioeconómicas e da sua posição financeira.

Como podemos observar na figura 1, no centro, e como parte fundamental da Teoria *Upper Echelons*, estão as características dos gestores de topo: psicológicas e observáveis. Estas são tidas como determinantes das suas escolhas estratégicas e do desempenho da organização.

As características observáveis são: a idade, a área funcional, outras carreiras/experiências profissionais, a educação, o *background* sócio-económico, a posição financeira e as características do grupo. As características psicológicas, que os autores dizem ter impacto no pensamento racional dos gestores, são os valores e as perceções. Dado que as características psicológicas não são observáveis, a teoria dos *Upper Echelons* destaca as características observáveis como “substitutos eficientes”, as quais fornecem informação suficiente para explicar as características não observáveis (Hambrick & Mason, 1984).

Figura 1 A perspectiva *Upper Echelons* das Organizações



Fonte: Hambrick & Mason (1984)

Para além do estudo das características observáveis, Hambrick & Mason (1984) dão ênfase à dispersão ou heterogeneidade dentro da equipa de gestão, sugerindo que sejam feitas pesquisas de modo a perceber se a heterogeneidade estaria associada à rentabilidade das empresas.

Depois do desafio lançado por estes autores para ser criado um *research program*, surgiram diversos estudos que relacionaram não só as características, como também a diversidade dessas características com o desempenho das empresas (Murray, 1989; Wiersema & Bantel, 1992; Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton, 2000; Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003; Wei, Lau, Young, & Wang, 2005; Certo, Lester, Dalton, & Dalton, 2006; Canella Jr., Park, & Lee, 2008; Hambrick, 2010; Buyl, Boone, Hendriks, & Matthyssens, 2011; Wei & Wu, 2013; Nielsen & Nielsen, 2013; Dhaouadi, 2014; Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015).

Tendo como base os estudos de Hambrick & Mason (1984) e seguindo a investigação desenvolvida por Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006), o nosso estudo focar-se-á no tamanho das TMT e na diversidade/heterogeneidade das características da TMT. Neste sentido, pretendemos averiguar em que medida estes indicadores têm impacto no desempenho financeiro das empresas. Relativamente à diversidade, abordaremos cinco características demográficas: o género, a idade, a *tenure*<sup>6</sup> (na TMT e total), o *background* funcional e o *background* educacional.

Seguidamente faremos uma abordagem destas características de modo a perceber em que medida poderão ter impacto no desempenho financeiro das empresas. De referir que existem vários estudos sobre a TMT, mas sobre a diversidade/heterogeneidade das TMT, a bibliografia não é tão vasta. Deste modo, apresentaremos literatura que sustenta somente o impacto das características dos gestores isoladamente, mas também analisaremos os estudos que se debruçarem sobre o conceito de diversidade das características.

---

<sup>6</sup> Para facilitar a leitura, obteremos pelo uso do conceito inglês *tenure*, que na língua portuguesa significa os anos de experiência ou permanência num dado cargo. Faremos também uma distinção deste conceito, ou seja, existiram dois tipos de *tenure*: *tenure* na TMT e *tenure* total. Estes conceitos serão explicados na secção 2.3.2.3.

### **2.3.1. Tamanho das TMT**

O tamanho das TMT é regularmente usado como variável de controlo (Wiersema & Bantel, 1992; Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton, 2000; Canella Jr., Park, & Lee, 2008; Buyl, Boone, Hendriks, & Matthyssens, 2011; Hambrick, Humphrey, & Gupta, 2015). No entanto, existem alguns estudos que usam o tamanho da TMT como variável explicativa, de forma a testar o seu efeito (Haleblian & Finkelstein, 1993; Certo, Lester, Dalton, & Dalton, 2006).

De acordo com Haleblian & Finkelstein (1993), o tamanho das Equipas de Gestão de Topo é um dos indicadores mais importantes na determinação do desempenho financeiro das empresas. Estes autores defendem que as TMT de menores dimensões podem ser mais eficazes em indústrias/ambientes relativamente mais estáveis e cujas decisões são mais rotineiras. Por outro lado, TMT de dimensões superiores poderão ter uma melhor capacidade para liderar com ambientes complexos, com necessidade de processamento rápido de informação e poderão ser mais produtivas nesse sentido.

Nomeadamente, as TMT de maiores dimensões são referidas pelos autores como estando mais associadas à capacidade de gestão da informação. O aumento do tamanho das TMT é uma das formas de aumentar o processamento de informação quando existe essa necessidade, fruto do crescimento das empresas, da introdução de novos produtos ou novos clientes (Haleblian & Finkelstein, 1993). As Equipas de Gestão de maiores dimensões permitem às empresas terem a capacidade para perceber e lidar com a complexidade que resulta de decisões estratégicas tomadas pela gestão de topo.

Vários estudos referidos por Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) apresentam ambas as situações de relações positivas e negativas entre o tamanho do CA e o desempenho financeiro das empresas, afirmando que estas diferenças variam de acordo com as variáveis usadas para medir o desempenho (ROA, ROE e Tobin's Q).

Os autores Hoffman, Lheureux, & Lamont (1997) na sua análise a empresas internacionais também encontraram uma relação positiva entre o tamanho da TMT e as vendas. Também Hambrick, Cho, & Chen (1996) encontram uma associação positiva entre o tamanho da TMT e o crescimento da quota de mercado das empresas, referindo que podem haver benefícios quando a TMT é maior, comparando com TMT menores.



De acordo com Sierra, Talmor, & Wallace (2006), CA de maiores dimensões afetam positivamente o desempenho financeiro das empresas, mas os CA de menores dimensões têm um melhor impacto nos indicadores de mercado. Já O'Connell & Cramer (2010) analisaram a relação entre tamanho do CA e o desempenho financeiro em empresas irlandesas. Estes autores mostraram que para os indicadores ROA e Tobin's Q, o tamanho do CA exerce um impacto negativo sobre o desempenho financeiro da empresa. Sendo que, essa relação entre o tamanho e o desempenho da organização é significativamente menos negativa para pequenas empresas.

Por outro lado, Laquinto & Frederickson (1997) não encontraram qualquer relação entre o tamanho das TMT e o ROA, mas realçaram que determinadas indústrias estão relacionadas com um maior desempenho financeiro. De acordo com Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006) e Haleblan & Finkelstein (1993) diferentes operacionalizações do conceito de Equipas de Gestão de Topo, poderão levar a diferenças nos resultados.

Examinando as relações encontradas, existe evidência para formular a seguinte hipótese de estudo:

**Hipótese 1: O tamanho da TMT está relacionado com o desempenho financeiro das empresas**

### **2.3.2. Diversidade de Características nas TMT**

Hambrick, Cho, & Chen (1996) definem a heterogeneidade<sup>7</sup> nas TMT como a variação/diversidade das características nos membros das Equipas de Gestão de Topo. Já Hambrick & Mason (1984) referem-se à heterogeneidade demográfica como a quantidade de dispersão de características dentro da TMT. Todos os sinónimos como variação, diversidade ou dispersão vão ao encontro do conceito de diversidade, maioritariamente usado neste estudo.

Neste estudo iremos testar o impacto da diversidade, dado que a literatura apresenta inúmeros vantagens nesse sentido. Outro tipo de estudos opta por focar-se nos benefícios da homogeneidade nas TMT. De referir que a heterogeneidade também pode trazer algumas desvantagens, assim como a homogeneidade das TMT, pelo que existem

---

<sup>7</sup> O conceito de heterogeneidade é sinónimo do conceito de diversidade e antónimo de homogeneidade.

vários autores com diferentes posições relativamente ao impacto que a diversidade da TMT pode ter no desempenho financeiro das empresas.

As vantagens da diversidade não são apenas ao nível do desempenho financeiro das empresas. Podem ser relativos à agilização dos processos, à presença de gestores com diferentes perspetivas e *backgrounds* que podem trazer benefícios, e à existência de mais informação para a tomada de decisão, entre outros fatores (Certo, Lester, Dalton, & Dalton, 2006).

No entanto, podem existir desvantagens, como conflitos, quando a equipa discorda entre si nos seus objetivos, tarefas, decisões, procedimentos e não consegue chegar a acordo na decisão. Relativamente às equipas homogéneas, podem existir vantagens ao nível do facilitismo de comunicações dentro da empresa, sendo estas mais rápidas e com maior coordenação (Carpenter, 2002).

Vejamos alguns exemplos de como a diversidade pode contribuir para a empresa. Smith, *et al.* (1994) analisaram 53 empresas altamente tecnológicas, onde testaram os efeitos da demografia das TMT no desempenho das empresas. Os autores encontraram forte evidência empírica de que a demografia das Equipas de Gestão de Topo está relacionada indiretamente e encontram alguns indícios de uma relação mais direta com o desempenho das empresas. Os autores salientam que a heterogeneidade demográfica pode ter ambos os efeitos, positivo e negativo, no desempenho da empresa.

As pesquisas feitas por Díaz-Fernandez, Gonzalez-Rodríguez, & Simonetti (2015) sugerem que os estudos da diversidade da TMT são mais apropriados em empresas com maior complexidade, porque ajudam ao desenvolvimento da estratégia corporativa. Além disso, as organizações com grandes dimensões caracterizam-se por uma maior complexidade em produtos e diversificação de estratégias internacionais.

Estas empresas têm maior necessidade de terem membros da TMT com características demográficas diferentes e com experiência em várias áreas, o que leva a que a empresa tenha necessidade de capital humano diversificado. O conhecimento das TMT, *skills* e capacidades são essenciais para o sucesso que a empresa pretende alcançar na implementação das estratégias corporativas, o que permite a empresa chegar a melhores resultados (Díaz-Fernandez, Gonzalez-Rodríguez, & Simonetti, 2015).

No seu estudo sobre as características demográficas e a diversidade de gestores de topo no desempenho de empresas dos Estados Unidos, o autor Dhaouadi (2014) concluiu que ambas têm um efeito significativo no desempenho financeiro das empresas. A heterogeneidade nestas empresas é mais benéfica em TMT com idades superiores e em empresas de maiores dimensões.

De acordo com Hambrick, Humphrey, & Gupta (2015), a heterogeneidade das TMT é importante porque traz para a empresa diferentes tipos de experiência profissional, traz diversidade no que toca aos anos de experiência das TMT, entre outros aspetos. Esta heterogeneidade é particularmente importante em tempos de mudança e para uma inovação contínua nas empresas.

Também Carpenter (2002) descobriu que existe uma relação positiva entre a heterogeneidade de anos de experiência, *backgrounds* educacionais e *backgrounds* funcionais e o desempenho financeiro da empresa. Porém o autor refere que esta relação está dependente da sua complexidade, do ambiente empresarial e, em particular, do nível de internacionalização que praticam.

Os principais indicadores de diversidade demográfica que têm tido grande discussão na literatura, nomeadamente com o surgimento da teoria dos *Upper Echelons* de Hambrick & Mason (1984), são o *background* funcional, a idade, a *tenure* e o *background* educacional. Para além destes, irei incluir a diversidade de género porque é um indicador referido na literatura como sendo relevante no desempenho das empresas (Campbell & Mínguez-Vera, 2008).

A evidência empírica e conceptual encontrada leva-nos a concluir que existe uma associação entre a diversidade das TMT e o desempenho financeiro das empresas, o que nos leva à formulação da seguinte hipótese:

**Hipótese 2: A diversidade global da TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**

Seguidamente sustentaremos a relevância do estudo da diversidade em cada característica referida anteriormente.

### 2.3.2.1. Género

A evidência empírica no que toca à relação entre a diversidade de género nas TMT e o desempenho financeiro das empresas não é muito abundante. O número de mulheres nas TMT continua a ser inferior ao dos homens na maioria das situações, nomeadamente nos anos 90, onde as mulheres se deparavam com várias barreiras para assumir altos cargos (Krishnan & Park, 2005). Contudo, as empresas aperceberam-se que para acompanhar as mudanças nos ambientes de negócios, as organizações precisavam de gestores do sexo masculino e feminino nas suas TMT (Hambrick & Pettigrew, 2001).

De acordo com Krishnan & Park (2005), o género é uma das variáveis mais complexas e ricas de entre as variáveis demográficas. No seu estudo aplicado a 1000 empresas da *Fortune*, os autores encontraram evidência do impacto direto das mulheres, pertencentes às Equipas de Gestão de Topo, no desempenho das empresas. Também Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) chega a conclusões semelhantes, afirmando que a percentagem de mulheres no Conselho de Administração tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas.

A autora Welbourne (1999) examinou o efeito da presença de mulheres como determinantes no sucesso das Ofertas Públicas Iniciais (IPO) das empresas, concluindo que as mulheres têm, de facto, um efeito positivo nas IPO de empresas, nomeadamente no desempenho a curto prazo (*Tobin's Q*), no crescimento do preço das ações durante três anos e no crescimento dos lucros por ação.

Além destes resultados, Welbourne (1999) afirma que não são as mulheres que por si só fazem a diferença, é o *mix* de mulheres e homens na gestão de topo que levam as empresas a ter um desempenho financeiro superior, tanto ao nível contabilístico como de mercado.

Dezso & Ross (2012) estudaram 1500 empresas da S&P, usando dados sobre *Top Management Teams*, concluindo que, *ceteris paribus*, uma dada empresa gera em média 1% (ou mais do que 40 milhões dólares) a mais de valor económico para a empresa, com pelo menos uma mulher na sua Equipa de Gestão de Topo, do que sem qualquer mulher na TMT. Os autores referem que as empresas têm ainda um maior desempenho ao nível contabilístico e que a representação feminina na gestão de topo pode aumentar o

desempenho financeiro da empresa, na medida em que esta procura ou está focada na inovação (Dezso & Ross, 2012).

As empresas com um maior número de executivos femininos têm uma maior rentabilidade relativamente à média da rentabilidade do sector (Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003). Os autores Campbell & Mínguez-Vera (2008) analisaram a diversidade de género em empresas espanholas e também concluíram que a diversidade de género tem um efeito positivo no desempenho da empresa, medido pelo Tobin's Q.

No entanto, Shrader, Blackburn, & Iles (1997) na sua investigação sobre a relação entre a percentagem de mulheres na direção e duas medidas do desempenho contabilístico (ROE e ROA), encontraram uma relação negativa entre a percentagem de mulheres na direção e o valor da empresa.

Os resultados alcançados por Joecks, Pull, & Vetter (2013) sugerem que um CA com uma maior diversidade de género irá apenas aumentar o seu desempenho se a diversidade for suficientemente grande (10% ou mais de representação feminina). A um nível crítico, seria ideal ter 30% ou mais de mulheres, só assim o desempenho financeiro estaria acima dos CA liderados por homens. Num nível muito baixo de percentagem de diversidade de género (com uma representação menor que 10%), poderá ser encontrado um nível de desempenho financeiro inferior.

Tendo em conta as relações encontradas, procedemos à formulação da seguinte hipótese de estudo:

**Hipótese 2 a): A diversidade de género na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**

### **2.3.2.2. Idade**

De acordo com Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton (2000), a diversidade de idades pode ter um papel importante nas empresas, na medida em que gestores de diferentes idades podem trocar diversos pontos de vista sobre uma determinada situação, influenciando assim as decisões estratégicas das organizações. Também Wiersema & Bantel (1992) encontraram evidência empírica de que gestores mais novos estão associados a mais mudanças estratégicas nas organizações.

Os estudos desenvolvidos por Hambrick & Mason (1984) defendem que TMT mais novas estão menos ligadas a situações de *status quo* e que, por isso, são mais propensas a aceitar a mudança nas organizações. Por outro lado, os autores Bhagat & Bolton (2008) e Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) referem que apenas a idade do CEO tem um impacto positivo no desempenho financeiro da empresa. De acordo com Yang, Zimmerman, & Jiang (2011), o *background* funcional anterior e gestores mais novos têm um impacto significativo nas empresas que fazem pela primeira vez uma IPO, ajudando estas a serem mais bem-sucedidas.

Para Bantel & Jackson (1989), gestores com idades mais novas têm características técnicas e conhecimento superior, por causa da sua educação ser relativamente recente. Diferentes faixas etárias são o resultado de diferentes vivências, as quais têm um papel fundamental na construção do perfil dos executivos, ao nível das atitudes e crenças. A diversidade de idades permite uma troca de diferentes pontos de vistas entre os gestores, que facilitarão as mudanças necessárias ao nível da organização. Segundo estes autores, gestores mais velhos estão menos dispostos a adaptar-se a novas ideias ou comportamentos.

Por outro lado, na base das investigações feitas por Bertrand & Schoar (2003) conclui-se que a idade tem um impacto negativo no desempenho financeiro, pois os gestores deixam de ter pro-atividade e não se focam tanto em ter resultados na organização. A aliar a isso, gestores mais velhos, por outro lado, poderão ter um impacto negativo devido à aproximação da data de reforma (Srivastava & Lee, 2008). De acordo com Peni (2014), no seu estudo sobre as características do CEO e do Presidente do Conselho de Administração, a idade obtém resultados mistos relativamente ao desempenho das empresas.

Tendo em conta as várias abordagens expostas, podemos concluir que existe uma relação, seja positiva ou negativa, entre a idade e o desempenho das empresas, o que nos leva à formulação da seguinte hipótese:

**Hipótese 2 b): A diversidade de idade na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**

### 2.3.2.3. *Tenure*

Antes de mais é necessário clarificar alguns conceitos relacionados com os anos de experiência ou, em inglês, *tenure*. Neste estudo iremos analisar a *tenure* dos gestores na TMT, ou seja, o número de anos que os gestores permaneceram ou permanecem na Equipa de Gestão de Topo. E o outro conceito abordado será a *tenure* total, que significa o número de anos de experiência profissional, ou seja, a quantidade de anos de experiência que o gestor tem desde que iniciou a carreira profissional.

Segundo Wiersema & Bantel (1992), a heterogeneidade de anos de trabalho de uma equipa numa dada empresa indica que os membros entraram para a organização em alturas diferentes, o que sugere sempre que novas perspetivas e visões são trazidas para a empresa. Por outro lado, a homogeneidade das equipas em relação a este indicador sugere que podem ter uma maior socialização entre os seus elementos porque passaram por várias experiências em comum, o que torna as equipas mais coesas. Wiersema & Bantel (1992) encontraram evidência empírica de que uma Equipa de Gestão de Topo que tenha em média menos anos de experiência nas organizações está positivamente associada a mudanças estratégicas.

Por outro lado, segundo Bantel & Jackson (1989), TMT homogéneas podem refletir níveis baixos de conflitos e melhores padrões de comunicação. Porém, nessas TMT pode existir também uma lacuna de diversidade de perspetivas, que podem estimular a existência de diferentes pontos de vista sobre um determinado assunto.

Já Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) concluíram que existe uma relação negativa entre os anos de permanência do CEO na empresa e o desempenho financeiro, quando medido pelo ROA, ROE, ROIC (rendibilidade do capital investido) e inexistente quando medida pelo Tobin's Q. Por outro lado, Michel & Hambrick (1992) sugerem que os membros das Equipas de Gestão de Topo com mais anos de experiência na empresa podem ser socialmente mais coesos, porém serão mais avessas à mudança.

De acordo com Srivastava & Lee (2008), uma Equipa de Gestão de Topo que possua em média mais anos de experiência na empresa, estará mais preparada para formular melhores estratégias, na medida em que gestores mais bem preparados podem entender melhor as necessidades das empresas. Gestores que tenham uma longa

permanência nas Equipas de Gestão de Topo poderão definir estratégias em pressupostos que estão desatualizados e que, nesses casos, poderá levar a um mau desempenho da empresa.

Hambrick, Cho, & Chen (1996) encontram uma relação positiva entre a heterogeneidade de *tenure* e o desempenho financeiro das empresas, sendo que estes efeitos foram notados no crescimento das quotas de mercado das empresas e no crescimento dos seus lucros. Também Carpenter (2002) descobriu uma relação positiva entre os anos de experiência na empresa e o desempenho, mas que esta relação está dependente da complexidade da empresa. A relação positiva que este autor encontrou entre a heterogeneidade educacional, funcional e *tenure* com o desempenho financeiro, é particularmente forte em TMT que tenham menor diversidade de *tenure*.

As Equipas de Gestão de Topo constituídas por membros que têm diferentes anos de trabalho na mesma empresa beneficiam de uma diversidade de experiências e crenças que podem influenciar positivamente as empresas (Smith, *et al.*, 1994).

Segundo Dhaouadi (2014), a média de *tenure* da TMT modera o efeito da heterogeneidade da TMT no desempenho financeiro da empresa. Esta *tenure* pode funcionar como atenuador de diferenças entre os gestores, por isso a heterogeneidade de TMT pode funcionar melhor em TMT menos sénior. As diferenças entre *tenure* podem gerar conflito no seio da TMT, o que não acontecerá em grupos mais sénior onde as rotinas, relações e os procedimentos, já estão mais estabelecidos. Os resultados obtidos por este autor demonstram que a interação entre a heterogeneidade e a *tenure* média da empresa tem um efeito negativo no desempenho financeiro (Dhaouadi, 2014).

Neste sentido, tendo em conta os resultados obtidos nesta área, a evidência empírica encontrada leva-nos à formulação das seguintes hipóteses de estudo:

**Hipótese 2 c): A diversidade de *tenure* na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**

**Hipótese 2 d): A diversidade de *tenure* total da TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**



#### **2.3.2.4. Background Educacional**

De acordo com Hambrick & Mason (1984), o nível de educação reflete as capacidades e conhecimentos dos gestores, nomeadamente TMT com níveis de educação superiores terão mais capacidades e conhecimento em atividades relacionadas com o processamento de informação. Na mesma linha de pensamento, estão Wiersema & Bantel (1992) que afirmam que níveis superiores de educação estão associados com uma maior capacidade de processamento de informação e maior habilidade para tomar decisões.

Noor & Fadzil (2013) defendem que membros do CA com um *background* educacional mais diverso podem contribuir mais positivamente para o desempenho da organização. Jalbert, Furumo, & Jalbert (2011) chegaram a conclusões semelhantes no seu estudo, onde examinaram o *background* dos CEOs de grandes empresas dos Estados Unidos, afirmando que existe uma ligação entre a educação do CEO e o desempenho financeiro da empresa.

Segundo Gottesman & Morey (2006), os CEO que estudaram em escolas mais prestigiadas não têm melhores resultados, quando comparados com CEO que não o fizeram. Outro facto apontado pelos autores é que empresas geridas por CEO com um MBA ou cursos na área de direito não têm um melhor desempenho financeiro, comparando com CEO não graduados. Por último, a remuneração auferida pelos CEO que andaram em escolas prestigiadas é superior.

Por outro lado, Palia (2000) avaliou o histórico educacional pode ter impacto no tipo de empresa, concluindo que gestores com níveis de escolaridade mais baixos de qualidade gerem empresas em setores regulamentados e aqueles com níveis educacionais mais elevados gerem empresas nas indústrias não regulamentadas.

Os autores Bhagat, Bolton, & Subramanian (2010) concluem que a educação dos CEO não está significativamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas. Os autores descobriram ainda que a educação é um fraco indicador da possível habilidade de um CEO. No entanto, a questão da educação tem um papel mais importante na decisão de contratação de um CEO.

Carpenter (2002) descobriu que existe uma relação positiva entre a heterogeneidade dos *backgrounds* educacionais da TMT e o desempenho da empresa, mas

que esta relação está dependente do ambiente de complexidade da organização. O autor afirma que os efeitos da heterogeneidade educacional da TMT e o desempenho da empresa são mais evidentes em empresas com elevados níveis de internacionalização.

Já Smith, *et al.* (1994) encontraram evidência de que a heterogeneidade educacional influencia positivamente o crescimento das vendas e o retorno sobre o investimento. Também Hambrick, Cho, & Chen (1996) encontram evidência de uma relação positiva entre a heterogeneidade educacional e o aumento no crescimento da quota de mercado das empresas e no crescimento dos seus lucros.

Os resultados encontrados relativamente à educação permitem-nos formular a seguinte hipótese de estudo:

**Hipótese 2 e): A diversidade de *background* educacional na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**

#### **2.3.2.5. *Background Funcional***

De acordo com Buyl, Boone, Hendriks, & Matthyssens (2011), o *background* funcional dos executivos é uma variável importante. A experiência em várias áreas funcionais é pertinente na medida em que influencia e molda o perfil dos gestores (Bantel & Jackson, 1989; Wiersema & Bantel, 1992). Segundo Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006), a diversidade de *background* funcionais entre os executivos tanto pode beneficiar como dificultar o desempenho das organizações. No entanto, estes autores encontraram evidência, embora não muito significativa, de que existe um efeito positivo entre a heterogeneidade de *backgrounds* funcionais da TMT e os indicadores ROA e crescimento de vendas.

Também Hambrick, Cho, & Chen (1996) encontram uma relação positiva entre a heterogeneidade funcional e o aumento do desempenho financeiro das empresas, mas neste caso os efeitos foram notados no crescimento das quotas de mercado das empresas e no crescimento dos seus lucros. Carpenter (2002) também descobriu que existe uma relação positiva entre a heterogeneidade no *background* funcional da TMT e o desempenho da empresa, mas esta está dependente da complexidade da empresa.

Por outro lado, Haleblan & Finkelstein (1993) encontram uma relação negativa entre a heterogeneidade funcional dos membros da TMT e o desempenho financeiro das empresas, medido por ROA, ROS (*return on sales*) e ROE.

Segundo Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton (2000), Equipas de Gestão de Topo que tenham um *background* funcional mais diversificado, têm mais capacidade para lidar com as complexidades do ambiente com que as empresas se deparam. O estudo feito por Buyl, Boone, & Hendriks (2014) concluiu que o desempenho financeiro aumenta quando existe estimulação de troca de experiências entre o CEO e outros membros da empresa.

A evidência empírica encontrada sobre o *background* funcional das TMT, permite-nos formular a seguinte hipótese de estudo:

**Hipótese 2 f): A diversidade de *background* funcional na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas**



### **3. Método de Investigação**

A presente dissertação tem como objetivos perceber qual o impacto do tamanho e da diversidade de características da Equipa de Gestão de Topo no desempenho financeiro das empresas. Como veremos adiante, o desempenho financeiro será avaliado numa perspetiva contabilística, medida através do ROE e numa perspetiva de mercado, usando o Tobin's Q.

Existe cada vez mais uma forte pressão dentro das empresas para que as estratégias definidas pela administração, eleita pelos acionistas, sejam executadas eficiente e eficazmente pela gestão executiva da empresa (Bournois & Roussillon, 2010). Neste sentido, é importante perceber em que medida as empresas podem adaptar a composição da sua Equipa de Gestão de Topo, de modo a que a gestão executiva das organizações possa obter melhores resultados.

Como vimos no capítulo anterior, a literatura desta área encontra ligação evidente entre a diversidade de características das Equipas de Gestão de Topo e o desempenho contabilístico e de mercado das empresas. De forma a perceber se esta situação também se verifica no caso das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, iremos testar um conjunto específico de indicadores: o tamanho das TMT e a diversidade (de género, de idade, de *tenure* na TMT, de *tenure* total, de *background* educacional e funcional) das Equipas de Gestão de Topo.

Para melhor entender o método de investigação usado nesta dissertação, este capítulo começará na secção 3.1. por definir a amostra. Na secção 3.2. faremos uma explicação de todas as variáveis dependentes, independentes e de controlo usadas neste estudo. A secção 3.3 encerrará o capítulo com o modelo de estimação aplicado.

#### **3.1. Definição da Amostra**

A informação recolhida no presente estudo é relativa às empresas portuguesas que estiveram cotadas na *Euronext Lisbon* durante os anos 2010 a 2014. À semelhança de outros estudos realizados neste âmbito, as empresas financeiras (segundo a classificação de indústria ICB da FTSE (anexo 1)) cotadas em bolsa não foram incluídas nesta amostra,

devido às suas particularidades relativamente ao enquadramento regulatório e contabilístico (Wiersema & Bantel, 1992; Cunha & Martins, 2007; Nielsen, 2010a, 2010b; Nadolska & Barkema, 2014; Peni, 2014).

As empresas que apresentavam capitais próprios negativos ou que não tinham dados consecutivos, de pelo menos dois anos, na base de dados também foram excluídas da amostra. As Sociedades Anónimas Desportivas também não foram incluídas por apresentarem resultados em meses diferentes.

A informação usada para efetuar este estudo foi recolhida a partir das bases de dados SABI (*Iberian Balance Sheets Analysis System*) e *Thomson Reuters Datastream*. Para além destas, foi também recolhida informação relativa à Equipa de Gestão de Topo nos Relatórios de Governo de Sociedade ou nos Relatórios e Contas das empresas pertencentes à amostra. A informação que não estava disponível sobre as características da TMT, foi pesquisada no perfil de *LinkedIn* dos gestores, no *site* da CMVM, na página *web* das empresas, entre outros sites.

A amostra final é constituída por um total de 185 observações, recorrentes das 37 empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* nos anos de 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014:

*Quadro 2 Empresas Constituintes da Amostra*

<b>Número</b>	<b>Nome da Empresa</b>
<b>1</b>	Altri, SGPS, SA
<b>2</b>	Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA
<b>3</b>	Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA
<b>4</b>	Cofina, SGPS, SA
<b>5</b>	Corticeira Amorim,SGPS, SA
<b>6</b>	CTT – Correios de Portugal, SA
<b>7</b>	EDP - Energias de Portugal, SGPS, SA
<b>8</b>	Estoril Sol - SGPS, SA
<b>9</b>	F. Ramada - Investimentos, SGPS, SA
<b>10</b>	Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal, SA
<b>11</b>	Galp Energia, SGPS, SA
<b>12</b>	Glintt, S.A.
<b>13</b>	Grupo Media Capital, SGPS, SA
<b>14</b>	Grupo Soares da Costa, SGPS, SA
<b>15</b>	Ibersol - SGPS, SA
<b>16</b>	Imobiliária Construtora Grão Pará, SA
<b>17</b>	Impresa - SGPS, SA
<b>18</b>	Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, SA
<b>19</b>	Jerónimo Martins - SGPS, SA
<b>20</b>	Luz Saúde, SA
<b>21</b>	Martifer - SGPS, SA
<b>22</b>	Mota-Engil, SGPS, SA
<b>23</b>	NOS, SGPS
<b>24</b>	Novabase - SGPS, SA
<b>25</b>	Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, SA
<b>26</b>	Portugal Telecom, SGPS, SA
<b>27</b>	Reditus - SGPS, SA
<b>28</b>	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA
<b>29</b>	SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA
<b>30</b>	Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA
<b>31</b>	Sonae - SGPS, SA
<b>32</b>	Sonae Indústria, SGPS, SA
<b>33</b>	SONAECOM - SGPS, SA
<b>34</b>	Sumol+Compal, S.A.
<b>35</b>	Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, SA
<b>36</b>	Toyota Caetano Portugal, SA
<b>37</b>	VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA

### 3.2. Variáveis do estudo

A metodologia adotada neste estudo baseia-se na utilização da inferência estatística, com o objetivo de explicar as hipóteses formuladas. Nesta secção, procederemos à apresentação da forma de cálculo das variáveis dependentes (ROE e Tobin's Q), das variáveis explicativas expostas anteriormente e das variáveis de controlo. Na sequência das relações encontradas, na secção 2.3., entre as características da TMT e o desempenho financeiro, apresentamos um resumo das hipóteses do estudo e a relação que esperamos obter:

Quadro 3 Hipóteses do Estudo

Hipóteses	Relação esperada
Hipótese 1: O tamanho da TMT está relacionado com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2: A diversidade global da TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2 a): A diversidade de género na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2 b): A diversidade de idade na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2 c): A diversidade de <i>tenure</i> na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2 d): A diversidade de <i>tenure</i> total da TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2 e): A diversidade de <i>background</i> educacional na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva
Hipótese 2 f): A diversidade de <i>background</i> funcional na TMT está relacionada com o desempenho financeiro das empresas	Positiva

#### 3.2.1. Variáveis dependentes

Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006) referem que a maioria dos autores usa o ROA como uma medida global do desempenho financeiro das empresas. Por isso, sugerem que investigações futuras usem outro tipo de medidas alternativas do desempenho financeiro, como o ROE. Para além disso, os mesmos autores defendem que existe uma falta de atenção relativamente às relações entre as características demográficas da TMT e



as medidas de desempenho financeiro baseadas no mercado, sugerindo que se realizem estudos que avaliam a relação entre a TMT e o desempenho de mercado das empresas.

Seguindo estas sugestões, para analisar o desempenho financeiro das empresas, usámos indicadores de desempenho contabilístico, medido pelo ROE, e de desempenho de mercado, medido pelo Tobin's Q. Estes indicadores permitem-nos avaliar, de forma equivalente, o desempenho financeiro das empresas numa perspetiva dos investidores ou acionistas.

### **3.2.1.1. ROE**

O ROE (*Return on Equity*), ou Rendibilidade dos Capitais Próprios, é um indicador da eficiência da gestão da empresa, tanto para os acionistas, como para os investidores, pois é uma das formas de medir a capacidade da empresa em gerar resultados que assegurem, a longo prazo, a sobrevivência financeira da empresa (Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015).

Este indicador de desempenho é usado por Wei, Lau, Young, & Wang (2005) para avaliar o impacto da demografia da TMT no desempenho financeiro das empresas. Também Cunha & Martins (2007) e Jalbert, Jalbert, & Furumo (2013) usam o ROE para relacionar as características do Conselho de Administração com o desempenho de empresas. Na sua análise sobre como o governo societário pode influenciar o desempenho financeiro das empresas, os autores Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) também usaram vários indicadores de desempenho, sendo que dois deles foram o ROE e Tobin's Q.

O ROE foi retirado da base de dados SABI, que calcula este indicador de desempenho de acordo com a seguinte expressão:

$$ROE = \frac{\textit{Profit before tax}}{\textit{Total Equity}} * 100$$

### **3.2.1.2. Tobin's Q**

O Tobin's Q permite a avaliação, por parte dos acionistas e investidores, da valorização da empresa no mercado. Este relaciona o valor de mercado da empresa com o custo de substituição dos ativos dessa empresa, de modo a perceber se a empresa se

encontra sobrevalorizada ou subvalorizada (Dezso & Ross, 2012; Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015).

Bhagat & Bolton (2008) usam o Tobin's Q para perceber a relação entre o governo das sociedades e o seu desempenho. No estudo de O'Connell & Cramer (2010), os autores analisam a relação entre o desempenho financeiro das empresas da Irlanda e as características do CA, usando como medida de desempenho o Tobin's Q.

Também Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) usam o Tobin's Q para avaliar o desempenho financeiro das empresas, nomeadamente averiguar a valorização da empresa no mercado relativamente aos seus ativos. Adams & Ferreira (2009), Campbell & Mínguez-Vera (2008) e Dezso & Ross (2012) usam este rácio para perceber como a diversidade de género está relacionado com o desempenho de mercado.

O Tobin's Q foi retirado diretamente da SABI, sendo que este é calculado nesta base de dados através da seguinte expressão:

$$Tobin's\ Q = \frac{Market\ Capitalisation}{Total\ Assets}$$

### **3.2.2. Variáveis independentes**

As variáveis independentes que usamos procuram explicar o desempenho das empresas. As variáveis que descrevemos nesta secção 3.2.2. são as que procuramos testar e as variáveis da secção 3.2.3. (variáveis de controlo) são as que a literatura identifica como estando relacionadas com as dependentes.

Neste sentido, as variáveis que vamos testar são as seguintes: o tamanho da TMT, a diversidade de género, de idade, de *tenure* na TMT, de *tenure* total, de *background* educacional e *background* funcional. Seguidamente explicaremos a forma de cálculo de cada uma.

#### **3.2.2.1. Tamanho das TMT**

O tamanho das Equipas de Gestão de Topo é uma das variáveis proposta nesta dissertação para explicar o desempenho financeiro das empresas. À semelhança de autores como Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006) e Haleblan & Finkelstein (1993), calculámos

esta variável como o número total de elementos que pertencem à Equipa de Gestão de Topo.

$$\text{Tamanho da TMT} = N^{\circ} \text{ total de membros da TMT}$$

### 3.2.2.2. Diversidade das TMT

#### Género

Segundo os estudos de Canella Jr., Park, & Lee (2008), Campbell & Mínguez-Vera (2008) e Joecks, Pull, & Vetter (2013), o género é uma variável categórica e, por isso, para analisar a diversidade ao nível da TMT, é usado o índice proposto por Blau (1977), calculado com o inverso do índice de homogeneidade de Herfindal-Hirschman (Nadolska & Barkema, 2014). O Índice de Blau (1977) é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{Índice de Blau} = 1 - \sum S_i^2$$

Sendo  $S_i$  a proporção de membros do grupo na categoria  $i$  correspondente. Neste caso existem apenas duas categorias: 1 para feminino e 0 para masculino. O índice pode variar entre os valores de 0 e 1, em que valores perto de 1 significam uma elevada diversidade. Valores perto de 0 indicam que a TMT é mais homogénea. Um Índice de Blau com valor igual 0 significa que existe homogeneidade total, isto é, pertencem a uma só categoria (Canella Jr., Park, & Lee, 2008)

#### Idade

Por uma questão de uniformização da operacionalização das variáveis, a variável diversidade de idades tomará a classificação de uma variável categórica. Esta classificação é uma alternativa ao coeficiente de variação, proposto por Allison (1978). Esta transformação permite-nos calcular o Índice de Blau (1977), o qual permite averiguar a heterogeneidade de uma dada variável, desde que categórica. O Índice de Blau é calculado pela fórmula apresentada anteriormente.

Neste sentido, definimos 10 categorias possíveis para a idade dos gestores: categoria 1: 18-24 anos; categoria 2: 25-29 anos; categoria 3: 30-34 anos; categoria 4: 35-

39 anos: categoria 5: 40-44 anos; categoria 6: 45-49 anos; categoria 7: 50-54 anos; categoria 8: 55-59 anos; categoria 9: 60-64 anos; e categoria 10: +65 anos.

### **Tenure**

Por uniformidade de construção dos indicadores, optámos também por usar o Índice de Blau (1977) no cálculo da diversidade de *tenure*. Dado que a *tenure* também não é uma variável categórica, mas intervalar, poderia também usar-se o coeficiente de variação proposto por Allison (1978).

As categorias definidas para a *tenure* foram as seguintes: categoria 1: 0-5; categoria 2: 6-10; categoria 3: 11-15; categoria 4: 16-20; categoria 5: 21-25; categoria 6: 26-30; categoria 7: 31-35; categoria 8: 36-40; categoria 9: 41-45; categoria 10: 46-50; categoria 11: +51 anos.

Como referimos anteriormente, foram calculados não apenas os anos de experiência profissional do gestor desde o início da carreira (*tenure* total), como também os anos de experiência na Equipa de Gestão de Topo (*tenure* na TMT) das empresas pertencentes à amostra. As categorias foram iguais para ambas as variáveis.

### **Background educacional**

Sendo o *background* educacional é uma variável categórica. Para analisar a diversidade ao nível da TMT, é também usado o índice de heterogeneidade proposto por Blau (1977). Seguindo o estudo de Canella Jr., Park, & Lee (2008), os gestores foram classificados de acordo com o grau académico mais elevado que detivessem.

Adaptando as categorias identificadas por Canella Jr., Park, & Lee (2008) e Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton (2000), o *background* educacional foi dividido em 13 categorias, consoante as áreas de estudo: categoria 1: Sem educação superior; categoria 2: licenciatura/bacharelato em artes; categoria 3: licenciatura/bacharelato em ciências; categoria 4: licenciatura/bacharelato em gestão/economia; categoria 5: licenciatura/bacharelato em direito; categoria 6: licenciatura/bacharelato em engenharias; categoria 7: mestrado/pós graduação em artes; categoria 8: mestrado/pós graduação em ciências; categoria 9: mestrado/pós graduação em gestão/economia; categoria 10:

mestrado/pós graduação em direito; categoria 11: mestrado/pós graduação em engenharias; categoria 12: MBA; e categoria 13: Doutorado.

### **Background funcional**

À semelhança da variável anterior, a diversidade funcional ao nível da TMT é calculada usando o índice de heterogeneidade proposto por Blau (1977). Os dados biográficos dos membros das Equipas de Gestão de Topo foram estudados de forma a perceber a principal área de experiência funcional de cada membro (Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton, 2000).

O *background* funcional, segundo Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton (2000), pode ser dividido em sete categorias: categoria 1: *general business*; categoria 2: engenharias; categoria 3: finanças e contabilidade; categoria 4: marketing e relações públicas; categoria 5: investigação e desenvolvimento; categoria 6: produção e operações; e categoria 7: direito. Apesar de vários autores divergirem relativamente à definição das categorias, a maioria usa o Índice de Blau para averiguar a diversidade das características dos gestores.

### **3.2.3. Variáveis de controlo**

A utilização das variáveis de controlo prende-se com a necessidade de controlar efeitos, já testados e documentados na literatura e que podem exercer influência sobre o desempenho financeiro das empresas. Seguidamente explicaremos as variáveis de controlo aplicáveis para cada modelo.

### **Tamanho da empresa**

Como já foi referido, para medir o desempenho financeiro das empresas examinaremos a Rendibilidade dos Capitais Próprios e o Tobin's Q das empresas. Uma das variáveis que exerce influência sobre ambas as variáveis dependentes é o tamanho da empresa. O tamanho da empresa pode influenciar o desempenho financeiro e pode influenciar a diversidade das TMT. Ao usar esta variável, estamos a assegurar que os resultados não são enviesados pela presença de grandes empresas em detrimento da existência de pequenas empresas (Wiersema & Bantel, 1992).

Empresas de maiores dimensões têm acesso a maior quantidade de recursos, o que se pode refletir num desempenho financeiro superior (Carpenter, 2002). No entanto, empresas de grandes dimensões poderão estar associadas a mais burocracia, o que as torna demasiado complexas, refletindo esses problemas num desempenho pior (Wiersema & Bantel, 1992; Carpenter, 2002). Por exemplo, Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015), encontraram evidência de que o tamanho da empresa está positivamente associado ao ROE e negativamente relacionado com o Tobin's Q.

O tamanho da empresa é um indicativo da complexidade da sua gestão e, por isso, é importante controlar para possíveis efeitos (Dhaouadi, 2014). A importância desta complexidade na relação de “heterogeneidade-*desempenho financeiro*” é realçada por Hambrick & Mason (1984). Estes defendem que TMT mais heterogéneas estão mais aptas a gerir situações de maior complexidade em empresas de grandes dimensões, o que se reflete no desempenho financeiro. À semelhança de Jalbert, Jalbert, & Furumo (2013) e Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015), usaremos o logaritmo natural do total dos ativos da empresa como forma de cálculo do tamanho da empresa.

### **Tamanho da TMT**

Para além do tamanho da empresa, incluímos o tamanho da TMT como variável de controlo para as medidas de heterogeneidade. O tamanho da TMT está associado ao desempenho financeiro das empresas, como já foi discutido na secção 2.3.1. Segundo Haleblan & Finkelstein (1993) e Hoffman, Lheureux, & Lamont (1997), empresas com TMT maiores estão relacionadas com melhores resultados nas organizações.

Além disso, a heterogeneidade também está positivamente associada ao tamanho da TMT (Allison, 1978). A diversidade aumenta na medida em que o número de membros aumentam (Buyl, Boone, Hendriks, & Matthyssens, 2011). De acordo com Wiersema & Bantel (1992), o tamanho da TMT pode ter influência nas medidas de heterogeneidade demográficas, uma vez que em Equipas de Gestão de Topo de maiores dimensões há probabilidade de existirem maiores diferenças.

Segundo Carpenter, Geletkanycz, & Sanders (2004), é imperativo que se inclua esta variável quando estamos a estudar a heterogeneidade da TMT, caso isso não aconteça

não conseguiremos saber se as relações encontradas como estatisticamente significativas estão associadas à heterogeneidade ou aos efeitos não observados do tamanho da TMT. O tamanho da TMT foi medido pelo número de elementos que a constituem (Buyl, Boone, Hendriks, & Matthyssens, 2011).

### **Rácio de Endividamento (*leverage*)**

O rácio de endividamento mostra ter efeito um efeito negativo para as medidas de desempenho contabilísticas e para as medidas de mercado (Zeitun & Tian, 2007). De acordo com Zeitun & Tian (2007), se a estrutura de capital afetar o desempenho e o valor da empresa, então existirá uma correlação forte entre o desempenho da empresa e a estrutura de capital, pelo que o rácio da dívida poderá afetar negativamente o desempenho da empresa.

Já Modigliani & Miller (1958) afirmam que o rácio de endividamento está relacionado com a rentabilidade das empresas, na medida em que mostra a capacidade das empresas em cumprir as suas obrigações. Estes autores defendem que as empresas com maiores rácios de endividamento tendem a ter uma estrutura de capital que se traduz num melhor desempenho financeiro.

De acordo com Dissanayake (2012), no seu estudo sobre os determinantes do ROE, encontra evidência de que o rácio de endividamento tem uma relação negativa com o ROE. Pouraghajan, *et al.* (2012) também obtém conclusões semelhantes relativamente ao desempenho contabilístico e de mercado.

Dezso & Ross (2012), encontra evidência de uma relação negativa entre o Tobin's Q e o rácio de endividamento, dado que um elevado rácio de endividamento está associado a elevados custos para fazer face aos custos com as dívidas desse dos financiamentos. Os autores Zeitun & Tian (2007) também encontram evidência de uma relação significativa e negativa relacionada com o Tobin's Q. Este indicador foi medido através do rácio entre a dívida e o total do ativo (Zeitun & Tian, 2007; Bhagat & Bolton, 2008; Dezso & Ross, 2012).

### **Crescimento das vendas**

Os autores Jalbert, Jalbert, & Furumo (2013) afirmam que, relacionado com o tamanho da empresa, medido pelos ativos, está também o crescimento das vendas. Esta variável permite-nos saber o quão rápido as vendas estão a aumentar, o que provoca ou afeta a oportunidade de crescimento dos ativos base e dos lucros e, por conseguinte, o desempenho financeiro da empresa.

Os autores House & Benefield (1995) e Pouraghajan, *et al.* (2012) encontram evidência estatisticamente significativa de uma relação positiva entre o crescimento e a rendibilidade dos capitais próprios. Ambos os autores House & Benefield (1995) e Connolly & Hirschev (2005) referem que o crescimento das vendas tem impacto positivo no valor de mercado das empresas. De acordo com Dang (2004), as empresas que possuam um maior crescimento de vendas irão ter um maior valor de Tobin's Q.

### **Indústria**

A variável indústria também é incluída como variável de controlo de forma a capturar os efeitos das características estruturais das indústrias no desempenho financeiro das empresas, segundo a classificação ICB da FTSE (anexo 1). De acordo com Jalbert, Jalbert, & Furumo (2013), empresas em indústrias diferentes funcionam de forma diferente e são avaliadas diferentemente.

Segundo Pouraghajan, *et al.* (2012), o tipo de indústria a que as empresas pertencem pode afetar a sua estrutura de capital e o desempenho da empresa. Estes autores descobriram que empresas em indústrias relacionadas com produtos químicos e minerais estão negativamente associadas ao ROE e positivamente ao ROA. Segundo os autores, as relações obtidas entre a indústria e o desempenho, podem estar dependentes do indicador de desempenho que se está a usar quando existe uma relação significativa.

De acordo com Dhaouadi (2014), a diversidade tem efeitos mistos no desempenho da empresa e que por vezes esse efeito é moderado pelo nível de competitividade da indústria em que as empresas se inserem. O autor defende que os setores altamente competitivos tendem a ter uma maior homogeneidade na constituição da sua TMT.



### **Idade da empresa**

A idade da empresa também mostra estar relacionada com os seus resultados financeiros. Empresas em diferentes fases/ciclos de vida do seu desenvolvimento têm acesso a uma quantidade de recursos diferentes e têm também distintos desempenhos, conforme seja uma *start up* ou uma empresa numa fase de maior maturidade (Yoo, Reed, Shin, & Lemak, 2009).

Relativamente ao ROE, Pouraghajan, *et al.* (2012) descobrem uma relação positiva com a idade da empresa, assim como Dezso & Ross (2012) também encontraram uma associação positiva entre a idade da empresa e o Tobin's Q. A idade da empresa foi calculada pela subtração da data do ano da amostra menos o ano da sua fundação (Yoo, Reed, Shin, & Lemak, 2009).

### **Ano**

Foi ainda incluída uma variável de controlo associado ao ano. Esta serve para controlar o ano ao qual a observação está relacionada. Esta variável permite eliminar os efeitos, relativos ao ano, das relações entre as variáveis dependente e independentes ao longo dos anos de estudo (Jalbert, Jalbert, & Furumo, 2013).

### **Roa**

Para além destas variáveis, foi incluída a variável de controlo ROA (return on assets) ou Rendibilidade Total do Ativo (retirada da SABI), só para a variável dependente Tobin's Q. A literatura comprova a existência de efeitos do ROA sobre o desempenho de mercado, por este influenciar positivamente a medida de mercado Tobin's Q (Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Carter, Simkins, & Simpson, 2003; Dang, 2004). Quanto maior a rendibilidade do ativo de uma empresa, maior é a probabilidade de ter um valor de mercado superior (Campbell & Mínguez-Vera, 2008).

O quadro seguinte apresenta um resumo das variáveis de controlo e a sua expressão de cálculo:

Quadro 4 Resumo das Variáveis de Controlo

Variáveis	Expressão de Cálculo
Tamanho da empresa	$\ln(\text{Total do Ativo})$
Tamanho da TMT	Nº membros da TMT
Rácio de Endividamento ( <i>leverage</i> )	Total do Passivo/Total do Ativo
Crescimento das Vendas ( <i>net sales growth</i> )	$(\text{Vendas}(t) - \text{Vendas}(t-1))/\text{Vendas}(t-1)$
Idade da empresa	Ano do estudo - Data de Constituição da empresa
Indústria	<i>Industry Classification Benchmark</i> da FTSE (anexo 1)
Ano	<i>Dummy variable</i> (2010, 2011, 2012, 2013, 2014)
Roa	$(\text{Profit/Loss before tax})/(\text{Total do Ativo}) * 100$

### 3.3. Modelo de Estimação

De forma a testar as hipóteses formuladas anteriormente, construíram-se os modelos cujos parâmetros foram estimados através do software GRET (Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library). A utilização de dados em painel, ou dados longitudinais, tem várias particularidades, comparados com as *time series* ou *cross sections*. Os dados em painel combinam estes dois tipos de análise, ou seja, temos uma *cross section* que é analisada no tempo (Hsiao, 2003).

Os dados em painel têm também algumas vantagens, comparando com as análises convencionais. Segundo Baltagi (2015), os dados em painel permitem utilização de um maior número de observações, são mais variáveis, existe menos colineariedade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência. Os dados longitudinais admitem a possibilidade de analisar situações/relações económicas que não são observáveis noutro tipo de análises (Baltagi, 2015). Além disso, os dados em painel permitem analisar as empresas controlando os efeitos para a heterogeneidade individual existente na amostra, diminuindo a probabilidade de ter resultados enviesados (Hsiao, 2003).

Segundo Baltagi (2015), existem várias formas de proceder à regressão dos dados em painel. Neste estudo iremos usar o Método *Pooled OLS* que permite utilizar todos os dados e proceder ao ajuste dos mínimos quadrados ordinários:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1.X_{it} + \varepsilon_{it}, \text{ sendo que } \varepsilon_{it} = \nu_i + \mu_{it}$$

Sendo que,

$Y_{it}$  é a variável dependente da empresa  $i$  no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, 37$  e  $t = 1, 2, \dots, 5$

$\beta_0$  é a constante, ou seja, interceção na origem, ou seja, é a estimativa do desempenho financeiro para todas as empresas  $i$ , no momento  $t$

$\beta_1$  um vetor de parâmetros

$X_{it}$  é a matriz das variáveis explicativas, onde se encontram as variáveis usadas relativas à TMT

$\varepsilon_{it}$  é o termo residual. O termo de erro é decomposto em duas componentes, uma com efeitos específicos das empresas não observáveis, ou seja, um erro específico da empresa  $i$  ( $\nu_i$ ). A outra componente é um erro idiossincrático ( $\mu_{it}$ ), que está relacionado com os fatores não observados que variam ao longo do tempo, o qual afeta as variáveis explicativas ( $X_{it}$ ) e a variável dependente ( $Y_{it}$ ).

Baseados no modelo anteriormente exposto, procedeu-se à construção das expressões dos modelos de regressão de ROE e Tobin's Q:

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1.\text{size\_tmt}_{1it} + \beta_2.\text{div\_gen}_{2it} + \beta_3.\text{div\_age}_{3it} + \beta_4.\text{div\_ten\_tmt}_{4it} + \beta_5.\text{div\_ten\_total}_{5it} + \beta_6.\text{div\_edu}_{6it} + \beta_7.\text{div\_fun}_{7it} + \delta_1.\text{tam\_emp} + \delta_2.\text{debt\_da} + \delta_3.\text{salesgrowth} + \delta_4.\text{idade\_emp} + \delta_5.\text{ano} + \delta_6.\text{indust} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1.\text{size\_tmt}_{1it} + \beta_2.\text{div\_gen}_{2it} + \beta_3.\text{div\_age}_{3it} + \beta_4.\text{div\_ten\_tmt}_{4it} + \beta_5.\text{div\_ten\_total}_{5it} + \beta_6.\text{div\_edu}_{6it} + \beta_7.\text{div\_fun}_{7it} + \delta_1.\text{tam\_emp} + \delta_2.\text{debt} + \delta_3.\text{salesgrowth} + \delta_4.\text{Roa} + \delta_5.\text{idade\_emp} + \delta_6.\text{ano} + \delta_7.\text{indust} + \varepsilon_{it}$$



## **4. Resultados**

Neste capítulo, faremos a apresentação e discussão dos resultados obtidos, tendo por base a literatura consultada e as hipóteses formuladas anteriormente. Na secção 4.1. faremos a descrição da amostra, apresentando as estatísticas descritivas e a matriz dos coeficientes de correlação de Pearson. Na secção 4.2. efetuamos a análise univariada, que nos permitirá saber se existem diferenças significativas, no ROE e no Tobin's Q, quando o tamanho da TMT é maior ou menor e quando as Equipas de Gestão de Topo são mais homogéneas ou heterogéneas.

A secção 4.3 apresenta os resultados e discussão da análise multivariada na perspetiva do desempenho contabilístico e de mercado, medidos pelo ROE e Tobin's Q, respetivamente. A secção 4.4. descreve alguns testes de robustez e outros testes adicionais efetuados no estudo. Por fim, a secção 4.5. apresenta um teste à diversidade global, onde avaliaremos se a diversidade do conjunto de características tem impacto nos modelos.

### **4.1. Descrição da amostra**

A tabela 1 contém a estatísticas descritivas das variáveis consideradas na análise da amostra, as quais refletem os valores da média, da mediana, do desvio padrão, do mínimo e do máximo.

Tabela 1 Estatísticas Descritivas

	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
<b>Roe (%)</b>	5,208	8,407	-434,360	176,490	46,203
<b>Tobinsq</b>	0,461	0,228	0,012	7,131	1,034
<b>Size_tmt</b>	4,797	5,000	2,000	8,000	1,700
<b>Div_gen</b>	0,078	0,000	0,000	0,490	0,147
<b>Div_age</b>	0,606	0,640	0,000	0,816	0,170
<b>Div_ten_tmt</b>	0,367	0,444	0,000	0,750	0,250
<b>Div_ten_total</b>	0,615	0,667	0,000	0,857	0,178
<b>Div_edu</b>	0,542	0,560	0,000	0,813	0,181
<b>Div_fun</b>	0,491	0,500	0,000	0,776	0,180
<b>Tam_emp</b>	20,503	20,342	15,241	23,540	1,746
<b>Debt_da</b>	0,695	0,715	0,054	1,051	0,169
<b>Salesgrowth (%)</b>	-2,837	-0,059	-98,460	111,550	22,580
<b>Roa (%)</b>	2,033	2,562	-65,265	36,025	7,596
<b>Idade_empresa</b>	31,570	23,500	1,000	96,000	21,900
Número de empresas: 37					
Número de observações: 185					

Nota:

ROE – rentabilidade do capital próprio; Tobin's Q – rácio Q de Tobin; size\_tmt – tamanho da TMT; div\_gen – diversidade de género; div\_age – diversidade de idade; div\_ten\_tmt – *tenure* na TMT; div\_ten\_total – *tenure* total; div\_edu – diversidade educacional; div\_fun – diversidade funcional; tam\_emp – tamanho da empresa; debt\_da – rácio de endividamento (*leverage*); salesgrowth – crescimento das vendas; Roa – rentabilidade do ativo total; idade\_empresa – idade da empresa

Observando os resultados para as variáveis dependentes, podemos verificar que o ROE apresenta uma média de 5,208% e o Tobin's Q apresenta uma média de 0,461. O tamanho das TMT ronda uma média de 4,797 gestores. Quanto à diversidade de género nas equipas, há claramente uma grande discrepância entre o número de homens e mulheres, sendo que a diversidade é muito baixa (média de 0,078).

No entanto, as estatísticas demonstram que existe uma diversidade considerável de idades na TMT das empresas portuguesas cotadas, obtendo uma média de 0,606. Relativamente à *tenure* na TMT, a diversidade é muito baixa, apenas de 0,367. Já a *tenure* total, ou seja, os anos de experiência profissional dos gestores têm claramente uma maior heterogeneidade (0,615). Comparando a diversidade funcional com a diversidade educacional, estas são muito semelhantes, sendo que existe maior heterogeneidade educacional (0,542) do que heterogeneidade funcional (0,491).

O tamanho das empresas, medido pelo logaritmo natural dos ativos, é em média de 20,322, sendo que o mínimo é de 15,241 e o máximo de 23,540. A média do rácio de endividamento das empresas é de 0,695, este valor mostra que em média 69% das necessidades financeiras da empresa são suportadas pela existência de dívidas.

A média de crescimento das vendas é negativa e o retorno sobre o total do ativo ronda os 2%. A idade das empresas é, em média, de 31,570 anos. Porém, verificando o mínimo e o máximo de idades, existem empresas muito novas e muito velhas.

Analisando o desempenho, ao nível contabilístico, verificamos que as empresas apresentam uma baixa rentabilidade dos capitais próprios de apenas 5%. Isto significa que, em média, as empresas obtêm um lucro de 5 euros por cada 100 euros de capital próprio investido pelos acionistas. Relativamente ao desempenho de mercado das empresas, medido pelo rácio de Tobin's Q, mostra que as empresas se encontram subvalorizadas.

As estatísticas demonstram que as empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, têm em média 4,797 gestores nas suas Equipas de Gestão de Topo. Este número está em consonância com a média de 3 a 10 gestores numa TMT, definidos por Hambrick (2010, 2015).

As TMT são muito homogéneas relativamente ao género, sendo que esta é a característica que apresenta menos diversidade. Um estudo realizado, em Espanha, onde foi analisada a diversidade de género em 68 empresas, cotadas no período de 1995 a 2000, mostra resultados também muito baixos, apenas 0,237 de média (medido também pelo Índice de Blau) (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Ainda assim, este resultado é superior ao caso português.

Em média, as empresas portuguesas demonstram ter membros das Equipas de Gestão De Topo com várias idades. Porém, podemos inferir que a permanência dos membros nas Equipas de Gestão de Topo é bastante homogénea, por causa da existência de mandatos, que obrigam a novas nomeações nas sociedades.

Aliada à diversidade de idades na TMT, estão os anos de experiência dos membros, ou seja, a *tenure* total. Esta variável também apresenta uma elevada heterogeneidade, quer isto dizer que as TMT das empresas da amostra têm membros com poucos e muitos anos de experiência profissional.

Podemos ainda verificar que os membros das TMT das empresas portuguesas possuem uma heterogeneidade considerável no que diz respeito ao *background* educacional e funcional dos gestores.

Em geral, podemos traçar um perfil das Equipas de Gestão de Topo das empresas cotadas: possuem em média 5 membros, poucos deles são do sexo feminino (baixa diversidade de género), os gestores têm diferentes idades entre si, têm poucos anos de permanência na TMT, têm diferentes anos de experiência profissional e os gestores têm alguma heterogeneidade de *backgrounds* educacionais e funcionais entre si.

De modo a testarmos a existência de correlações entre as variáveis do estudo, procedemos à análise dos coeficientes de Pearson, apresentados na tabela seguinte:

Tabela 2 Matriz de Correlação de Pearson

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. ROE	1													
2. TobinsQ	,09	1												
3. size_tmt	,08	,26**	1											
4. div_gen	,09	,36**	,24**	1										
5. div_age	-,14	,19*	,50**	,07	1									
6. div_ten_tmt	-,11	-,10	-,12	,04	,06	1								
7. div_ten_total	-,06	,16*	,55**	,06	,59**	,19*	1							
8. div_edu	-,12	,04	,52**	,01	,36**	-,01	,50**	1						
9. div_fun	,02	,21**	,23**	,06	,19*	-,14	,13	,01	1					
10. tam_emp	-,00	-,48**	,31**	-,27**	,27**	,13	,24**	,30**	-,17*	1				
11. debt_da	,02	-,07	,00	-,18*	-,06	-,15	-,11	-,08	,30**	,11	1			
12. salesgrowth	,19*	,30**	,09	,04	,23*	-,02	,14	,05	,08	-,01	,06	1		
13. Roa	,37**	,37**	,13	,22**	,02	-,07	-,02	,00	-,08	-,09	,05	,27**	1	
14. idade_emp	,12	,44**	,12	,19*	,01	-,01	,16*	,00	-,01	-,38**	-,05	-,01	,13	1

Nota:

\*\* Correlação é significativa a 0,01 \*Correlação é significativa a 0,05

ROE – rentabilidade do capital próprio; TobinQ – rácio Q de Tobin; size\_tmt – tamanho da TMT; div\_gen – diversidade de género; div\_age – diversidade de idade; div\_ten\_tmt – *tenure* na TMT; div\_ten\_total – *tenure* total; div\_edu – diversidade educacional; div\_fun – diversidade funcional; tam\_emp – tamanho da empresa; debt\_da – rácio de endividamento (*leverage*); salesgrowth – crescimento das vendas; Roa – rentabilidade do ativo total; idade\_emp – idade da empresa



Analisando a tabela 2 observamos a inexistência de qualquer tipo de correlação entre o ROE e o Tobin's Q. Podemos também verificar que o ROE não é significativamente correlacionado com nenhuma das variáveis explicativas. Já o Tobin's Q tem uma forte correlação entre o tamanho da TMT, assim como com a diversidade de género e diversidade funcional, significativa a 0,01. Tem ainda correlação significativa, mas a 0,05, com a diversidade de idade e diversidade de *tenure* total.

De realçar a correlação positiva que existe entre o tamanho da TMT e todas as variáveis explicativas, exceto na *tenure* na TMT. Como era esperado, o tamanho da TMT está fortemente correlacionado com o tamanho da empresa, medido pelo total do ativo.

A diversidade de género está negativamente correlacionada com o tamanho da empresa e com o rácio de endividamento e positivamente associado ao Roa e à idade da empresa. A diversidade de idade está fortemente correlacionada com a diversidade de *tenure* total, com a diversidade educacional, funcional, com o tamanho da empresa e com o crescimento das vendas.

A diversidade de *tenure* na TMT está positivamente associada à diversidade de *tenure* total, sendo a correlação significativa a 0,05. Já a diversidade total está positivamente e fortemente associado à diversidade educacional e ao tamanho da empresa, sendo que se observa uma correlação significativa a 0,05 com a idade da empresa. De referir também que a diversidade educacional tem uma correlação positiva forte com o tamanho da empresa.

O Tobin's Q está negativamente correlacionado com o tamanho da empresa e positivamente associado ao Roa, como era esperado. Esta variável apresenta ainda uma correlação significativa a 0,01 para a idade da empresa e para crescimento das vendas e uma correlação menos significativa, a 0,05, para o Roa. Existe ainda uma correlação negativa entre o tamanho da empresa e a sua idade, sendo esta correlação significativa a 0,01, e positiva entre o Roa e o crescimento das vendas.

Os resultados obtidos permitem concluir que o desempenho contabilístico tem uma fraca correlação com as variáveis, facto que poderá ser explicado pela presença de efeitos das variáveis que precisam de ser controlados. Relativamente ao Tobin's Q verificamos a existência de vários tipos de correlações significativas, tanto positivas e como

negativas, com as variáveis independentes. De destacar também as correlações mistas obtidas para as variáveis de controlo, em especial no tamanho da empresa e idade da empresa.

#### 4.2. Análise Univariada

Com o objetivo de analisar individualmente o sentido das relações identificadas procedemos à realização de uma análise univariada. Esta análise procura saber se existem diferenças estatisticamente significantes nas variáveis independentes, quando as empresas têm um melhor ou pior desempenho contabilístico e de mercado.

Para tal, efetuou-se o cálculo da média das variáveis independentes, para cada ano do estudo, como se pode verificar na tabela 3. As empresas foram divididas em dois grupos. Às empresas que obtiveram um valor para as variáveis independentes mais baixo relativamente à média, foi-lhes atribuído o valor de 0, e as características que obtiveram um valor igual ou superior à média foram inseridas com o valor de 1. Os valores médios obtidos das variáveis independentes, por ano, foram os seguintes:

Tabela 3 Valores médios das variáveis independentes por ano

	size_tmt	div_gen	div_age	div_ten_tmt	div_ten_total	div_edu	div_fun
<b>2010</b>	4,71	0,08	0,59	0,36	0,63	0,57	0,44
<b>2011</b>	4,80	0,07	0,59	0,37	0,62	0,54	0,47
<b>2012</b>	4,79	0,06	0,59	0,37	0,63	0,52	0,51
<b>2013</b>	4,82	0,08	0,65	0,36	0,59	0,52	0,51
<b>2014</b>	4,86	0,10	0,62	0,38	0,60	0,55	0,52

Nota:

size\_tmt – tamanho da TMT; div\_gen – diversidade de género; div\_age – diversidade de idade; div\_ten\_tmt – *tenure* na TMT; div\_ten\_total – *tenure* total; div\_edu – diversidade educacional; div\_fun – diversidade funcional

Seguidamente procedemos à realização do teste *t-Student* para amostras independentes, utilizando o *software SPSS (Statistical Package for the Social Sciences version 22)*, de modo a testar se existem diferenças estatisticamente significantes entre os grupos, ou seja, testámos as seguintes hipóteses:

$$H_0: \mu_A = \mu_B \text{ versus } H_1: \mu_A \neq \mu_B$$

Para aplicar o teste de hipóteses paramétrico referente à comparação das médias populacionais, a partir da amostra, é necessário verificar se as variâncias são homogêneas (homocedásticas ou iguais) (Marôco, 2011). O teste de *Levene* permite-nos identificar esse pressuposto de homocedasticidade através da significância (*p-value*) que nos é dado pelos *outputs* do *software* estatístico.

Se o *p-value* for superior a 0,05, as variâncias são homogêneas e, por isso, a estatística de teste a utilizar para o teste de *t-Student* é a que assume a igualdade de variâncias (*Equal variances assumed*). Então, se o *p-value* for inferior a  $\alpha$ , rejeitamos  $H_0$ , concluindo que existem diferenças estatisticamente significativas entre os grupos. A tabela 4 resume os resultados obtidos:

Tabela 4 Tabela Resumo da Análise Univariada

	Desempenho Contabilístico				Desempenho Mercado			
	ROE_0	ROE_1	<i>t stat</i>	<i>Sign.</i>	TQ_0	TQ_1	<i>t stat</i>	<i>Sign.</i>
<b>size_tmt</b>	2,037	8,040	0,784	0,435	0,244	0,655	2,686	0,009
<b>div_gen</b>	3,188	11,426	0,967	0,335	0,268	1,054	2,513	0,016
<b>div_age</b>	7,034	4,160	-0,376	0,707	0,272	0,570	2,290	0,024
<b>div_ten_tmt</b>	13,500	0,047	-1,798	0,074	0,776	0,265	-2,463	0,017
<b>div_ten_total</b>	2,203	7,029	0,530	0,598	0,264	0,581	2,402	0,018
<b>div_edu</b>	8,803	1,917	-0,938	0,349	0,362	0,552	1,181	0,240
<b>div_fun</b>	0,677	9,463	1,200	0,232	0,271	0,639	2,343	0,021

Nota:

ROE\_0 – ROE abaixo da média; ROE\_1 – ROE acima da média; TQ\_0 – Tobin’s Q abaixo da média; TQ\_1 – Tobin’s Q acima da média; *t stat* – teste *t* para a igualdade das médias; *Sign.* – nível de significância do teste; ROE – rentabilidade do capital próprio; Tobin’s Q – rácio Q de Tobin; size\_tmt – tamanho da TMT; div\_gen – diversidade de género; div\_age – diversidade de idade; div\_ten\_tmt – *tenure* na TMT; div\_ten\_total – *tenure* total; div\_edu – diversidade educacional; div\_fun – diversidade funcional

#### 4.2.1. Perspetiva contabilística

Pela análise ao tamanho da TMT, verificamos a existência de uma maior rentabilidade dos capitais próprios para empresas com um tamanho da TMT acima da média. Contudo, o teste *t* para a igualdade das médias, permite-nos concluir que não existem diferenças estatisticamente significantes entre os grupos.

Relativamente à diversidade de género, existe uma diferença significativa nos valores de ROE. No entanto, o teste *t* mostra que esta diferença não é estatisticamente

significante para o ROE. No caso da diversidade de idades, o ROE para empresas com diversidade abaixo da média é superior. O teste  $t$  para a igualdade das médias não apresenta significância estatística, pelo que não existe evidência estatística para concluir que há diferenças entre a rendibilidade dos capitais próprios em empresas com maior ou menor diversidade de idade.

O desempenho contabilístico também se comporta de forma diferente no caso da diversidade de *tenure* na TMT, dado que as empresas que tenham diversidade de *tenure* acima ou igual aos valores médios têm uma rendibilidade dos capitais próprios menor do que as TMT com uma diversidade inferior. Esta diferença é estatisticamente significativa para o ROE ao nível de 10%. A diversidade de *tenure* total apresenta valores superiores para o ROE nas TMT que tenham uma maior diversidade. Porém esta diferença não é significativa.

Relativamente à diversidade de educação, o ROE é maior para empresas com menor diversidade de educação, no entanto esta diferença não é estatisticamente significativa. No que concerne à diversidade funcional da TMT, podemos verificar que empresas com diversidade funcional maior, têm um melhor desempenho contabilístico. No entanto, o teste  $t$  de igualdade das médias comprova a inexistência de diferenças estatisticamente significantes.

#### **4.2.2. Perspetiva de mercado**

Relativamente ao Tobin's Q, verificamos um maior desempenho em empresas com um tamanho de TMT maior. Dado que a significância deste teste apresenta um valor de 0,009, podemos afirmar que existem diferenças estatisticamente significativas no Tobin's Q, ao nível de 1%, quando comparamos TMT grandes e TMT mais pequenas.

Relativamente à diversidade de género, podemos constatar uma diferença significativa nos valores de Tobin's Q. Dado que existe significância estatística ao nível de 5%, podemos concluir que as empresas que têm uma diversidade de género igual ou acima da média têm um melhor desempenho no mercado. Também para a idade existe significância estatística para afirmar a existência de melhores resultados no Tobin's Q, para empresas com maior diversidade de idade.

Relativamente à *tenure* na TMT, verificamos um pior desempenho para as TMT que possuem uma diversidade de *tenure* na TMT acima ou igual aos valores médios calculados. O teste *t* confirma essas diferenças como sendo estatisticamente significativas, ao nível de 5%. Podemos ainda verificar pelo resultado da tabela 4, que as empresas que têm uma TMT com diversidade de *tenure* total acima da média, têm um melhor desempenho de mercado.

Os valores para o Tobin's Q são superiores quando a diversidade de educação é igual ou superior à média. Porém, esta diferença entre os grupos também não é estatisticamente significativa, à semelhança do ROE. Relativamente à diversidade funcional, existe evidência estatística, ao nível de 5%, para afirmar a existência de um melhor desempenho de mercado em empresas com maior diversidade funcional.

Pela análise dos resultados, podemos concluir que não existem diferenças estatisticamente significativas no ROE para empresas com maior ou menor TMT, ou com mais ou menos diversidade de características, exceto na diversidade de *tenure* na TMT. Já na perspetiva de desempenho de mercado existem diferenças estatisticamente significativas, para empresas com maior ou menor TMT, ou com mais ou menos diversidade de características, exceto para a diversidade de educação.

#### **4.3. Análise Multivariada**

Seguidamente apresentamos a análise multivariada, onde as tabelas 5 e 6 apresentam os resultados da regressão em *Pooled OLS* das equações anteriormente expostas na secção 3.3., para o ROE e Tobin's Q. Para proceder à regressão dos modelos, organizámos o ficheiro de trabalho em painel, com *cross sections* empilhadas. Depois estimamos os modelos pelo método *Pooled OLS* ou Método dos Mínimos Quadrados Agrupado.

#### 4.3.1. Perspetiva contabilística

A tabela abaixo apresenta os resultados relativos ao desempenho contabilístico, medido pela variável dependente ROE. Foram realizados os modelos para as variáveis independentes que pretendemos testar individualmente (modelos 1 a 7) e para o conjunto das variáveis (modelo 8).

Da análise aos modelos a nível individual, ou seja, sem incluir as restantes variáveis independentes, exceto os controlos que são sempre considerados nos modelos, podemos inferir que a diversidade de idades, de *tenure* na TMT, de *tenure* total e diversidade de educação estão negativamente relacionados com a rentabilidade dos capitais próprios das empresas. A variável de controlo tamanho da TMT é significativa no modelo da diversidade de idade e da diversidade de *tenure* total.

Observando o modelo conjunto das variáveis, verificamos a existência de relação significativa ao nível de 95% entre o tamanho da TMT e o ROE, ou seja, uma maior dimensão da TMT está associada a um maior ROE. A diversidade de idades mostra estar negativamente associada ao ROE, isto é, as TMT com idades mais heterogéneas têm um pior desempenho.

Embora não haja significância estatística no modelo conjunto para relacionar a *tenure* total com o ROE, isso já não acontece ao nível da *tenure* na TMT. A diversidade desta característica está negativamente associada ao ROE, sendo o seu coeficiente significativo a nível de 90%. Podemos inferir que uma Equipa de Gestão de Topo que tenha gestores com anos de permanência mais diversificada, obtém piores resultados no ROE.

A diversidade de educação na TMT mostra ter impacto negativo na rentabilidade dos capitais próprios, ou seja, as empresas que possuam maior heterogeneidade de *backgrounds* educacionais na sua TMT, poderão prejudicar o seu desempenho contabilístico da organização.

Relativamente à diversidade de género, não foi encontrada significância estatística de uma relação com o ROE. Embora o coeficiente da diversidade funcional seja positivo, esta não obtém significância estatística para afirmar a sua relação com o ROE.

Tabela 5 Regressão *Pooled OLS* - ROE

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
<b>1. size_tmt</b>	3,63 (1,20)	3,24 (0,97)	7,40* (1,80)	3,52 (1,20)	6,68* (1,98)	7,80 (1,64)	3,34 (1,29)	9,78** (2,00)
<b>2. div_gen</b>		9,50 (0,40)						16,99 (0,71)
<b>3. div_age</b>			-105,60* (-1,82)					-102,62* (-1,71)
<b>4. div_ten_tmt</b>				-38,94* (-1,88)				-29,21* (-1,76)
<b>5. div_ten_total</b>					-60,54** (-2,07)			-3,38 (-0,13)
<b>6. div_edu</b>						-73,47* (-1,69)		-66,69* (-1,73)
<b>7. div_fun</b>							13,20 (0,39)	31,20 (0,75)
<b>constante</b>	-202,59 (-1,42)	-208,24 (-1,49)	-154,09 (-1,26)	-220,08 (-1,48)	-200,40 (-1,40)	-181,47 (-1,40)	-210,57 (-1,32)	-178,25 (-1,42)
<b>Tam_emp</b>	3,25 (0,83)	3,51 (0,93)	4,72 (1,17)	6,04 (1,23)	4,75 (1,20)	4,53 (1,07)	3,71 (0,76)	9,59 (1,56)
<b>debt_da</b>	11,80 (0,24)	12,67 (0,26)	-3,95 (-0,08)	-2,65 (-0,05)	1,84 (0,04)	-8,55 (-0,15)	5,38 (0,09)	-46,98 (-0,64)
<b>salesgrowth</b>	0,62 (0,89)	0,62 (0,88)	0,74 (1,11)	0,62 (0,91)	0,66 (0,97)	0,56 (0,84)	0,62 (0,89)	0,67 (1,07)
<b>idade_empresa</b>	0,459 (1,27)	0,465 (1,28)	0,495 (1,43)	0,454 (1,27)	0,582 (1,48)	0,436 (1,19)	0,460 (1,26)	0,489 (1,37)
<b>dummy_ano</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>dummy_indústria</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<b>R<sup>2</sup>Ajustado</b>	0,01	-0,001	0,08	0,03	0,03	0,04	-0,001	0,11

**Nota:**

Os valores sem parênteses correspondem aos coeficientes e o *t ratio* é apresentado entre parênteses.

\*\*\* Significativo a 99%; \*\* Significativo a 95%; \* Significativo a 90%;

ROE – rentabilidade do capital próprio; Tobin's Q – rácio Q de Tobin; size\_tmt – tamanho da TMT; div\_gen – diversidade de género; div\_age – diversidade de idade; div\_ten\_tmt – *tenure* na TMT; div\_ten\_total – *tenure* total; div\_edu – diversidade funcional; div\_fun – diversidade funcional; tam\_emp – tamanho da empresa; debt\_da – rácio de endividamento (leverage); salesgrowth – net sales growth; idade\_empresa – idade da empresa

As relações encontradas na análise multivariada ao ROE atribuem significância estatística para algumas das variáveis independentes, comparando com os resultados obtidos na matriz de correlação e na análise univariada.

Relativamente ao tamanho da TMT, os resultados estão em consonância com os de Haleblan & Finkelstein (1993). Estes autores afirmam que o tamanho das TMT é um dos indicadores mais relevantes para explicar o desempenho financeiro das empresas. Também Hoffman, Lheureux, & Lamont (1997) encontraram evidência empírica de uma relação positiva no desempenho financeiro das empresas. Já Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) encontra resultados mistos para o ROE.

Estes resultados sugerem que as empresas beneficiam em ter Equipas de Gestão de Topo maiores, na medida em que têm a possibilidade de gerir de forma mais eficiente todo o tipo de recursos: materiais, humanos, entre outros. Além disso, permite distribuir tarefas, controlar processos e planejar melhor as atividades em curso.

Como referem Haleblan & Finkelstein (1993), equipas maiores têm a capacidade de processar melhor a informação. Este facto é importante, dado que empresas cotadas são à partida sociedades que necessitam de receber a informação e trabalhá-la de forma eficiente. Nesse sentido, a Equipa de Gestão de Topo é a responsável principal por coordenar e assegurar este processamento de informação e consequente tomada de decisão.

Como vimos anteriormente, a diversidade de género não apresenta qualquer relação significativa com o ROE. A inexistência de significância entre a diversidade de género e o desempenho contabilístico pode estar relacionado com o argumento proposto por Joecks, Pull, & Vetter (2013). Estes autores defendem que os Conselhos de Administração são, quase sempre, maioritariamente constituídos por homens, por isso só a partir de uma percentagem de 10% de mulheres no CA, é que pode existir evidência de impacto no desempenho da empresa.

A diversidade de género nas sociedades cotadas portuguesas é de apenas 0,078 numa escala de 0 a 1. A média muito baixa desta variável observada na tabela 1, poderá ser o reflexo para que isto aconteça. Por outro lado, o modelo também pode estar a ser influenciado por *outliers*, que levam à obtenção destes resultados.



No que toca à idade, os autores Bertrand & Schoar (2003) também encontraram resultados semelhantes de que a idade tem um impacto negativo no desempenho financeiro. A relação negativa entre o ROE e a diversidade de idades pode ter como causa os conflitos que podem surgir na consequência da existência de gestores com diferentes idades. As diferentes gerações levam à existência de diferentes perspetivas na hora de tomar decisões, o que pode dificultar o processamento e estratégias da empresa.

Relativamente à *tenure* na TMT, Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) obtiveram conclusões semelhantes de que existe uma relação negativa relativamente entre o ROE e os anos de permanência do CEO na empresa. Também Dhaouadi (2014) encontra evidência de um efeito negativo no desempenho financeiro.

A relação negativa encontrada na diversidade de *tenure* na TMT vai ao encontro do que foi dito anteriormente. A existência de gestores que entram recentemente para a TMT, quando outros gestores já lá estão há vários anos, pode causar discordâncias nas decisões e no próprio controlo sobre a empresa. Os membros das Equipas de Gestão de Topo com mais anos de atividade na empresa podem ser socialmente mais coesos entre si, porém serão mais avessos às mudanças propostas por gestores mais novos, afetando consequentemente o seu desempenho financeiro (Michel & Hambrick, 1992).

Apesar de no modelo 8 não ter sido encontrada evidência significativa para a *tenure* total, o modelo individual (modelo 5), encontra uma relação negativa com o ROE que também é importante interpretar. Gestores com diferentes anos de experiência carregam em si distintas experiências de vida, diferentes *backgrounds* e formas de trabalhar diferentes que nem sempre vão ser consensuais numa TMT, os quais podem prejudicar a empresa.

Os resultados obtidos ao nível da diversidade de educação contrariam os resultados de Carpenter (2002) e Smith, *et al.* (1994), os quais encontram uma relação positiva entre a heterogeneidade de *background* educacional e o desempenho da empresa. Era esperado que equipas multidisciplinares fossem um benefício. No entanto, se refletirmos sobre a heterogeneidade deste tipo de característica, podemos concluir que uma TMT demasiado heterogénea poderá não ser benéfica para a empresas. Isto porque os membros da TMT têm conhecimentos técnicos em diferentes áreas, o que não permite

o membro X, de uma área completamente diferente, conseguir ter uma opinião técnica sobre a decisão de um membro Y, sendo que o último acaba por ser o único responsável pela decisão.

Além disso, podem haver conflitos pela subjetividade de interpretação de problemas, no caso de gestores pertencerem a diferentes áreas de educação, como vimos atrás, e com graus acadêmicos distintos. Gestores com graus acadêmicos superiores têm maior capacidade para processar informação e para tomar decisões complexas (Wiersema & Bantel, 1992). Sendo assim, uma TMT pode beneficiar consideravelmente em ter uma Equipa com diversidade de educação mais homogênea.

Como vimos anteriormente, a experiência em várias áreas funcionais é importante na medida em que poderá influenciar o perfil dos gestores e, conseqüentemente, as decisões que tomam nas empresas (Wiersema & Bantel, 1992). Era esperado que uma TMT multidisciplinar ao nível do *background* funcional trouxesse vantagens para a rentabilidade das empresas. Se por um lado, TMT mais diversas podem ter diferentes perspetivas, mais capacidades e conhecimento, por outro, os conflitos, a aversidade à mudança ou a incapacidade de pensamento fora da área funcional podem condicionar o desempenho da empresa (Hambrick & Mason, 1984; Certo, Lester, Dalton, & Dalton, 2006).

Segundo Canella Jr., Park, & Lee (2008), a proximidade física dos membros afeta a relação diversidade funcional-desempenho financeiro. A diversidade funcional da TMT está positivamente associada ao desempenho financeiro, se as TMT trabalharem juntas, mas negativamente associado se as empresas tiverem os seus membros geograficamente dispersos.

Outro argumento é defendido por Carpenter & Fredrickson (2001), de que o ambiente institucional de incerteza (*environmental uncertainty*), também modera a relação entre a diversidade funcional da TMT e o desempenho financeiro da empresa. As empresas beneficiam especialmente em ter TMT funcionalmente heterogêneas quando estão a passar por períodos mais turbulentos e de incerteza. Nesses casos, o *background* funcional mostra ser uma mais valia na tomada de decisão ou em resolver problemas complexos.

Outra justificação para este resultado pode estar associada à incapacidade do CEO ou Presidente do CA em usarem o potencial associado às vantagens de uma empresa possuir membros da TMT com diferentes *backgrounds* funcionais (Buyl, Boone, Hendriks, & Matthyssens, 2011).

#### **4.3.2. Perspetiva de mercado**

A tabela 6 apresenta os resultados relativos ao desempenho de mercado das empresas da amostra, medido pela variável dependente Tobin's Q. Foram realizados individualmente os modelos para as variáveis de interesse deste estudo, ou seja, as variáveis independentes que pretendemos testar (modelos 1 a 7) e para todas as variáveis em conjunto (modelo 9).

Pela análise dos modelos, a nível individual, verificamos que o tamanho da TMT está estatisticamente relacionado com o ROE, sendo que este é significativo ao nível de 95%. A diversidade de idade tem um impacto positivo no ROE, significativo ao nível de 99% e a diversidade de *tenure* total também está positivamente relacionada, sendo significativa a 95%. As diversidades de género, de *tenure* na TMT, educacional e a diversidade funcional não apresentam significância estatística. De realçar que, para os modelos 2 a 7, o tamanho da TMT, que funciona como variável de controlo, tem significância estatística.

Analisando o modelo conjunto das variáveis (modelo 9), apuramos que o desempenho ao nível do mercado, medido pelo Tobin's Q, pode ser explicado pelo tamanho da TMT ao nível de 90% e pela diversidade de idade ao nível de 95%. Os resultados relativamente à diversidade de género não vão ao encontro da relação que era esperada com o desempenho de mercado.

O modelo 9 não apresenta significância estatística para afirmarmos que existe uma relação entre o desempenho de mercado e a diversidade de *tenure* na TMT e diversidade de *tenure* total. Embora ambos os sinais dos coeficientes destas variáveis sejam positivos, não são estatisticamente significantes no modelo conjunto. Também não se verificou a existência de significância estatística para a diversidade educacional, nem para a diversidade funcional.

De referir que o tamanho da empresa está negativamente associado em todos os modelos. Como seria de esperar, o ROA está positivamente associado a todos os modelos, dada a sua relação direta com o Tobin's Q. Relativamente à idade da empresa, também foi encontrada evidência de uma relação positiva com todos os modelos, exceto com a diversidade de *tenure* total, onde esta variável não é significativa.

Tabela 6 Regressão *Pooled OLS* - Tobin's Q

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 9
1. size_tmt	0,20** (0,08)	0,20** (2,53)	0,16** (2,23)	0,20** (2,45)	0,16** (2,04)	0,21** (2,30)	0,19** (2,34)	0,15* (1,91)
2. div_gen		0,09 (0,28)						0,09 (0,30)
3. div_age			1,19*** (3,27)					1,01** (2,57)
4. div_ten_tmt				0,213 (1,03)				0,08 (0,44)
5. div_ten_total					0,74** (2,42)			0,31 (0,98)
6. div_edu						-0,06 (-0,21)		-0,16 (-0,52)
7. div_fun							0,41 (1,52)	0,11 (0,37)
constante	8,63*** (8,50)	8,58*** (8,61)	8,09*** (9,38)	8,71*** (8,29)	8,57*** (9,05)	8,65*** (8,30)	8,38*** (8,07)	8,10*** (8,75)
Tam_emp	-0,33*** (-3,35)	-0,32*** (-3,38)	-0,34*** (-3,57)	-0,34*** (-3,32)	-0,34*** (-3,48)	-0,33*** (-3,37)	-0,31*** (-3,18)	-0,34*** (-3,45)
debt_da	0,25 (0,83)	0,25 (0,85)	0,42 (1,42)	0,34 (1,20)	0,41 (1,48)	0,23 (0,72)	0,05 (0,16)	0,40 (1,14)
salesgrowth	0,004 (1,17)	0,004 (1,16)	0,003 (0,93)	0,004 (1,14)	0,003 (0,95)	0,004 (1,17)	0,06 (1,12)	0,003 (0,80)
Roa	0,06*** (3,93)	0,06*** (3,68)	0,06*** (4,01)	0,06*** (4,03)	0,06*** (4,20)	0,06*** (3,81)	0,06*** (3,95)	0,06*** (3,55)
idade_empresa	0,01* (1,97)	0,01* (1,97)	0,01** (2,02)	0,01** (2,01)	0,01 (1,59)	0,01* (1,96)	0,01** (1,98)	0,01* (1,78)
dummy_ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
dummy_industria	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R <sup>2</sup> Ajustado	0,74	0,74	0,76	0,74	0,75	0,74	0,74	0,75

**Nota:**

Os valores sem parênteses correspondem aos coeficientes e o *t ratio* é apresentado entre parênteses.

\*\*\* Significativo a 99%; \*\* Significativo a 95%; \* Significativo a 90%;

ROE – rentabilidade do capital próprio; Tobin's Q – rácio Q de Tobin; size\_tmt – tamanho da TMT; div\_gen – diversidade de género; div\_age – diversidade de idade; div\_ten\_tmt – *tenure* na TMT; div\_ten\_total – *tenure* total; div\_edu – diversidade funcional; div\_fun – diversidade funcional; tam\_emp – tamanho da empresa; debt\_da – rácio de endividamento (leverage); salesgrowth – net sales growth; idade\_empresa – idade da empresa

Olhando para os resultados, podemos tirar algumas conclusões relevantes. Desde logo, nem todas as correlações encontradas anteriormente na tabela 2, obtiveram significância estatística no modelo, apenas o tamanho e a diversidade de idades.

Relativamente ao tamanho da TMT, comprovámos a sua relação positiva com o desempenho de mercado. Efeitos semelhantes foram encontrados por Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015). Os resultados obtidos são comuns em ambas as perspetivas de desempenho, pelo que as conclusões chegadas anteriormente sobre esta variável, na análise do ROE, também poderão ser aqui aplicadas.

Além disso, em termos de mercado, o mundo empresarial é cada vez mais competitivo e rigoroso. Desta forma, as empresas que possuam mais pessoas na sua TMT poderão gerir melhor as exigências constantes que o mercado e os acionistas impõem às empresas. As organizações e, em particular, os seus líderes deverão ter em conta o tamanho da sua Equipa de Gestão de Topo, pois esta mostra claramente um melhor desempenho contabilístico e de mercado para TMT de maiores dimensões.

Os resultados da diversidade de género não vão ao encontro da relação que era esperada e que foi identificada na análise univariada e na matriz de correlação. Campbell & Mínguez-Vera (2008) e Joecks, Pull, & Vetter (2013) chegaram a conclusões diferentes, onde a diversidade de género teve um efeito positivo no desempenho da empresa, medido pelo Tobin's Q. A ausência de qualquer tipo de relação entre a diversidade de género e este indicador de mercado pode ser justificada pelos argumentos anteriormente expostos para o desempenho contabilístico, de que apenas a partir de uma dada percentagem o género pode ter impacto no desempenho.

Além disso, Campbell & Mínguez-Vera (2008) comprovaram no seu estudo em empresas espanholas que o aumento da diversidade de género pode ser alcançado sem prejudicar o valor para os acionistas (*shareholder value*). Logo, os investidores seriam beneficiados se as TMT fossem mais heterogéneas ao nível do género.

Relativamente à diversidade de idades, vários estudos mostram que esta variável é importante, como Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) que encontraram evidência empírica de uma relação entre a idade do CEO e o Tobin's Q. Wei, Lau, Young, & Wang (2005) também encontram uma relação positiva entre a média de idades da TMT e a

desempenho financeiro das empresas. De realçar que a diversidade de idades tem um impacto positivo no desempenho de mercado, mas um impacto negativo no desempenho contabilístico.

Equipas de Gestão de Topo com maior diversidade de idades possibilitam as empresas a possuírem membros completamente diferentes entre si. Membros com mais idade podem contribuir com mais experiência, conhecimento e capacidades. Membros mais novos também podem contribuir com novas perspetivas, novas técnicas e conhecimentos para abordar os problemas atuais de mercado (Bantel & Jackson, 1989). Equipas heterógenas permitem a troca de experiências e de diferentes pontos de vista, que podem beneficiar as empresas em situações de mudança e de contínua exigência por parte dos mercados.

Os resultados obtidos mostram que na perspetiva do mercado, as empresas não são afetadas pela existência de gestores com diferentes anos de experiência na Equipa de Gestão de Topo. Uma das justificações que podemos encontrar, e que ao longo da recolha de dados foi notada, é que, em geral, as TMT não têm rotatividade nos cargos, ao nível mais alto da gestão da empresa. Os mandatos terminam e recomeçam, mas gestores como o CEO e Presidente do CA permanecem os mesmos.

Por este facto, podemos inferir que as decisões principais e estratégicas das sociedades podem, contingentemente, ser tomadas sempre pelas pessoas com mais poder, as quais são constantemente eleitas em vários mandatos. Esses gestores de topo estão mais habituados à gestão diária da empresa, tendo uma vasta e rotineira experiência no seu cargo.

Analisando individualmente a variável *tenure* total, verificamos que existe uma associação positiva com o Tobin's Q. Esta relação é novamente oposta à encontrada no modelo ROE. Resultados semelhantes foram encontrados por Hambrick, Cho, & Chen (1996) e Smith, *et al.* (1994) que encontram evidência de uma associação positiva entre a heterogeneidade de *tenure* e a desempenho financeiro das empresas.

A diversidade de *tenure* total pode contribuir positivamente para um melhor desempenho de mercado, na medida em que os gestores têm diferentes tipos de experiências profissionais e um histórico de passagem por situações de complexidade ou

ciclos económicos diferentes (Smith *et al.*, 1994). Uma elevada diversidade de *tenure* total pode significar a presença de gestores em vários tipos de sociedades e em diversos cargos, o que valoriza a sociedade pois existem diferentes contributos com conhecimento de causa relativamente ao comportamento das empresas nos mercados.

Os autores Noor & Fadzil (2013) defendem que membros do CA com um *background* educacional mais diverso podem contribuir de uma forma mais positiva para o desempenho financeiro da organização, porém neste estudo isso não se verificou. Bhagat, Bolton, & Subramanian (2010) também concluíram que educação dos CEO não está significativamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas.

A educação é uma variável tida em consideração para o recrutamento dos gestores, mas a longo prazo o *background* educacional não reflete necessariamente o perfil do educacional do gestor no desempenho na empresa. O que é refletido é a sua capacidade em tomar decisões estratégicas diárias em função da experiência que vão adquirindo, decisões que podem beneficiar ou não a empresa, tanto ao nível do mercado como ao nível contabilístico (Bhagat, Bolton, & Subramanian, 2010).

Bantel & Jackson (1989) defendem que a experiência em várias áreas funcionais é importante na medida em que influencia e molda o perfil dos gestores, os quais por sua vez terão impacto no desempenho das empresas. No entanto, este impacto não se verificou em termos de desempenho de mercado para as empresas portuguesas. Como foi referido anteriormente para o modelo ROE, a complexidade e o ambiente de incerteza são duas variáveis que podem moderar a relação entre a diversidade funcional da TMT e o desempenho financeiro da empresa (Carpenter & Fredrickson, 2001). Outra justificação para este resultado pode estar associada aos conflitos, à falta de comunicação e cooperação entre a equipa, que a torna menos coesa.

Segundo Cai, Liu, & Yu (2013), as Equipas de Gestão, heterogéneas ao nível funcional, devem ser profundamente exploradas e estimuladas, para que as empresas possam realmente beneficiar de membros que possam produzir conhecimentos cognitivos superiores e distintos. Esta situação pode não estar a acontecer nas TMT portuguesas, dado que, como já vimos, existe baixa rotatividade dos principais decisores na empresa, o que leva a situações monótonas e de avessidade à mudança. Estes autores recomendam que



as empresas devem encorajar os seus membros à partilha das suas perspetivas com toda a organização, de forma a poderem ser usados novos tipos de métodos, novos conhecimentos e diversas opiniões na resolução dos problemas e na eficiência de tomada de decisão.

Além disso, as empresas devem assegurar mecanismos eficientes no caso de existirem conflitos que decorram dessa heterogeneidade funcional. Como vimos na tabela das estatísticas descritivas, o valor da diversidade desta característica na amostra é intermédio, aproximadamente 0,5. Por isso, as empresas até possuem alguma heterogeneidade, porém podem não estar a usá-la de modo eficiente para que se reflita no desempenho da empresa, tanto ao nível de mercado como ao nível contabilístico.

De referir que o tamanho da empresa, usado como variável de controlo, mostra estar negativamente associado a todas as variáveis independentes que testamos neste estudo. Campbell & Mínguez-Vera (2008) e Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) também encontraram evidência da influência negativa do tamanho da empresa no Tobin's Q.

Este facto pode ser justificado pelas empresas estarem num ciclo elevado de maturidade e os seus investidores procuram alternativas de crescimento que a empresa não consegue suportar (Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015). Por outro lado, empresas maiores são mais complexas e requerem uma gestão mais eficiente da TMT (Carpenter, 2002).

O Roa tem uma influência positiva no Tobin's Q, a qual era esperada, dado que quanto mais rentável forem as empresas, maior é a probabilidade do valor do Tobin's Q ser superior (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Relativamente à idade da empresa, Canella Jr., Park, & Lee (2008) também encontraram evidência de uma relação positiva com o desempenho, à semelhança deste estudo. Numa fase de maior maturidade das empresas pode existir um melhor desempenho, dado que estas têm acesso a uma maior quantidade de todo o tipo de recursos necessários à gestão (Yoo, Reed, Shin, & Lemak, 2009).

#### **4.4. Testes de Robustez e Adicionais**

No sentido de analisar a robustez dos resultados obtidos, iremos proceder à realização de vários testes. Na secção 4.4.1 verificaremos a robustez dos modelos efetuados. na secção 4.4.2. efetuaremos testes adicionais usando outros indicadores de desempenho recorrentes na literatura (Wiersema & Bantel, 1992; Carpenter, 2002; Wei, Lau, Young, & Wang, 2005; Cunha & Martins, 2007; Canella Jr., Park, & Lee, 2008; Dhaouadi, 2014; Menz & Scheef, 2014; Peni, 2014; Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015).

##### **4.4.1. Testes de robustez**

Para testar se os resultados obtidos foram condicionados pela presença de observações que pelo seu valor pudessem ser consideradas atípicas, estimámos os modelos ROE e Tobin's Q com base numa amostra alternativa em que eliminámos os valores extremos.

O critério de eliminação dos valores extremos para ambos os indicadores foi baseado no 1º percentil, que determina 1% dos dados da amostra, ou seja, são medições com desvios extremos da média. Neste sentido, foi multiplicado o número total de observações da amostra pelo percentil (1%), que determinou a eliminação das duas observações menores e das duas observações maiores do Tobin's Q e ROE.

A tabela seguinte mostra os resultados nos testes de robustez, comparando-os com os modelos anteriormente realizados na secção 4.3.:

Tabela 7 Testes de robustez

	Desempenho Contabilístico		Desempenho de Mercado	
	Modelo 8: ROE	Modelo 10: ROE sem <i>outliers</i>	Modelo 9: Tobin's Q	Modelo 11: Tobin's Q sem <i>outliers</i>
<i>size_tmt</i>	9,78** (2,00)	4,27*** (2,81)	0,15* (1,91)	0,08 (1,29)
<i>div_gen</i>	16,99 (0,71)	37,41*** (2,72)	0,09 (0,30)	-0,12 (-0,54)
<i>div_age</i>	-102,62* (-1,71)	-38,74* (-1,98)	1,01** (2,57)	0,74** (2,23)
<i>div_ten_tmt</i>	-29,21* (-1,76)	-16,82* (-1,89)	0,08 (0,44)	0,07 (0,43)
<i>div_ten_total</i>	-3,38 (-0,13)	-16,58 (-1,36)	0,31 (0,98)	0,29 (1,07)
<i>div_edu</i>	-66,69* (-1,73)	-47,99*** (-2,67)	-0,16 (-0,52)	0,05 (0,25)
<i>div_fun</i>	31,20 (0,75)	-9,11 (-0,69)	0,11 (0,37)	0,17 (0,72)
<i>constante</i>	-178,25 (-1,42)	-12,98 (-0,42)	8,10*** (8,75)	3,61*** (3,25)
<i>Tam_emp</i>	9,59 (1,56)	2,82 (1,54)	-0,34*** (-3,45)	-0,26*** (-3,06)
<i>debt_da</i>	-46,98 (-0,64)	-26,37 (-1,34)	0,40 (1,14)	0,42 (1,35)
<i>salesgrowth</i>	0,67 (1,07)	0,29** (2,60)	0,003 (0,80)	0,001 (0,36)
<i>Roa</i>			0,06*** (3,55)	0,07*** (8,18)
<i>idade_empresa</i>	0,489 (1,37)	0,084 (0,758)	0,01* (1,78)	0,01 (1,54)
<i>dummy_ano</i>	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>dummy_indústria</i>	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>R² Ajustado</i>	0,11	0,20	0,75	0,68

**Nota:**

Os valores sem parênteses correspondem aos coeficientes e o *t ratio* é apresentado entre parênteses.

\*\*\* Significativo a 99%; \*\* Significativo a 95%; \* Significativo a 90%;

ROE – rentabilidade do capital próprio; Tobin's Q – rácio Q de Tobin; *size\_tmt* – tamanho da TMT; *div\_gen* – diversidade de género; *div\_age* – diversidade de idade; *div\_ten\_tmt* – *tenure* na TMT; *div\_ten\_total* – *tenure* total; *div\_edu* – diversidade educacional; *div\_fun* – diversidade funcional; *tam\_emp* – tamanho da empresa; *debt\_da* – rácio de endividamento (*leverage*); *salesgrowth* – crescimento das vendas; *Roa* – rentabilidade do ativo total; *idade\_empresa* – idade da empresa

Os resultados obtidos demonstram que o ROE continua a obter significância estatística para o tamanho da TMT, para a diversidade de idade, para a diversidade de *tenure* na TMT e para a diversidade de educação. Para além destes, o ROE sem valores extremos, mostra estar positivamente relacionado com a diversidade de género, com significância ao nível de 99%, não encontrada no modelo 8. Quanto maior for a diversidade de género, melhor será o desempenho contabilístico.

O modelo 11, referente ao Tobin's Q sem valores extremos, não obteve significância estatística para o tamanho da TMT. Apenas foi obtida significância no caso da diversidade de idade, também encontrada no modelo "base" do Tobin's Q (modelo 9). As variáveis de controlo também apresentam uma tendência geral, com os coeficientes a manterem-se constantes.

Os testes de robustez ao desempenho contabilístico e de mercado levam-nos a concluir que, de um modo geral, os resultados mantêm uma tendência, comprovando a robustez dos modelos. A significância obtida nos modelos 8 e 9 mantém-se nos modelos sem valores extremos (10 e 11) ou, em alguns casos, aumenta a significância, mas os coeficientes mantêm-se constantes. No caso do modelo 11, a significância do tamanho da TMT perde-se porque os níveis de significância de outros coeficientes são reforçados. Além disso, ao retirar observações numa amostra que é relativamente pequena, também estamos a tirar algum poder explicativo das variáveis do nosso modelo.

#### **4.4.2. Testes adicionais**

Com o objetivo de estudar o impacto do tamanho e das características da TMT noutras dimensões de desempenho, selecionamos duas novas variáveis, uma na perspetiva contabilística e outra na perspetiva de mercado.

O ROA (*Return On Assets*), ou rentabilidade total do ativo, é um dos indicadores frequentes na avaliação do desempenho financeiro das empresas (Certo, Lester, Dalton, & Dalton, 2006). Os estudos de Cunha & Martins (2007) e O'Connell & Cramer (2010) também usam o ROA como medida de desempenho financeiro das empresas, de modo a perceber a sua relação com as características do Conselho de Administração. Também Carpenter (2002) usa esta variável para examinar a relação entre a heterogeneidade da TMT e o

desempenho financeiro das empresas. A variável ROA foi retirada diretamente da SABI, sendo que a forma de cálculo da base de dados é a seguinte:

$$\text{Return on Total Assets} = \frac{\frac{\text{Profit}}{\text{Loss}} \text{ before tax}}{\text{Total Assets}} * 100$$

As variáveis de controlo usadas para o ROA são o tamanho da empresa (Wiersema & Bantel, 1992), o rácio de endividamento (Modigliani & Miller, 1958), a tangibilidade dos ativos e rácio de liquidez (Pouraghajani *et al.*, 2012; Vatavu, 2015), o crescimento das vendas (Jalbert, Jalbert, & Furumo, 2013), a idade da empresa (Pouraghajani *et al.*, 2012), a indústria e o ano (Wiersema & Bantel, 1992; Carpenter, 2002; Jalbert, Jalbert, & Furumo, 2013). A expressão do modelo ROA é a seguinte:

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1.\text{size\_tmt}_{1it} + \beta_2.\text{div\_gen}_{2it} + \beta_3.\text{div\_age}_{3it} + \beta_4.\text{div\_ten\_tmt}_{4it} + \beta_5.\text{div\_ten\_total}_{5it} + \beta_6.\text{div\_edu}_{6it} + \beta_7.\text{div\_fun}_{7it} + \delta_1.\text{tam\_emp} + \delta_2.\text{debt\_da} + \delta_3.\text{tang} + \delta_4.\text{liq} + \delta_5.\text{salesgrowth} + \delta_6.\text{idade\_emp} + \delta_7.\text{ano} + \delta_8.\text{indust} + \epsilon_{it}$$

Para além de incluirmos a variável relativa à perspetiva contabilística, este estudo pretende explorar o impacto das características com outra dimensão de mercado. Nesse sentido, usámos o *Price to Book Value* (PBV) para medir o desempenho da empresa no mercado.

Autores como Dhaouadi (2014) e Menz & Scheef (2014) escolhem o PBV como indicador de desempenho, dado que este reflete a aposta dos investidores sobre o capital da empresa. Além disso, este indicador reflete as expectativas dos acionistas sobre as perspetivas futuras da empresa (Menz & Scheef, 2014). Este rácio mede a relação entre o valor de mercado da empresa pelo valor contabilístico. O PBV foi extraído da base de dados SABI, o qual tem a seguinte fórmula de cálculo:

$$\text{Price to Book Value} = \frac{\text{Market Price}}{\text{Book Value per Share}}$$

Para além dos controlos relativos ao ano, indústria, idade da empresa, tamanho da empresa e da TMT, rácio de endividamento (Dhaouadi, 2014), foram usados outros controlos específicos da variável dependente PBV. De acordo com Smolic (2015), Marangu & Jagongo (2014) e Ying, Ping, & Jia-Chen (2013), os principais fatores que influenciam o rácio *Price to Book* são o ROE (quanto maior o ROE, maior o rácio), o rácio *dividend Payout* (quanto maior o rácio *payout*, maior o PBV), *growth rate in earnings* (quanto maior o crescimento dos lucros esperado maior, maior o PBV), e, ainda, o risco total, medido pelo desvio padrão das rendibilidades logarítmicas semanais (quanto maior o risco, menor o múltiplo PBV). A expressão para o PBV é a seguinte:

$$\text{PBV} = \beta_0 + \beta_1.\text{size\_tmt}_{1it} + \beta_2.\text{div\_gen}_{2it} + \beta_3.\text{div\_age}_{3it} + \beta_4.\text{div\_ten\_tmt}_{4it} + \beta_5.\text{div\_ten\_total}_{5it} + \beta_6.\text{div\_edu}_{6it} + \beta_7.\text{div\_fun}_{7it} + \delta_1.\text{tam\_emp} + \delta_2.\text{ROE} + \delta_3.\text{dividendpayout} + \delta_4.\text{cresc\_earn} + \delta_5.\text{risco} + \delta_6.\text{idade\_emp} + \delta_7.\text{ano} + \delta_8.\text{indust} + \varepsilon_{it}$$

A tabela seguinte demonstra os resultados das regressões em *Pooled OLS* das variáveis dependentes expostas acima:

Tabela 8 *Pooled OLS* – ROA e PBV

	Desempenho Contabilístico	Desempenho de Mercado
	Modelo 12: ROA	Modelo 13: PBV
<i>size_tmt</i>	1,301*** (3,471)	0,183** (2,500)
<i>div_gen</i>	9,719*** (3,007)	1,000 (1,286)
<i>div_age</i>	2,940 (0,946)	0,234 (0,166)
<i>div_ten_tmt</i>	-2,202 (-1,344)	-0,064 (-0,155)
<i>div_ten_total</i>	-4,334* (-1,806)	1,129 (1,204)
<i>div_edu</i>	-5,573 (-1,354)	-2,068* (-1,719)
<i>div_fun</i>	-2,212 (-0,760)	-0,745 (-1,246)
Constante	2,297 (0,307)	6,239*** (2,754)
<i>Tam_emp</i>	-0,548 (-0,811)	-0,410*** (-3,312)
<i>debt_da</i>	-8,450 (0,063)	1,871* (1,745)
<i>Tang</i>	-0,235* (-0,063)	
<i>Liq</i>	0,136 (0,219)	
<i>salesgrowth</i>	0,072*** (3,074)	
<i>Cresc_earn</i>		0,000 (-0,206)
<i>Dividendpayout</i>		0,007 (1,565)
<i>Risk</i>		-6,840* (-1,794)
<i>Roe</i>		0,039*** (3,100)
<i>idade_empresa</i>	0,033 (1,308)	0,012* (1,931)
<i>dummy_ano</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
<i>dummy_indústria</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>
<i>R<sup>2</sup>Ajustado</i>	0,307	0,631

Nota: Os valores sem parênteses correspondem aos coeficientes e o *t ratio* é apresentado entre parênteses.

\*\*\* Significativo a 99%; \*\* Significativo a 95%; \* Significativo a 90%;

ROA – rentabilidade do capital próprio; Tobin's Q – rácio Q de Tobin; *size\_tmt* – tamanho da TMT; *div\_gen* – diversidade de género; *div\_age* – diversidade de idade; *div\_ten\_tmt* – *tenure* na TMT; *div\_ten\_total* – *tenure* total; *div\_edu* – diversidade educacional; *div\_fun* – diversidade funcional; *tam\_emp* – tamanho da empresa; *debt\_da* – rácio de endividamento (*leverage*); *tang* – tangibilidade dos ativos; *liq* – rácio de liquidez; *salesgrowth* – crescimento das vendas; *Cresc\_earn* – crescimento dos lucros; *Dividendpayout* – rácio de distribuição de dividendos; *Risk* – risco total; *Roe* – rentabilidade do capital próprio; *idade\_empresa* – idade da empresa

Pela observação da tabela 8, o ROA obtém resultados ligeiramente diferentes, quando comparado com ROE. O tamanho da TMT continua a ter relevância estatística, mas sendo ainda mais significativa (99%) para o ROA.

A diversidade de gênero surge no modelo ROA com associação positiva, a um nível de significância estatística de 95%. A diversidade de *tenure* total surge com um coeficiente negativo e significativo para ROA, resultado que se observou também na tabela 5, quando a foi testada apenas esta variável explicativa (modelo 5).

Os resultados apurados permitem inferir que o ROA é explicado por variáveis que não surgem no modelo 8 do ROE, como a diversidade de gênero e a diversidade de *tenure* total. No entanto, verificamos que anteriormente a diversidade de gênero também obteve significância, quando o modelo ROE sem *outliers* foi estimado. Resultados semelhantes foram obtidos por Erhardt, Werbel, & Shrader (2003) sobre o impacto positivo da diversidade de gênero na TMT. Relativamente à *tenure*, Vintilă, Păunescu, & Gherghina (2015) também concluíram que existe uma relação negativa com o ROA.

O PBV obtém significância estatística, ao nível de 99%, para o tamanho da TMT, relação que também foi encontrada no modelo Tobin's Q. Além deste, a diversidade de educação mostra estar negativamente associado ao PBV, não tendo obtido anteriormente qualquer relação com o Tobin's Q. As restantes variáveis explicativas não apresentaram significância. Dhaouadi (2014) também não encontra uma associação do PBV com a idade, *tenure* na TMT e *tenure* total.

Na generalidade, os coeficientes mantêm-se constantes e as significâncias obtidas também são semelhantes nas variáveis que pretendemos testar. Neste sentido, podemos aferir que os indicadores de desempenho contabilístico, ROE e ROA, obtêm resultados muito semelhantes entre si, assim como as medidas de desempenho de mercado, Tobin's Q e PBV.



#### 4.5. Teste à Diversidade Global

Procedemos agora à realização de um teste à diversidade global com o objetivo de analisar se a diversidade de características da TMT, representada neste estudo pela diversidade de género, diversidade de idade, diversidade de *tenure* na TMT, diversidade de *tenure* total, diversidade educacional e diversidade funcional, tem significância estatística.

Para efetuar este teste foi criada uma nova variável ‘diversidade global’, que foi calculada como a média da heterogeneidade das características da TMT, em cada empresa e em cada ano do estudo. Os resultados da regressão em *pooled* OLS foram os seguintes:

Tabela 9 *Pooled* OLS da diversidade global

	Desempenho Contabilístico	Desempenho de Mercado
	ROE	Tobin's Q
Diversidade global	-194,941** (-2,474)	1,249* (1,695)
Size_tmt	37,135** (2,459)	0,032 (0,259)
Constante	-159,898 (-1,230)	9,139*** (8,711)
Tam_emp	5,052 (1,213)	-0,398*** (-4,307)
Debt_da	-4,007 (-0,081)	0,122 (0,367)
Salesgrowth_net	0,670 (0,999)	0,006 (1,449)
Roa		0,015 (1,419)
Idade_empresa	0,492 (1,366)	0,007 (1,827)
Dummy_ano	Sim	Sim
Dummy_indústria	Sim	Sim
R <sup>2</sup> Ajustado	0,071	0,691

Nota:

Os valores sem parênteses correspondem aos coeficientes e o t ratio é apresentado entre parênteses.

\*\*\* Significativo a 99%; \*\* Significativo a 95%; \* Significativo a 90%;

ROE – retorno sobre capital próprio; Tobin's Q – rácio Q de Tobin; size\_tmt – tamanho da TMT; diversidade global (género, idade, *tenure* na TMT, *tenure* total, *background* educacional, *background* funcional); tam\_emp – tamanho da empresa; debt\_da – rácio de endividamento (*leverage*); salesgrowth – crescimento das vendas; Roa – rentabilidade do ativo total; idade\_empresa – idade da empresa

Olhando para ambas as perspectivas de desempenho, verificamos que existem diferenças entre a influência da diversidade global no ROE e no Tobin's Q. Embora ambos apresentem significância estatística, o ROE possui um coeficiente negativo para a diversidade global e positivo para o tamanho da TMT. Já o Tobin's Q tem um coeficiente positivo para a variável diversidade global e não apresenta significância ao nível do tamanho da TMT. Porém, o tamanho da empresa mostra estar negativamente relacionado com o Tobin's Q.

A análise efetuada permite-nos concluir que as empresas têm melhores resultados contábilísticos quando existe menos diversidade de características na TMT e quando o tamanho da TMT é maior. Relativamente ao Tobin's Q, podemos inferir que as empresas com maior diversidade de características poderão obter melhores resultados no desempenho de mercado. De realçar que, esse desempenho de mercado será tanto melhor quanto menor for o tamanho da empresa.

## 5. Conclusões

Este estudo procurou analisar o efeito do tamanho da TMT e da diversidade de características da Equipa de Gestão de Topo, nomeadamente o género, a idade, a *tenure* na TMT, a *tenure* total e o *background* educacional e funcional, sobre o desempenho financeiro das sociedades portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* no período 2010 a 2014.

A principal conclusão desta dissertação é que a diversidade de características e o tamanho da TMT têm impacto no desempenho contabilístico e de mercado das empresas portuguesas. Globalmente, estes resultados vão de encontro aos de estudos anteriores que comprovam a existência de uma influência dos gestores sobre o desempenho das organizações.

Pela análise dos dados percebemos que as empresas que fazem parte da nossa amostra apresentam, em média, uma baixa rendibilidade dos capitais próprios e que se encontram subvalorizadas no mercado.

Baseados nos valores médios das estatísticas descritivas da amostra, é possível traçar um perfil das TMT. O tamanho das Equipas de Gestão de Topo é de aproximadamente 5 gestores, sendo que esses gestores são maioritariamente homens. Existe alguma heterogeneidade de idades dentro das equipas. Relativamente à *tenure* na TMT, estas são bastante homogéneas, ou seja, os gestores têm um número de anos de permanência na TMT semelhante entre si. Porém, são mais diversificadas ao nível de anos de experiência profissional. Relativamente ao *background* educacional e funcional, existe uma diversidade intermédia neste tipo de características.

A análise multivariada na perspetiva do desempenho contabilístico concluiu que empresas que tenham Equipas de Gestão de Topo maiores têm um melhor desempenho. No entanto, quando as TMT têm maior diversidade de idade, *tenure* na TMT e de *background* educacional, as empresas estão associadas a piores rendibilidades dos capitais próprios.

Na perspetiva do desempenho de mercado, os resultados demonstram que Equipas de Gestão de Topo maiores têm um melhor Tobin's Q. Além disso, uma TMT com mais diversidade de idades terá também influência positiva no desempenho de mercado. Podemos verificar impactos diferentes na diversidade de idades: positivo no caso do

desempenho de mercado e negativo no caso do desempenho contabilístico. De realçar também que a diversidade de *tenure* total, individualmente, mostra estar relacionada com ambas as medidas de desempenho financeiro. Sendo que esta se encontra negativamente associada ao ROE e positivamente associada ao Tobin's Q.

O Tobin's Q é explicado por menos características da TMT. Este facto pode estar associado à própria variável em si que representa as perceções dos investidores no mercado, os quais não estão necessariamente em contacto direto com estas características dos gestores de topo (Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015).

Os testes realizados ao ROE confirmam a robustez dos resultados, permitindo identificar que a diversidade de género tem impacto positivo no desempenho contabilístico. O teste adicional com a variável dependente ROA como variável dependente também permitiu concluir essa influência positiva da diversidade de género da TMT no desempenho contabilístico.

Em geral, os testes ao Tobin's Q também permitem confirmar a robustez dos resultados obtidos. Embora se tenha perdido alguma significância no caso do tamanho da TMT, os sinais dos coeficientes mantêm-se e outros são reforçados. A variável dependente PBV confirma também o impacto positivo do tamanho da TMT no desempenho de mercado das empresas. Embora não tenha obtido relação com a idade, o PBV está relacionado negativamente com a diversidade de educação, associação também encontrada no ROE. De realçar que o tamanho da empresa está negativamente associado ao Tobin's Q em todos os modelos, pelo que podemos concluir que empresas de maiores dimensões têm um desempenho pior ao nível de mercado.

O teste à diversidade global possibilita inferir que o desempenho contabilístico está negativamente associado à diversidade e positivamente relacionado com o tamanho da TMT. Já o desempenho de mercado das empresas está positivamente associado a uma maior heterogeneidade global de características dos gestores e negativamente associado ao tamanho da empresa.

Os resultados obtidos levam-nos a concluir que a relação positiva esperada na hipótese 1, em que o tamanho das TMT está relacionado com o desempenho financeiro das empresas, é confirmada para o desempenho contabilístico e de mercado, medido pelo

ROE e Tobin's Q. A hipótese 2 sobre a diversidade global das TMT estar relacionada com o desempenho financeiro das empresas, é confirmada. No entanto, a diversidade global tem uma relação negativa com o desempenho contabilístico e positiva com o desempenho de mercado.

A hipótese 2 a) formulada anteriormente é confirmada, dado que o teste de robustez (ROE sem *outliers*) e o ROA, confirmam a existência de significância estatística a 99% para a diversidade de género. Relativamente à hipótese 2 b), esta é confirmada, no entanto encontramos resultados mistos. No desempenho contabilístico esta variável exerce influência negativa e para o desempenho de mercado esta exerce influência positiva.

A hipótese 2 c) é confirmada pela existência de evidência estatística ao nível do ROE, porém a relação é negativa. Relativamente à hipótese 2 d) também podemos confirmar a relação entre a *tenure* total e o desempenho financeiro das empresas. Porém esta relação apresentou resultados mistos, dado que a variável *tenure* total individualmente mostra estar negativamente relacionada com o ROE, mas mostra uma relação positiva com o desempenho de mercado.

A diversidade de *background* educacional mostra também estar relacionada com o desempenho financeiro das empresas, pelo que a hipótese 2 e) é confirmada. Porém a relação esperada, não foi a relação encontrada, dado que esta variável mostra ter uma relação negativa com o desempenho. Relativamente à diversidade de *background* funcional, é rejeitada a hipótese 2 f) dado que não foi encontrada evidência estatística para afirmar a existência de qualquer tipo de relação com o desempenho financeiro das empresas.

As relações encontradas neste estudo permitem-nos confirmar o que fora defendido por Hambrick & Mason (1984), de que os resultados das empresas podem ser vistos como um reflexo das características dos principais atores envolvidos.

Tendo em conta a literatura da área e o modelo de governo societário mais adotado em Portugal, foi definida a TMT com os principais atores da gestão da empresa: o Presidente do CA, o Vice-Presidente do CA, o CEO e os Administradores ou Diretores Executivos. Estes atores constituíram as Equipas de Gestão de Topo, os quais este estudo

comprova serem importantes, na medida em que influenciam o desempenho financeiro da empresa.

Os resultados obtidos são mistos em algumas características. Estas diferenças podem surgir pela forma de quantificar o desempenho das empresas (ROE, Tobin's Q), dado que cada variável representa os interesses de diferentes *stakeholders*, como os acionistas, gestores ou investidores (Vintilă, Păunescu, & Gherghina, 2015).

Apesar das limitações deste estudo, como veremos à frente, podemos fazer algumas recomendações sobre a composição das TMT para os gestores de topo, no sentido de poderem melhorar o desempenho das suas empresas. Em primeiro lugar, deverão ter em conta que um maior tamanho da TMT traz benefícios consideráveis que se refletirão nos resultados da empresa. É recomendado que as TMT tenham maior diversidade de género. Realçamos aqui o papel das mulheres como gestoras de topo, as quais podem trazer vantagens para as empresas.

Para uma melhor *performance* na perspetiva contabilística, é recomendado uma menor diversidade de idade e, na perspetiva de mercado, é aconselhada uma maior diversidade desta característica. Recomendamos que as Equipas de Gestão de Topo sejam constituídas por membros com maior homogeneidade de anos de experiência entre si. Sugerimos ainda que, para um melhor desempenho de mercado, os membros da TMT tenham maior heterogeneidade de anos de experiência profissional, mas mais homogeneidade no caso do desempenho contabilístico.

Por fim, recomendamos que não haja muita heterogeneidade de *backgrounds* educacionais na TMT e que, de acordo com a literatura estudada, se estimulem mais os *backgrounds* funcionais dos gestores para que as suas diferentes experiências, vivências e conhecimentos possam dar um contributo positivo às empresas.

No que diz respeito às limitações do estudo, destacamos a dimensão reduzida da amostra, que pode afetar a robustez dos resultados que foram apresentados. Existe também alguma limitação na generalização deste estudo para outro tipo de países, já que possuem modelos de governo e estruturas corporativas diferentes. A endogeneidade das variáveis poderá ser outra limitação, dado que “a direção da relação de causalidade entre

as variáveis de desempenho e de governo das sociedades é incerta” (Cunha & Martins, 2007).

Outro facto importante, também realçado por Certo, Lester, Dalton, & Dalton (2006) é que diferentes definições de Equipas de Gestão de Topo poderão obter diferentes resultados, o que foi notado na revisão de literatura. Uma diferente operacionalização da diversidade de características também pode causar diferentes resultados noutra tipo de amostras, assim como o uso de outro tipo de cálculo para a diversidade, que não o Índice de Blau (1977).

A divisão das características em categorias também será sempre um pouco subjetiva ao critério usado. Por exemplo, neste estudo as categorias de *background* educacional dos gestores foram classificadas de acordo com o critério sugerido por Canella Jr., Park, & Lee (2008), em que foi selecionado o último grau académico que o gestor possuía. No caso da nossa amostra, a maior parte dos gestores tinham um MBA como último grau, mas a sua educação base era numa área distinta, talvez por isso a maioria procurasse um curso de gestão. Se as categorias fossem divididas de acordo com a área de educação base, os resultados da variável *background* educacional poderiam provavelmente ser diferentes.

Como sugestões de investigações futuras, propomos a aplicação deste estudo a um conjunto maior de empresas. Recomendamos também o estudo da relação entre o tamanho da TMT e o desempenho das empresas noutra tipo de amostras, pois esta variável demonstra ser bastante explicativa do desempenho. Sugerimos a realização de um estudo em que compare os resultados das empresas quando são usados diferentes tipos de definições da TMT. Este estudo também poderá ser replicado noutra tipo de empresas, como sociedades não cotadas ou pequenas e médias empresas.

Para finalizar, percebemos que a diversidade poderá ser subjetiva, tendo em conta o tipo de características que estão a ser usadas para a estudar. Além disso, as medidas de heterogeneidade e de desempenho são bastante complexas e contingentes a diversas situações, mercados ou países, pelo que os resultados de diferentes estudos poderão não ser consensuais com a generalização de outros resultados.





## 6. Referências bibliográficas

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, *94*, 291-309.
- Allison, P. (1978). Measures of Inequality. *American Sociological Review*, *43*(6), 865-880.
- Baltagi, B. (2015). *Econometric Analysis of Panel Data* (Fifth edition ed.). Wiley.
- Bantel, K. A., & Jackson, S. E. (1989). Top management and innovation in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, *10*, 107-124.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: the effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, *118* (4), 1169-1208.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, *14*, 257-273.
- Bhagat, S., Bolton, B., & Subramanian, A. (2010). CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. SSRN. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1670219>
- Bourgeois, L. J. (1980). Strategy and Environment: A Conceptual Integration. *Academy of Management Review*, *5*(1), 25-39.
- Bournois, F., & Roussillon, S. (2010). Introduction: Executive Governance and Top Management Teams. Em F. Bournois, J. Duval-Hamel, S. Roussillon, & J. Scaringella (Edits.), *Handbook of Top Management Teams*. Palgrave Macmillan UK. doi:10.1057/9780230305335
- Buyl, T., Boone, C., & Hendriks, W. (2014). Top Management Team Members' Decision Influence and Cooperative Behaviour: An Empirical Study in the Information Technology Industry. *British Journal of Management*, *25*, 285-304.
- Buyl, T., Boone, C., Hendriks, W., & Matthyssens, P. (2011). Top Management Team Functional Diversity and Firm Performance: The Moderating Role of CEO Characteristics. *Journal of Management Studies*, *48*(1), 151-177.
- Cai, L., Liu, Q., & Yu, X. (2013). Effects of Top Management Team Heterogeneous Background and Behavioural Attributes on the Performance of New Ventures. *Systems Research and Behavioral Science*, *30*, 354-366.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, *83*, 435-451.
- Canella Jr., A., Park, J.-H., & Lee, H.-U. (2008). Top Management Team Functional Background Diversity and Firm Performance: examinig the roles of team member

- colocation and environmental uncertainty. *Academy of Management Journal*, 51(4), 768-784.
- Carpenter, M. A. (2002). The implications of strategy and social context for the relationship between top management team heterogeneity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 23, 275-284.
- Carpenter, M. A., & Fredrickson, J. W. (2001). Top management teams, global strategic posture, and the moderating role of uncertainty. *Academy of Management Journal*, 44(3), 533-546.
- Carpenter, M. A., & Sanders, W. G. (2002). Top Management Team Compensation: The missing link between CEO pay and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 23, 367-375.
- Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition. *Journal of Management*, 30(6), 749-778.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Certo, T., Lester, R. H., Dalton, C. M., & Dalton, D. R. (2006). Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: A Meta-Analytic Examination. *Journal of Management Studies*, 43(4), 813-839.
- Código das Sociedades Comerciais. (DL n.º 262/86, de 02 de Setembro). *Lei n.º 148/2015, de 09/09 (45ª versão atualizada)*. Procuradoria Geral da República.
- Código dos Valores Mobiliários. (2007). *Decreto-Lei n.º 357-A/2007*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Obtido de [http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosValoresMobiliarios/Documents/03%20-%20CodVMVersDownload\\_outubro2015%20\(002\).pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CodigosValoresMobiliarios/Documents/03%20-%20CodVMVersDownload_outubro2015%20(002).pdf)
- Connolly, R., & Hirschey, M. (2005). Firm Size and the Effect of R&D on Tobin's q. *R&D Management*, 217-223.
- Constand, R., Freitas, L., & Sullivan, M. (1991). Factors Affecting Price Earnings Ratios and Market Values of Japanese Firms. *Financial Management, Winter*, 68-79.
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67-92.
- Cyert, R., & March, J. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.
- Dang, B. N. (2004). Media Coverage of CEOs and Firm Valuation: Is Charisma Overvalued? . *HEC Paris School of Management*, 1-49.

- Dezo, C., Ross, D., & Uribe, J. (2016). Is there an implicit Quota on Women in Top Management? A large-sample statistical analysis. *Strategic Management Journal*, 37, 98-115.
- Dezso, C. L., & Ross, D. G. (2012). Does Female Representation in Top Management improve Firm Performance? A panel data investigation. *Strategic Management Journal*, 33, 1072-1089.
- Dhaouadi, K. (2014). The influence of top management team traits on corporate financial performance in the US. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 31, 200-213.
- Díaz-Fernandez, M. C., Gonzalez-Rodríguez, M. R., & Simonetti, B. (2015). Top management team's intellectual capital and firm performance. *European Management Journal*, 33, 322-331.
- Dissanayake, D. (2012). The Determinants of Return On Equity: Evidences from Sri Lankan Microfinance Institutions. *International Refereed Research Journal*, 3(2).
- Eisenhardt, K. M. (2013). Top management teams and the performance of entrepreneurial firms. *Small Business Economics*, 40, 805–816.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102-111.
- Fredrickson, J. W., & Iaquinto, A. L. (1989). Inertia and creeping rationality in strategic decision processes. *Academy of Management Journal*, 32(3), 516-542.
- Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2006). Does a better education make for better managers? An empirical examination of CEO educational quality and firm performance. SSRN. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.564443>
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1993). Top Management Team Size, CEO Dominance, and Firm Performance: The Moderating Roles of Environmental Turbulence and Discretion. *The Academy of Management Journal*, 36(4), 844-863.
- Hambrick, D. (2010). Top Management Teams. Em F. Bournois, J. Duval-Hamel, S. Roussillon, & J. Scaringella (Edits.), *Handbook of Top Management Teams*. Palgrave macmillan.
- Hambrick, D. C. (2015). Top Management Teams. *Wiley Encyclopedia of Management*, 11, 1-2.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Hambrick, D. C., Cho, T. S., & Chen, M. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves. *Administrative Science Quarterly*, 41, 659-684.

- Hambrick, D., & Pettigrew, A. (2001). Upper echelons: Donald Hambrick on executives and strategy. *Academy of Management Executive*, 15(3), 36-47.
- Hambrick, D., Humphrey, S., & Gupta, A. (2015). Structural Interdependence within Top Management Teams: A key moderator of upper echelons predictions. *Strategic Management Journal*, 36, 449-461.
- Hoffman, J. J., Lheureux, R. A., & Lamont, B. T. (1997). The effect of “inner” and “outer” TMT size on the performance of international firms. *Journal of Managerial Issues*, 9, 121-134.
- House, W. C., & Benefield, M. E. (1995). The Impact of Sales and Income Growth on Profitability and Market Value Measures in actual and simulated industries. *Developments In Business Simulation & Experiential Exercises*, 22, 56-62.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data* (Second edition ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Iaquinto, A., & Frederickson, J. (1997). Top Management Team agreement about the strategic decision process: a test of some determinants and consequences. *Strategic Management Journal*, 18, 63-75.
- IPCG. (26 de Abril de 2011). *Instituto Português de Corporate Governance (IPCG)*. Obtido em Fevereiro de 2016, de Web site de IPCG: [http://www.plmj.com/xms/files/PLMJDOCS\\_997100-v4-Caderno\\_IPCG\\_Administracao\\_1\\_Fasciculo\\_Minuta\\_Final.pdf](http://www.plmj.com/xms/files/PLMJDOCS_997100-v4-Caderno_IPCG_Administracao_1_Fasciculo_Minuta_Final.pdf)
- Jalbert, T., Furumo, K., & Jalbert, M. (2011). Does Educational Background Affect CEO Compensation and Firm Performance? *Journal of Applied Business Research*, 27(1), 15-40.
- Jalbert, T., Jalbert, M., & Furumo, K. (2013). The Relationship Between CEO Gender, Financial Performance, And Financial Management. *Journal of Business & Economics Research*, 11 (1), 25-34.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a "Critical Mass?". *Journal of Business Ethics*, 118, 61-72.
- Krishnan, H. A., & Park, D. (2005). A few good women—on top management teams. *Journal of Business Research*, 58, 1712–1720.
- Lo, F.-Y., & Fu, P.-H. (2015). The interaction of chief executive officer and top management team on organization performance. *Journal of Business Research*. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.12.027>
- Marangu, K., & Jagongo, A. (2014). Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables. *Global Journal of Commerce & Management Perspective*, 3(6), 50-56.

- Marôco, J. (2011). *Análise Estatística com o SPSS Statistics* (5ª edição ed.). Pero Pinheiro: Report Number.
- Menz, M., & Scheef, C. (2014). Chief Strategy Officers: Contingency Analysis of their Presence in Top Management Teams. *Strategic Management Journal, 35*, 461–471.
- Michel, J., & Hambrick, D. C. (1992). Diversification posture and the characteristics of the top management team. *Academy of Management Journal, 35*, 9-37.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*.
- Murray, A. (1989). Top Management Group Heterogeneity and Firm Performance. *Strategic Management Journal, 10*, 125-141.
- Nadolska, A., & Barkema, H. (2014). Good learners: How Top Management Teams affect the success and frequency of acquisitions. *Strategic Management Journal, 35*, 1483–1507.
- Nath, P., & Mahajan, V. (2008). Chief Marketing Officers: A Study of Their Presence in Firms' Top Management Teams. *Journal of Marketing, 72*, 65-81.
- Nielsen, B. B., & Nielsen, S. (2013). Top Management Team Nationality Diversity and Firm Performance: A multilevel study. *Strategic Management Journal, 34*, 373-382.
- Nielsen, S. (2010a). Top Management Team Diversity: A Review of Theories and Methodologies. *International Journal of Management Reviews, 12*(3), 301-316.
- Nielsen, S. (2010b). Top Management Team Internationalization and Firm Performance: The Mediating Role of Foreign Market Entry. *Management International Review, 50*, 185-206.
- Noor, M., & Fadzil, F. (2013). Board Characteristics and Performance from Perspective of Governance Code in Malaysia. *World Review of Business Research, Vol. 3. No. 3.*, 191-206.
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal, 28*, 387-399.
- OECD. (Maio de 2005). *Organisation for Economic Co-operation and Development*. Obtido de Glossary of Statistical Terms - Corporate Governance: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>
- Palia, D. (2000). The impact of regulation on CEO labor markets. *RAND Journal of Economics, 31* (1), 165-179.
- Pearce, J. A. (1995). A Structural Analysis of Dominant Coalitions in Small Banks. *Journal of Management, 21*(6), 1075-1095.

- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. (Springer, Ed.) *Journal of Management & Governance*, 18(1), 185-205. doi:10.1007/s10997-012-9224-7
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Regulamento da CMVM nº 4/2013. (2013). *Governo das Sociedades*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- Sanders, G., & Carpenter, M. (1998). Internationalization and firm governance: the roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158-178.
- Shrader, C. B., Blackburn, V., & Iles, P. (1997). Women in management and firm financial value: An Exploratory Study. *Journal of Managerial Issues*, 9 (3), 355-372.
- Sierra, G. E., Talmor, E., & Wallace, J. S. (2006). An Examination of Multiple Governance Forces within Bank Holding Companies. *Journal of Financial Services Research*, 29(2), 105-123.
- Smith, K. G., Smith, K. A., Olian, J., Sims, H., O'Bannon, D., & Scully, J. (1994). Top Management Team Demography and Process: The Role of Social Integration and Communication. *Administrative Science Quarterly*, 39, 412-438.
- Smolic, G. (2015). *Backtesting-based value investing*. Faculty of Economics. Ljubljana: University of Ljubljana.
- Srivastava, A., & Lee, H. (2008). Firm performance and top management team age, tenure, and education: a research synthesis. *International Journal of Business Research*, 8(2).
- Tihanyi, L., Ellstrand, A., Daily, C., & Dalton, D. (2000). Composition of the Top Management Team and Firm International Diversification. *Journal of Management*, 26(6), 1157-1177.
- Vatavu, S. (2015). Determinants of Return On Assets in Romania: A principal component analysis. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 8(1), 32-47. doi:DOI: 10.1515/tjeb-2015-0003
- Vintilă, G., Păunescu, R. A., & Gherghina, Ș. C. (2015). Does Corporate Governance Influences Corporate Financial Performance? Empirical Evidences for the Companies Listed on US Markets. *International Business Research*, 8 (8), 27-49.
- Wei, L.-Q., & Wu, L. (2013). What a Diverse Top Management Team Means: Testing an Integrated Model. *Journal of Management Studies*, 50, 389-412.

- Wei, L.-Q., Lau, C.-M., Young, M. N., & Wang, Z. (2005). The Impact of Top Management Team Demography on Firm Performance in China. *Asian Business & Management*, 4, 227-250.
- Welbourne, T. M. (1999). Wall Street likes Women: An examination of women in the top management teams of initial public offerings. *Center for Advanced Human Studies, Working Paper*.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *The Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121.
- Yang, Q., Zimmerman, M., & Jiang, C. (2011). An Empirical Study of the Impact of CEO Characteristics on New Firms' Time to IPO. *Journal of Small Business Management*, 49(2), 163-184.
- Ying, L., Ping, T., & Jia-chen, Y. (2013). Empirical Research of Price-to-Book Value's Influencing Factors in the Listed Real Estate Companies. *International Conference on Management Science & Engineering (20th)* (pp. 2087-2092). Harbin, P.R.China: IEEE.
- Yoo, J. W., Reed, R., Shin, S. J., & Lemak, D. J. (2009). Strategic Choice and Performance in Late Movers: Influence of the Top Management Team's External Ties. *Journal of Management Studies*, 46(2), 308-335.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 38-61.





## 7. Anexos

### 7.1. Classificação da Indústria – Anexo 1

<b>Classificação da Indústria segundo ICB (<i>Industry Classification Benchmark</i>) da FTSE</b>
0001 Oil & Gas
1000 Basic Materials
2000 Industrials
3000 Consumer Goods
4000 Health Care
5000 Consumer Services
6000 Telecommunications
7000 Utilities
8000 Financials
9000 Technology