

# A INFLUÊNCIA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES NAS ALTERAÇÕES DO RISCO NA SEQUÊNCIA DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL

TIAGO MIGUEL NABAIS SÁ

## 1. ENQUADRAMENTO

As perturbações financeiras que atingiram níveis históricos em 2008 – e que ainda se fazem sentir nos dias de hoje – conduziram muitas empresas e governos nacionais a situações precárias. Com a crise dos empréstimos hipotecários de alto risco nos Estados Unidos da América a dar lugar a uma crise financeira global, muitos governos acabaram por se endividar numa tentativa de estabilizar a economia, originando uma crise da dívida soberana.

No contexto da área do Euro, o risco de o abrandamento da atividade económica se prolongar contribuiu para aumentar ainda mais a incerteza relativamente aos resultados futuros das empresas. As dificuldades patenteadas pelas empresas parecem indicar que algumas delas, mesmo que bem geridas, não foram capazes de responder de forma adequada aos impactos negativos da crise e não conseguiram, desta forma, evitar uma quebra nos seus resultados, enquanto para outras a crise pode ter evidenciado debilidades da própria organização, compensadas anteriormente por um contexto económico favorável (Keusch *et al.*, 2012).

Com a mudança por completo da natureza dos negócios ao longo dos últimos anos, no contexto da crise, as vantagens competitivas tornaram-se cada vez mais dependentes de processos que acrescentam valor através de intangíveis não reconhecidos nas demonstrações financeiras. Apesar da crescente regulação da atividade

económica e da criação de normas e recomendações relativas ao governo das sociedades e à divulgação de informação por parte das empresas, alguns dos maiores bancos do último século faliram. O mesmo aconteceu com empresas de maior e menor dimensão noutros sectores.

Embora a crise tenha tido a sua origem no sector financeiro, o seu impacto nos mercados de capitais de todo o mundo foi enorme, originando perdas de cerca de metade do seu valor em alguns casos. Este colapso dos mercados de capitais constituiu um enorme teste aos modelos de governo das sociedades orientados para o mercado defendidos em muitas economias avançadas (Gupta *et al.*, 2013). Contrariamente à ideia defendida por alguns autores de que o atual sistema de governo das sociedades falhou o teste (Blundell-Wignall *et al.*, 2009; Kirkpatrick, 2009; Pirson e Turnbull, 2011), Cheffins (2009) concluiu que a maioria dos fracassos empresariais fora do sector financeiro não estiveram ligados a situações de fraude e que, em alguns aspetos, o desempenho dos sistemas de governação foi bastante satisfatório.

Uma explicação avançada por académicos e profissionais para o desempenho catastrófico dos mercados de capitais é que os acionistas não tiveram acesso a toda a informação relevante no que concerne ao risco e a previsões relativas ao futuro das empresas (Acharya *et al.*, 2009). A falta de transparência no que diz

respeito à divulgação de informação relevante pode ter influenciado o valor dos títulos das empresas por muito tempo. Por outro lado, os utilizadores da informação divulgada pelas empresas podem também ser considerados responsáveis, uma vez que considerar apenas dados relativos às demonstrações financeiras das empresas pode fazer com que estes ignorem questões relevantes ao nível dos negócios e que podem ser cruciais na determinação do valor futuro dos títulos das empresas (Curry *et al.*, 2007; Willett e Srisorn, 2014). Uma vez que os investidores baseiam as suas decisões de investimento no valor resultante da dicotomia entre rentabilidade esperada e risco, estes devem avaliar a informação divulgada pelas empresas de modo a determinar o nível de risco a que estas estão expostas antes de tomar as suas decisões. Se houver omissão ou má interpretação de informação, as decisões dos investidores podem não ter os resultados esperados. Relativamente a este tema, Cabedo e Tirado (2004) referem que a informação contabilística apresentada pelas empresas não é totalmente adequada para a tomada de decisões ou para efeitos de previsão, pelo que é essencial que sejam disponibilizadas informações adicionais relativamente ao risco. A falta de capacidade da informação contabilística divulgada pelas empresas fornecer, por si só, indicações relativamente aos riscos a que as empresas estão sujeitas é considerada como uma das suas principais falhas. Apesar da criação de algumas regras por parte do *International Accounting Standard Board* e do *Financial Accounting Standard Board* que obrigam as empresas a divulgar os riscos de mercado decorrentes da utilização de ativos financeiros, outros riscos com impacto na atividade das empresas, tais como riscos não financeiros ou riscos financeiros para além dos riscos de mercado, não são abrangidos por estas regras. Deste modo, perante o atual modelo de divulgação de informação contabilística, os investidores têm de funcionar como “outsiders”, interpretando a informação divulgada e determinando os níveis de risco das empresas a partir dessa informação.

Estudos recentes no âmbito da crise financeira têm enfatizado os factores macroeconómicos que estiveram na sua origem (Taylor, 2009) sem analisar, no entanto, as causas de algumas empresas terem sido mais afectadas pela crise do que outras. Uma vez que os factores de natureza macroeconómica apenas podem explicar parcialmente esta questão (Erkens *et al.*, 2012), é pertinente analisar de que forma é que determinadas características das empresas influenciaram o clima de incerteza empresarial durante a crise. Segundo Liu *et al.* (2012), uma forma eficaz de medir os efeitos do governo das sociedades numa empresa é analisar a sua rentabilidade acionista num período de crise financeira. Uma vez que a solvabilidade das instituições é uma das principais preocupações dos legisladores e das entidades reguladoras – particularmente na sequência de um número de fraudes e falências sem precedentes na última década – é particularmente importante considerar as variações do risco total e não sistemático das empresas (Akhigbe *et al.*, 2008).

O nosso estudo contribui para a literatura existente sobre as características de governo das sociedades e a sua influência na forma como as empresas foram afectadas durante a crise financeira global através da observação das variações de diferentes medidas de risco ligadas ao mercado de capitais e da relação entre essas variações e algumas características de governação. Este estudo incide sobre as alterações nas medidas de risco do mercado de capitais das empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa, na sequência da falência do banco Lehman Brothers, a 15 de Setembro de 2008 – data largamente reconhecida pelos investigadores, legisladores e profissionais como o ponto de partida da crise financeira global (Truman, 2013). Globalmente, este estudo visa detectar se e de que forma é que características específicas de governo das sociedades tiveram impacto no comportamento dos investidores durante a crise financeira. Na prática, se o risco específico de um determinado título pode ser mal estimado

como resultado de limitações no acesso a informação relevante (Merton, 1987), então informações relativas a características específicas das empresas que estejam relacionadas com o risco podem ser usadas como informação adicional na análise do risco das empresas. Para além disso, se determinadas características relativas ao governo das sociedades podem ajudar a prever variações futuras do risco associado a um determinado título, então estas características podem ser utilizadas para prever ou monitorizar o risco de uma determinada carteira de títulos ao longo do tempo.

Tanto quanto sabemos, não existem estudos que evidenciem as alterações no risco total, de mercado e idiossincrático no mercado de capitais português na sequência da crise financeira global. O nosso estudo pretende colmatar essa lacuna. Adicionalmente, pretendemos ter uma visão mais alargada relativamente ao papel que determinadas características de governo das sociedades desempenham e de que maneira é que estas se relacionam com a forma como as empresas não financeiras foram afectadas durante a crise – com base nas variações de medidas de risco ligadas ao mercado de capitais.

Tendo em conta que determinadas características de governo das sociedades podem causar susceptibilidade a maiores variações no preço das ações em períodos de maior incerteza, a sua identificação pode ajudar gestores e reguladores a melhorar os mecanismos de governação e a evitar que as empresas sejam afectadas por restrições decorrentes do seu desempenho nos mercados de capitais.

## **2. MEDIDAS DE RISCO - RISCO TOTAL, RISCO DE MERCADO E RISCO IDIOSINCRÁTICO**

A variabilidade da rentabilidade acionista ao longo do tempo é normalmente considerada na literatura financeira como representativa do risco total. Uma vez que os preços das ações representam, teoricamente, a atualização

dos fluxos de caixa futuros (Sharpe, 1964; Markowitz, 1999), um aumento no risco total representa uma redução de valor para os detentores de capital e condiciona a gestão estratégica das empresas. Por exemplo, níveis de risco total mais elevados refletem-se num aumento do custo de mobilização de capitais nos mercados bolsistas (Minton e Schrand, 1999) e, tendo em conta que refletem de forma implícita maior incerteza relativamente aos fluxos de caixa futuros, podem ter como reflexo baixos dividendos para os acionistas (Durnev *et al.*, 2003), situações de incumprimento relativamente ao pagamento de dívidas por parte das empresas (Triantis, 2000) e, em última instância, colocar em risco a continuidade da própria empresa. Para além disso, níveis de risco total elevados podem dificultar movimentos estratégicos das empresas tais como aquisições e alienações, uma vez que a incerteza relativamente aos fluxos de caixa futuros de uma empresa deverão deixar potenciais parceiros de negócios particularmente cautelosos em adquirir ou ser incorporados pelo seu parceiro (Clayton *et al.*, 2005). Apesar de os investidores terem razões para preferir investir em títulos com níveis de risco total mais reduzidos e os gestores terem razões para acompanhar os factores que influenciam o risco total de modo a minimizar o seu impacto, os acontecimentos recentes demonstraram que estes não estavam preparados para enfrentar os desafios resultantes da crise financeira global. O aumento da volatilidade dos mercados de capitais foi um facto durante a crise financeira global, pelo que esperamos que os resultados demonstrem um aumento do risco total durante este período.

O risco de mercado (ou risco sistemático) representa a alteração nos preços das ações de uma empresa que pode ser explicada pelas variações registadas no mercado, refletindo desta forma a sensibilidade da rentabilidade acionista de uma empresa aos movimentos do mercado, quando considerado globalmente (Sharpe, 1964). Tendo em conta que durante a crise financeira global

as empresas de todo o mundo foram afetadas, pode esperar-se um aumento do risco de mercado para as empresas portuguesas durante este período, refletindo a perda de confiança por parte dos investidores. Por outro lado, Coles *et al.* (1995) sugerem que o risco estimado distorce os valores de beta e que num enquadramento em que se consideram vários períodos, à medida que a informação é revelada e a incerteza do investidor é dissipada, existe uma tendência para o beta convergir para os seus valores adequados. Por outras palavras, à medida que a informação é disponibilizada, podem ser encontradas variações positivas e negativas nos valores de beta, até que este chegue aos valores apropriados. Na mesma linha, Chira e Marciniak (2014) estudaram as alterações ocorridas ao nível do risco total e sistemático das empresas europeias admitidas à negociação nos mercados domésticos de Espanha, Grécia, Portugal, Itália e Irlanda durante a crise grega e comparam essas alterações com as alterações ocorridas ao nível do risco das empresas desses mesmos países e que têm os seus títulos negociados quer no mercado doméstico, quer no mercado norte-americano. Estes autores concluem que embora o risco total registre um aumento significativo quer para as empresas cujos títulos são negociados apenas no mercado doméstico, quer para as empresas cujos títulos são igualmente negociados no mercado norte-americano, o risco sistemático regista um aumento significativo apenas para as empresas com títulos cotados em ambos os mercados (doméstico e norte-americano). Tendo por base os estudos de Coles *et al.* (1995) e Chira e Marciniak (2014), consideramos que o risco sistemático poderá ter aumentado para algumas empresas e ter diminuído para outras, durante o período de crise.

O risco idiossincrático (ou não sistemático) mede as variações na rentabilidade acionista que resultam de fatores específicos de uma organização. O risco idiossincrático representa, desta forma, as variações na rentabilidade acionista de uma empresa que não podem ser explicadas

pela evolução do mercado e que decorrem de características únicas de uma organização ou específicas de um determinado sector (não partilhadas pela generalidade do mercado). De acordo com os pressupostos do CAPM, os investidores podem eliminar o risco idiossincrático através da diversificação da sua carteira de títulos. No entanto, Ang *et al.* (2009) alertam que, na prática, os investidores detêm carteiras de títulos pouco diversificadas devido aos elevados custos de transação associados à diversificação das mesmas, tais como os custos associados à aquisição e ao acompanhamento dos valores mobiliários. Esta limitação prática faz com que os investidores tenham boas razões para considerar quer o risco sistemático, quer o risco não sistemático associado a um determinado título. Para além disso, estudos anteriores na área financeira referem que o risco não sistemático desempenha um papel mais importante na explicação do risco total do que o risco sistemático. Por exemplo, Campbell *et al.* (2001) concluíram que a volatilidade do mercado de capitais norte-americano permaneceu relativamente constante no período 1962–1997, enquanto que a volatilidade idiossincrática aumentou de forma significativa ao longo desse período. Para além disso, estes autores referem que o nível médio de volatilidade dos retornos acionistas aumentou consideravelmente no período referido, sendo a volatilidade idiossincrática dos retornos acionistas – por oposição à volatilidade do índice de mercado – a principal responsável por este aumento. Mais tarde, Goyal e Santa-Clara (2003) e Yexiao e Malkiel (2003) confirmaram este resultando utilizando definições alternativas de volatilidade idiossincrática. Campbell *et al.* (2001) sugerem diversas explicações para este fenómeno, nomeadamente os níveis crescentes de alavancagem financeira, a maior incidência na cisão (ou “spin-off”) de conglomerados e a emissão de ações por parte das empresas numa fase mais precoce do seu ciclo de vida. Estes autores colocaram também a hipótese de esta tendência resultar, em parte, de alterações ao nível do governo das

sociedades, embora reconhecendo que esta última hipótese era extremamente incerta. Angelidis e Tessaromatis (2008) referem que as características e o comportamento da volatilidade idiossincrática do mercado de capitais de 10 países europeus para o período compreendido entre Janeiro de 1988 e Agosto de 2005 têm algumas características em comum com no mercado norte-americano. Particularmente, estes autores concluem que a volatilidade idiossincrática representa a maior componente da volatilidade média total e que esta é persistente. Para além disso, concluem que a volatilidade idiossincrática está positivamente correlacionada entre os países estudados, sugerindo que quando o risco específico é elevado num determinado país este tende também a ser elevado nos outros países.

Existe um número crescente de publicações relativas à gestão de risco empresarial que indica que os gestores das empresas não financeiras gerem cuidadosamente os riscos específicos da empresa – incluindo o risco associado à flutuação do preço das suas ações (Brown e Kapadia, 2007). Adicionalmente, refira-se que também os analistas financeiros acompanham, geralmente, o risco não sistemático de uma empresa, quando emitem uma notação de risco associada às ações dessa empresa (Lui *et al.*, 2007). Este aspecto demonstra bem a relevância atribuída ao risco não sistemático nos dias de hoje. Para além disso, o risco idiossincrático pode ser representativo de assimetrias de informação entre os agentes que fazem parte de uma determinada organização (e, como tal, têm acesso a informação privilegiada) e os restantes participantes no mercado. Ben-David e Roulstone (2005) argumentam que desta assimetria no acesso à informação resultam oportunidades de negócios rentáveis para os utilizadores que têm acesso a informação privilegiada e para os decisores das empresas. Com base na hipótese da informação condicionada de Merton (1987), os investidores podem ficar expostos ao risco idiossincrático como resultado das limitações a que estes estão

sujeitos no acesso à informação disponibilizada relativamente aos títulos de uma empresa. Uma vez que as assimetrias no acesso à informação e a incerteza dos investidores associada a fatores específicos das empresas deverão ter aumentado durante o período de crise, prevemos que o risco idiossincrático tenha aumentado neste período.

### 3. O GOVERNO DAS SOCIEDADES E O RISCO

Estudos recentes referem que as políticas de financiamento e de gestão do risco das empresas desempenharam um papel preponderante na forma como estas foram afectadas pela crise financeira (Brunnermeier, 2009). Uma vez que estas políticas resultam, em última instância, das decisões dos acionistas e órgãos sociais com base na dicotomia custo-benefício (Kashyap *et al.*, 2008), uma implicação importante destes estudos é que o governo das sociedades teve influência na forma como as empresas foram afectadas durante o período de crise.

Embora pesquisas anteriores levadas a cabo por Morck *et al.* (2000) tenham permitido concluir que os mercados de capitais das economias desenvolvidas incorporam as informações específicas das empresas de modo mais eficaz que os mercados de capitais das economias emergentes, Gupta *et al.* (2013) demonstrou que durante a crise financeira global os mercados de capitais das economias desenvolvidas foram menos eficazes a incorporar esse tipo de informação – como, por exemplo, a qualidade do governo das sociedades – nos preços, como resultado de uma redução das transações por parte de investidores sofisticados e de aumentos nos custos de arbitragem.

Dado que o governo das sociedades se destina a reduzir assimetrias de informação, a controlar atos oportunistas dos gestores e a otimizar as ações dos mesmos, tanto académicos como legisladores sugeriram que o fracasso ao nível do governo das sociedades foi determinante para a

ocorrência da crise financeira global (Blundell-Wignall *et al.*, 2009; Kirkpatrick, 2009; Pirson e Turnbull, 2011). Especificamente, é defendida a ideia de que ambientes empresariais complexos limitam o controlo dos fluxos de informação por parte da administração, reduzindo a sua capacidade para gerir o risco (Pirson e Turnbull, 2011).

Embora grande parte da investigação sobre o papel do governo das sociedades durante a crise se baseie em dados de empresas financeiras norte-americanas, a recente crise financeira representou igualmente um choque negativo para as empresas não financeiras de todo o mundo. Está bem documentado que as empresas que não fazem parte do sector financeiro foram afectadas por reduções ao nível da concessão de crédito e por condições de crédito menos favoráveis, bem como pelo rápido aumento dos *spreads* quer do papel comercial, quer das obrigações de longo prazo das empresas, durante a crise.

Estudos anteriores mostram que os acionistas beneficiam de empresas bem governadas, uma vez que estas têm como objectivo maximizar o valor da empresa. Gompers *et al.* (2003), partindo de um índice de governo societário usado para medir os direitos do acionista, concluiu que o desempenho acionista está correlacionado com melhores níveis de governação. Ferreira e Laux (2007), por seu turno, estudaram a relação entre as políticas de governo das sociedades e o risco idiossincrático, concluindo que empresas com menos disposições relativas a aquisições demonstram níveis mais elevados de risco idiossincrático, maior atividade comercial, maiores fluxos de informação privada e mais informação relativa a ganhos futuros no preço das ações. Bhojraj e Sengupta (2003) defendem que os mecanismos de governo das sociedades devem estar positivamente relacionados com as taxas de rendibilidade e a notação das obrigações, uma vez que deverão reduzir potenciais conflitos de interesses entre gestores e

investidores através da monitorização eficaz das suas ações e, em última instância, o risco da empresa.

Embora estudos anteriores revelem algumas limitações no papel e nas práticas dos conselhos de administração para avaliar o risco, Ahrens *et al.* (2011) destaca que a importância do conselho de administração enquanto mecanismo de governo das sociedades não é uniforme e pode diferir significativamente de acordo com o contexto de cada país. Além disso, Erkens *et al.* (2012) registou grandes diferenças nas características de governação entre países, coerente com a existência de factores específicos de cada país – tais como a regulamentação e o desenvolvimento do mercado de capitais – que influenciam o governo das sociedades. Particularmente, este autor destaca que quando comparadas com as empresas europeias, as empresas norte-americanas têm conselhos de administração mais independentes, uma estrutura de propriedade com maior predominância institucional e são menos susceptíveis de ter um grande acionista.

#### 4. DETERMINANTES DAS ALTERAÇÕES NO RISCO DURANTE O PERÍODO DE CRISE

##### **Relação entre a proporção de administradores não executivos e as alterações nas medidas de risco**

O governo das sociedades engloba as estruturas, os processos e as relações através das quais as empresas são controladas e geridas e, assim, pelas quais as partes interessadas exercem controlo sobre uma empresa, através do exercício de certos direitos estabelecidos no quadro jurídico e regulamentar e nos estatutos sociais das empresas. Um aspecto importante do governo das sociedades é o papel de acompanhamento e monitorização do conselho de administração, uma vez que a maioria dos acionistas de empresas de grande dimensão não detêm uma participação no capital suficiente para

exercer controle.

De um modo geral, a estrutura do conselho de administração em Portugal é semelhante à da maior parte dos países europeus e consiste num sistema de administração unitário composto pelo presidente executivo, outros administradores executivos e administradores não executivos. Neste sistema unitário, os administradores não executivos deverão reduzir as diferenças entre os acionistas – não informados – e os administradores executivos – informados – protegendo os interesses dos primeiros em decisões chave da empresa (Alves, 2011). A este respeito, Denis (2001) destaca a importância do papel de supervisão do conselho de administração na proteção dos interesses dos acionistas minoritários uma vez que, segundo o autor, a nomeação de administradores não executivos reduz a possibilidade de os gestores agirem oportunisticamente e contribui para o alinhamento entre os interesses internos e externos da empresa.

Por outro lado, Fernandes (2008) defende que embora a informação divulgada relativamente aos administradores não executivos seja rigorosa, o seu verdadeiro grau de independência é pouco claro, questionando a sua capacidade de supervisão. Os resultados apresentados pelo autor sugerem que empresas sem administradores não executivos conseguem um maior equilíbrio entre os interesses dos gestores e dos acionistas. Embora Fama e Jensen (1983) realcem que os administradores não executivos dependem da sua reputação enquanto supervisores para manter a sua posição atual e obter novos cargos no futuro, Fernandes (2008) sugere que no caso das empresas cotadas no mercado de capitais português a falta de um verdadeiro mercado de trabalho para administradores não executivos pode diminuir as suas preocupações relativamente à construção de uma reputação de defensor dos interesses dos acionistas.

De acordo com a ideia de que os administradores não executivos deverão supervisionar a atividade dos gestores e reduzir problemas de

agência, protegendo os interesses dos acionistas nas principais decisões das empresas, formulamos a nossa primeira hipótese.

**H<sub>1</sub>: As alterações nas medidas de risco estão negativamente relacionadas com a proporção de administradores não executivos.**

### **Relação entre a proporção de administradores independentes e as alterações nas medidas de risco**

Vários estudos concluem que uma maior proporção de administradores independentes deverá aumentar a eficácia na supervisão da atividade dos gestores e ajudar a reduzir eventuais conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários (Fama e Jensen, 1983), funcionando como uma importante estrutura de governo das sociedades. Os administradores independentes devem, deste modo, ser considerados como capazes de aumentar a eficácia do conselho de administração através do aconselhamento, supervisão e orientação dos gestores de topo (Ntim *et al.*, 2013). Os resultados apresentados por Ni e Purda (2012) suportam a ideia de que a independência do conselho de administração deverá estar relacionada com reduções do risco idiossincrático, uma vez que os administradores independentes têm normalmente um papel de supervisão e têm uma remuneração menos baseada em incentivos – com influência na assunção do risco – e sugerem que a independência do conselho de administração é um mecanismo importante de governação para reduzir o risco para os investidores. Lopes e Rodrigues (2007) e Pirson e Turnbull (2011) referem que a presença de administradores independentes pode melhorar a resposta das empresas às preocupações das partes interessadas relativamente à divulgação do risco. Neste contexto, melhorias ao nível da divulgação podem ser uma forma de as empresas reduzirem o risco idiossincrático (Ntim *et al.*, 2013).

Apesar destes argumentos, a atividade dos administradores independentes é olhada com

algum cepticismo por alguns observadores. A primeira questão que se coloca é o que são administradores independentes e de quem é que estes devem ser independentes. As empresas portuguesas são obrigadas a divulgar o número de administradores independentes no seu relatório anual. No entanto, a falta de uma identificação clara da relação profissional, pessoal e de propriedade entre os administradores não executivos e os acionistas que exercem controlo dificulta a identificação dos administradores que são verdadeiramente independentes (Fernandes, 2008). Shivdasani e Yermack (1999) demonstram que as empresas escolhem administradores externos à empresa que não são muito independentes sempre que o presidente executivo é envolvido no processo de seleção, uma vez que grande parte dos administradores ditos independentes são escolhidos através de contactos pessoais ou de amigos. Romano (2005) também alerta para a escolha de administradores que são considerados independentes de acordo com as definições regulamentares – de modo a cumprir com objetivos numéricos – mas que são influenciados pela gestão.

Por outro lado, embora a independência do conselho de administração seja normalmente associada a um aumento da transparência e rigor da informação divulgada pelas empresas cotadas, a verdade é que os resultados de estudos anteriores não são conclusivos. Lopes e Rodrigues (2007), por exemplo, ao estudar os factores determinantes para o grau de divulgação relativamente à contabilidade dos instrumentos financeiros das empresas portuguesas cotadas em bolsa, não encontram associação entre a proporção de administradores independentes e a divulgação.

A ideia de que aumentar a proporção de administradores independentes é benéfica também é posta em causa pelo reconhecimento de que a eficácia dos administradores independentes é limitada pelo seu acesso limitado à informação, especialmente quando comparados com os administradores executivos (Fama e Jensen, 1983;

Adams e Ferreira, 2007). Pirson e Turnbull (2011) destacam duas razões principais para justificar o fracasso dos conselhos de administração no que diz respeito à gestão do risco, durante a crise financeira. Por um lado, defendem que os administradores não tiveram acesso a informações relevantes relativamente aos riscos assumidos pela gestão. Por outro lado, defendem que estes não tiveram capacidade para lidar com a informação de que dispunham relativamente ao risco e que não tiveram incentivos ou poder suficientes para influenciar a tomada de decisões por parte dos gestores. Em conformidade com esta ideia, Erkens *et al.* (2012) conclui que empresas com mais administradores independentes tiveram menor rendibilidade acionista durante a crise.

Uma vez que os resultados obtidos em estudos anteriores não são claros, enunciámos a nossa segunda hipótese conforme segue.

**H<sub>2</sub>: As alterações nas medidas de risco estão relacionadas com a proporção de administradores independentes (sem sinal previsto).**

### **Relação entre a concentração de capital e as alterações nas medidas de risco**

O mercado de capitais português é caracterizado pelo número reduzido de empresas, pela existência de um grande número de participações intra-societárias e por elevados níveis de concentração de capital. Neste contexto, a presença de um grande acionista pode ser um aspecto relevante, uma vez que os grandes acionistas tendem a influenciar as decisões ao nível da gestão.

Estudos anteriores apresentam resultados pouco conclusivos relativamente aos efeitos da existência de um grande acionista. La Porta *et al.* (1999), por exemplo, refere que a concentração de capital permite aos investidores ganhar controlo sobre uma empresa e, dessa forma, extrair benefícios pessoais de controlo em detrimento de outros investidores. Platt e Platt (2012)



acrescentam que um administrador que detenha uma participação significativa no capital de uma empresa pode estar disposto a permitir que a empresa incorra em níveis de risco desnecessários e, em última instância, adoptar medidas que comprometam a empresa, uma vez que uma estratégia mais arriscada pode permitir maiores ganhos para o mesmo. Claessens *et al.* (2002) concluiu que grandes acionistas têm maior probabilidade de perseguir os seus interesses privados e, dessa forma, provocar problemas de expropriação. La Porta *et al.* (1997) referem ainda que os conflitos entre grandes e pequenos acionistas tendem a ser maiores em países onde a proteção jurídica do investidor é reduzida.

Os resultados obtidos por Arcay e Vázquez (2005) apontam para uma relação de sentido oposto entre a concentração de capital e a adopção de boas práticas de governação, sugerindo que empresas com um acionista maioritário não atingem os mesmos níveis de conformidade com as recomendações de bom governo das sociedades que as demais. La Porta *et al.* (1998) referem ainda que os países de direito civil – como é o caso de Portugal – impõem uma legislação mais flexível devido ao papel determinante da concentração e da estrutura de capital nas práticas de governação adoptadas pelas suas empresas. Uma vez que, idealmente, empresas melhor governadas devem estar menos sujeitas a volatilidade durante um período de crise (Gupta *et al.*, 2013), o não cumprimento com as práticas de bom governo das sociedades deverá ter implicações ao nível do risco.

Assim, formulamos a nossa terceira hipótese:

**H<sub>3</sub>: As alterações nas medidas de risco estão positivamente relacionadas com a concentração de capital.**

**Relação entre a credibilidade do conselho de administração e as alterações nas medidas de risco**

As oportunidades e os desafios com que as

empresas se deparam variam ao longo do tempo. Segundo Henry (2008), tal resulta de heterogeneidades não observáveis específicas de cada empresa, tais como a capacidade dos gestores, a cultura empresarial e a complexidade que, por sua vez, determinam de forma dinâmica as práticas de governação adoptadas pela empresa. Akhigbe e Martin (2006) referem que os administradores que ocupam cargos em vários conselhos de administração têm maior credibilidade, uma vez que são manifestamente mais requisitados e deverão ter mais experiência em ambientes semelhantes e defendem que empresas com mais (menos) administradores que tenham maior credibilidade serão mais recompensadas (penalizadas) se estes estiverem ligados a empresas vistas como melhor governadas. Shivdasani e Yermack (1999) demonstram que a capacidade e a reputação de um administrador está associada ao número de cargos de administração que este exerce. Fama e Jensen (1983) referem que ser administrador de uma empresa bem gerida tem um impacto positivo na percepção das outras empresas, que acabam por recompensar estes administradores com cargos de administração adicionais. Platt e Platt (2012), ao analisar de que forma a composição e as características do conselho de administração influenciam o sucesso e a solvabilidade das empresas, concluem que os administradores das empresas não insolventes têm mais experiência, resultante do facto de exercerem mais cargos de administração noutras empresas. Para além disso, administradores com mais cargos de administração deverão ser mais capazes, mais competentes e ter mais contactos e outros recursos que podem ser importantes para o bom funcionamento do conselho de administração (Field *et al.*, 2013).

Apesar de a multiplicidade de cargos de administração ocupados noutras empresas ser frequentemente utilizada como um indicador de valor e reputação de um administrador, Shivdasani e Yermack (1999) sugerem que os benefícios desta multiplicidade de cargos podem diminuir à medida que os cargos de

administração aumentam, uma vez que os administradores passam a ter menos tempo disponível para acompanhar adequadamente a gestão da empresa. Masulis e Mobbs (2014) concluem, no entanto, que os administradores distribuem o seu tempo de acordo com a contribuição relativa que a sua presença em determinado conselho de administração tem para a sua reputação. Da mesma forma, Field *et al.* (2013) demonstram que os administradores com mais cargos não dedicam menos tempo a todas as empresas, de forma indistinta. Assim, empresas com mais administradores que exercem cargos de gestão noutras empresas ou instituições deverão ter melhor desempenho e ser melhor acompanhadas, em termos de risco. Em conformidade com estes argumentos, formulamos a nossa quarta hipótese:

**H<sub>4</sub>: As alterações nas medidas de risco estão negativamente relacionadas com a credibilidade do conselho de administração.**

#### **Relação entre as oportunidades de crescimento e as alterações nas medidas de risco**

Tanto académicos como profissionais têm tentado, durante muito tempo, determinar de forma explícita o valor de ativos potenciais ou de oportunidades de crescimento de uma empresa. Vários estudos relacionados com medidas de valores de mercado das ações com excedente relativamente ao seu valor contabilístico, tais como o  $q$  de Tobin (Chung e Charoenwong, 1991; Goyal *et al.*, 2002), demonstraram a existência de oportunidades de crescimento. O  $q$  de Tobin representa o rácio entre o valor de mercado de um ativo e o custo de substituição desses ativos. Um  $q$  de Tobin elevado deverá indicar a existência de oportunidades de crescimento. Shin e Stulz (2000) demonstram empiricamente uma ligação entre o  $q$  de Tobin e a variância do valor das ações. De acordo com os resultados destes autores, o  $q$  de Tobin aumenta com o risco sistemático da empresa e diminui com o risco não sistemático da mesma. Os autores demonstram ainda que aumentos no risco total de uma

empresa deverão estar relacionados com reduções do  $q$  de Tobin. Ressalvam, no entanto, que a relação negativa entre as variações no risco total e as variações no  $q$  não se observa para as empresas de maior dimensão da amostra considerada.

Estudos anteriores evidenciam também uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o risco específico da empresa. Cao *et al.* (2008), por exemplo, concluem que alterações nos níveis e na variância das oportunidades de crescimento, bem como na estrutura de capital das empresas, explicam uma parte significativa da tendência ascendente do risco idiosincrático. Na mesma linha, Rajgopal e Venkatchalam (2011) referem que empresas com maiores oportunidades de crescimento são susceptíveis a maior volatilidade na rendibilidade acionista.

Finalmente, Hossain *et al.* (2005) defendem que empresas com forte crescimento necessitam de capital externo para estimular o seu crescimento, pelo que podem ser vistas como tendo maior risco, especialmente em alturas de crise.

Para testar a relação entre as alterações nas medidas de risco do mercado de capitais e as oportunidades de crescimento, formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>5</sub>: As alterações nas medidas de risco estão positivamente relacionadas com as oportunidades de crescimento.**

#### **Relação entre a alavancagem financeira e as alterações nas medidas de risco**

São vários os estudos que analisam os efeitos de características específicas das empresas no risco das mesmas. Colocando ênfase em características específicas das empresas, Psillaki e Daskalakis (2009) evidenciam uma ligação entre o risco e a estrutura de capital de empresas de pequena e média capitalização de Portugal, Grécia, Itália e França. De acordo com a ideia

que a estrutura de capital determina o risco de uma empresa e que a estrutura de capital é determinada por atributos específicos das empresas, empresas mais endividadas devem estar associadas a maiores aumentos ao nível do risco (Chira e Marciniak, 2014).

Opler e Titman (1994) referem que empresas com elevados níveis de alavancagem têm, inevitavelmente, pior desempenho acionista, durante períodos de recessão económica. Defendendo que empresas mais endividadas estão mais sujeitas a perturbações financeiras, Liu *et al.* (2012) sugerem uma associação positiva entre a volatilidade da rendibilidade acionista e o grau de alavancagem financeira. Os resultados obtidos pelos autores documentam este argumento. Ferreira e Laux (2007), ao relacionar características específicas e de governação das empresas com a volatilidade idiosincrática também reportam um coeficiente positivo para o indicador de alavancagem. Durnev *et al.* (2004) defendem que empresas com maior grau de alavancagem estão associadas a maior volatilidade na rendibilidade acionista e que estas empresas são mais afectadas por choques negativos do que as demais com menor grau de alavancagem. Os resultados apresentados por estes autores mostram que as empresas mais endividadas apresentam maiores variações no seu desempenho, o que significa que o seu risco idiosincrático é maior. Da mesma forma, Brown e Kapadia (2007) notam que o grau de alavancagem aumenta o risco idiosincrático, coerente com a ideia de que o endividamento está relacionado com o risco.

De acordo com a ideia de que o endividamento está relacionado com o risco, formulamos a nossa sexta hipótese como segue:

**H<sub>6</sub>: As alterações nas medidas de risco estão positivamente relacionadas com a alavancagem financeira.**

**Relação entre a liquidez da empresa e as alterações nas medidas de risco**

Vários estudos sugerem que a liquidez desempenha um papel importante em períodos de maior fricção dos mercados de capitais (Faulkender e Rong, 2006). Campello *et al.* (2010) refere que durante a crise financeira global de 2008, como resultado de restrições financeiras, muitas empresas foram forçadas a prescindir de projetos de investimento atrativos, em particular na Europa e na Ásia. Por outro lado, Liu *et al.* (2012) evidenciaram que empresas com maior liquidez estão menos sujeitas a reduções na cotação das suas ações, em conformidade com a ideia de que empresas com fraca (boa) liquidez sofrem mais (menos) durante períodos de crise. A estes respeito, Bromiley (1991) conclui que dispor de maior folga em termos financeiros resulta em níveis de risco inferiores, uma vez que essa folga permite isolar as empresas de choques exógenos.

Embora as reservas de tesouraria garantam liquidez e, desta forma, aumentem a capacidade de uma empresa evitar custos excessivos com financiamentos externos, Pinkowitz *et al.* (2006) alerta para o facto de as disponibilidades monetárias de uma empresa serem menos valorizadas em países onde a proteção do investidor é menor, uma vez que os acionistas que detêm o controlo podem usar a sua posição para extrair benefícios privados a partir dessas disponibilidades. Para além disso, Faulkender e Rong (2006) associam a liquidez à destruição de valor.

Finalmente, Chira e Marciniak (2014) referem que durante períodos de crise financeira o comportamento dos investidores tende a ser impulsionado pelo pânico e pela irracionalidade e não pelo desempenho financeiro das empresas. Neste contexto, os investidores podem tomar as suas decisões de investimento com base em percepções e não em informações concretas. Este argumento está de acordo com Gupta *et al.* (2013), que refere que os mercados de capitais dos países desenvolvidos se tornam, geralmente, menos eficazes a incorporar informações específicas das empresas nas cotações das ações em períodos de crise.

Uma vez que os resultados anteriores são contraditórios – especialmente em períodos de incerteza – formulamos a nossa sétima hipótese como segue:

**H<sub>7</sub>: As alterações nas medidas de risco estão relacionadas com a liquidez da empresa (sem sinal previsto).**

## 5. METODOLOGIA

### 5.1. Amostra e horizonte temporal

A cronologia da crise financeira europeia é complexa. Truman (2013) identifica duas fases distintas. Uma primeira resultante da intensificação da crise financeira global, no último trimestre de 2008 e uma segunda fase a partir do início da crise grega, no final de 2009, que acabaria por levar a um programa de assistência apoiado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em Maio de 2010 (este programa acabaria por ser seguido por outros programas de assistência noutros países, incluindo Portugal). A falência do banco Lehman Brothers, a 15 de Setembro de 2008 é aceite de forma generalizada como o ponto de partida da crise financeira global. Assim, definimos o período de crise como o período de doze meses após o dia 15 de Setembro de 2008 e consideramos os doze meses anteriores a essa data como um período de instabilidade anterior à crise (pré-crise). De

modo a incluir a segunda fase da crise na nossa análise das alterações do risco, estendemos a análise até trinta meses antes e trinta meses depois do colapso do Lehman Brothers.

A nossa amostra é composta pelas empresas cotadas na Euronext Lisboa. Uma vez que a estrutura financeira e os aspectos relativos ao governo das sociedades dos bancos são diferentes das empresas não financeiras, excluimos as empresas do sector financeiro da nossa amostra. Excluimos ainda as sociedades anónimas desportivas devido à sua natureza específica e as empresas que não estiveram cotadas ao longo de todo o período de trinta meses antes e depois do dia 15 de Setembro de 2008.

A informação relativa à cotação das ações foi recolhida da base de dados histórica da Euronext Lisboa. Os dados relativos às demonstrações financeiras e às características de governação foram recolhidos dos relatórios anuais das empresas para os anos 2007 e 2008.

### 5.2. Cálculo das alterações nas medidas de risco

Para a análise do risco, comparámos as medidas de risco do mercado de capitais relativas aos 12 meses (30 meses) depois da falência do banco Lehman Brothers com essas mesmas medidas calculadas para os 12 meses (30 meses) anteriores a essa data, da mesma forma que Amihud *et al.* (2002). Uma vez que as alterações no risco podem não ser uniformes ao longo de todo o período, calculámos as alterações nas medidas de risco para vários subperíodos (-6 meses, +6 meses; -18 meses, +18 meses; -24 meses, +24 meses). Aplicando o método delineado por Akhigbe *et al.* (2008), calculámos as alterações no risco total, idiossincrático e de mercado para cada uma das empresas da nossa amostra.

O risco total é medido pela variância da rentabilidade acionista diária por empresa. As alterações no risco total são calculadas pela diferença entre o período de crise e pré-crise:

$$\Delta\sigma_r^2 = \sigma_{r,crise}^2 - \sigma_{r,pre-crise}^2$$

As medidas de risco idiossincrático e de mercado são obtidas a partir da estimação do modelo de mercado de um factor pelo método dos mínimos quadrados usuais. O modelo de mercado é dado por:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 R_{mt} + e_t$$

$R_t$  representa a rendibilidade acionista de um título num momento  $t$ ,  $R_{mt}$  representa a rendibilidade acionista do PSI 20 num momento  $t$ ,  $\beta_0$  é a constante,  $\beta_1$  é o beta de mercado e  $e_t$  é o resíduo num momento  $t$ .

O risco idiossincrático é medido pela variância dos resíduos gerados a partir da estimação do modelo acima pelo método dos mínimos quadrados usuais. A variância dos resíduos é calculada para os períodos de crise e pré-crise. As alterações no risco idiossincrático são dadas pela diferença entre estes dois períodos:

$$\Delta\sigma_e^2 = \sigma_{e,crise}^2 - \sigma_{e,pre-crise}^2$$

O risco de mercado é estimado separadamente a partir do modelo de mercado para os períodos de crise e pré-crise. Tal como nos outros casos,

as alterações no risco de mercado são dadas pela diferença entre os períodos de crise e pré-crise:

$$\Delta\beta = \beta_{1,crise} - \beta_{1,pre-crise}$$

Para determinar se houve alterações significativas nas medidas de risco, testamos se as alterações médias (medianas) nessas medidas são iguais a zero, usando o teste t (o teste não paramétrico Wilcoxon). A nossa expectativa é que as medidas de risco tenham tido uma variação com sinal positivo no período de crise.

### 5.3. Descrição das variáveis explicativas e de controlo

O nosso principal objetivo é analisar o impacto de determinadas características de governo das sociedades nas alterações das medidas de risco do mercado de capitais, resultantes da crise financeira global. Não obstante, é necessário controlar outros elementos que podem ter afetado as medidas de risco do mercado de capitais no seguimento da crise. Assim, definimos como variáveis de controlo a alavancagem financeira e a liquidez da empresa. Abaixo, listamos todas as variáveis consideradas nos nossos modelos.

**Tabela 1**

#### Variáveis explicativas e de controlo

Proporção de administradores não executivos (ADMNEXEC)	Rácio entre o número de administradores não executivos e o número total de administradores.
Proporção de administradores independentes (ADMIND)	Rácio entre o número de administradores independentes e o número total de administradores.
Concentração de capital (CNTRCAP)	Percentagem de ações detidas pelo maior acionista.
Credibilidade do conselho de administração (CREDCA)	Número médio de outras empresas ou instituições nas quais os administradores de uma empresa exercem cargos de gestão.
Oportunidades de crescimento (OPCRESC)	Medidas pela versão modificada do q de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994).
Alavancagem financeira (ALAVFIN)	Rácio entre a dívida total e o total do ativo.
Liquidez da empresa (LIQUID)	Rácio entre o ativo circulante e o passivo circulante.

## 6. RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 6.1. Análise das alterações nas medidas de risco do mercado de capitais

As alterações nas medidas de risco do mercado de capitais estão sumariadas na Tabela 2.

**Tabela 2**

#### Alterações nas medidas de risco do mercado de capitais após 15 de Setembro de 2008

	Risco Total ( $\Delta \sigma_{\tau}^2$ )					
	Média	Sig	Mediana	Sig	Quartil 1	Quartil 3
(-6M, +6M)	0,000642	***	0,000393	***	0,000097	0,000876
(-12M, +12M)	0,000332	**	0,000245	***	-0,000028	0,000486
(-18M, +18M)	0,000079		0,000121	**	-0,000049	0,000343
(-24M, +24M)	0,000214		0,000210	***	0,000019	0,000409
(-30M, +30M)	0,000329	**	0,000170	***	0,000023	0,000403
	Risco Idiossincrático ( $\Delta \sigma_{\epsilon}^2$ )					
	Média	Sig	Mediana	Sig	Quartil 1	Quartil 3
(-6M, +6M)	0,000441	**	0,000168	***	0,000041	0,000392
(-12M, +12M)	0,000236		0,000109	**	-0,000038	0,000306
(-18M, +18M)	0,000012		0,000043		-0,000083	0,000179
(-24M, +24M)	0,000127		0,000078	*	-0,000047	0,000282
(-30M, +30M)	0,000253	*	0,000074	**	-0,000019	0,000257
	Risco de Mercado ( $\Delta \beta$ )					
	Média	Sig	Mediana	Sig	Quartil 1	Quartil 3
(-6M, +6M)	-0,052626		0,005202		-0,212763	0,154043
(-12M, +12M)	-0,059015		-0,038562		-0,137992	0,063006
(-18M, +18M)	-0,055441		-0,035553		-0,218553	0,093723
(-24M, +24M)	-0,054768		-0,057585		-0,205124	0,087312
(-30M, +30M)	-0,055180		-0,048742	*	-0,192844	0,076184

Nesta tabela encontram-se sumariadas as estatísticas relativas às alterações do risco total, idiossincrático e de mercado ocorridas no período de crise. \*\*\*, \*\*, e \* indicam que as alterações médias (medianas) nas medidas de risco têm significância estatística aos níveis de significância de 1, 5, e 10 por cento, respetivamente, analisados através do teste t (teste não paramétrico de Wilcoxon).

Os resultados revelam aumentos médios e/ou medianos estatisticamente significativos do risco total e idiossincrático, quando comparados os períodos de crise e pré-crise definidos inicialmente e o subperíodo considerado, em concordância com a ideia de que a incerteza do investidor aumentou durante a crise. Estendendo o período para 30 meses antes e depois de 15 de Setembro de 2008, os nossos resultados revelam variações médias e/ou medianas posi-

vas e significativas no risco total e idiossincrático para todo o período e todos os subperíodos considerados, com exceção do subperíodo em que são comparados os 18 meses anteriores e posteriores à falência do Lehman Brothers, para o qual não encontramos variações estatisticamente significativas no risco idiossincrático. A implementação de medidas de estímulo orçamental por parte do Governo português, bem como a melhoria temporária das perspetivas

económicas a nível internacional, que contribuíram para atenuar os impactos da recessão no início de 2010, podem ter sido determinantes para acalmar os mercados e, assim, aproximar os níveis de risco dos valores registados no período pré-crise, o que pode ajudar a explicar o facto de não termos encontrado variações estatisticamente significativas para o risco idiossincrático nesse subperíodo. No entanto, a recessão seria aprofundada à medida que a crise financeira dava lugar a uma crise da dívida soberana, em concordância com os resultados obtidos para o restante período (e subperíodo) considerado.

Os resultados indicam, de um modo geral, que as variações médias e/ou medianas no risco de mercado não foram estatisticamente significativas quando comparados os períodos de crise e pré-crise definidos inicialmente e estendidos até 30 meses (antes e depois do colapso do Lehman Brothers). Estes resultados estão de acordo com Chira e Marciniak (2014) que também não encontraram alterações significativas no risco sistémico das empresas nacionais de Espanha, Grécia, Portugal, Itália e Irlanda. Deste modo, os nossos resultados não sustentam a hipótese

de um aumento do risco de mercado no período de crise. A distribuição interquartis deixa, no entanto, claro que existem diferenças entre as empresas, tendo algumas delas registado variações negativas no risco de mercado e outras registado variações positivas, nos períodos considerados. Este comportamento está de acordo com os trabalhos de Coles *et al.* (1995) e Akhigbe *et al.* (2008).

Estender a análise das alterações nas medidas de risco para um período mais longo permite ter uma visão e um entendimento mais alargados dos diferentes momentos da crise que começou por ser uma crise financeira mas que acabaria por conduzir a uma crise da dívida soberana. No entanto, uma vez que essa análise não faz parte do âmbito deste estudo, centramos, a partir deste ponto, a nossa análise nos períodos de crise e pré-crise definidos originalmente.

## 6.2. Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas relativas às variáveis explicativas e de controlo consideradas nos nossos modelos de regressão linear múltipla são apresentadas na Tabela 3.

**Tabela 3**  
**Estatísticas sumárias das variáveis independentes**

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ADMIND	0,1917	0,1769	0,1994	0,0000	0,6000
ADMNEXEC	0,3963	0,4530	0,2465	0,0000	0,8000
CNTRCAP	0,3910	0,3283	0,2379	0,0569	0,9439
CREDCA	11,1688	10,7885	5,6383	1,3333	24,3333
OPCRESC	0,7168	0,6699	0,1979	0,3384	1,2307
ALAVFIN	0,4674	0,4678	0,1890	0,0588	0,9058
LIQUID	0,9013	0,8153	0,4914	0,0940	2,3361

ADMIND é o rácio entre o número de administradores independentes e o número total de administradores; ADMNEXEC é o rácio entre o número de administradores não executivos e o número total de administradores; CNTRCAP é a percentagem de ações detidas pelo maior acionista; CREDCA é o número médio de outras empresas ou instituições nas quais os administradores de uma empresa exercem cargos de gestão; OPCRESC é o resultado da versão modificada do  $q$  de Tobin proposta por Chung e Pruitt (1994); ALAVFIN é o rácio entre a dívida total e o total do ativo; LIQUID é o rácio entre o ativo circulante e o passivo circulante.

A proporção média de administradores independentes representava cerca de 19 por cento, variando entre 0 e 60 por cento. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) – entidade reguladora da NYSE Euronext Lisboa – recomendava a inclusão de um número suficiente de administradores independentes entre os administradores não executivos que garantisse a atividade de supervisão, tendo em conta a dimensão da empresa e a sua estrutura acionista. O número recomendado de administradores independentes não deveria representar menos de um quarto do número total de administradores. Nos casos em que apenas existisse um administrador não executivo, esse administrador deveria ser independente, segundo as disposições regulamentares. Menos de metade das empresas consideradas neste estudo cumpriram com esta recomendação. Parte deste não cumprimento pode ser explicado pelo facto de nem todas as empresas terem nos seus Conselhos de Administração qualquer administrador não executivo, o que está relacionado com a dimensão do próprio conselho de administração das mesmas. Um quinto das empresas estudadas não tinha, no período considerado, qualquer administrador não executivo. A proporção média de administradores não executivos representava cerca de 39 por cento, variando entre 0 e 80 por cento. A percentagem média de ações detidas pelo maior acionista era de 39 por cento, variando entre 5 e 94 por cento. O número médio de outras empresas ou instituições nas quais os membros do conselho de administração das empresas que compõem a nossa amostra exerciam cargos de gestão variou entre 1 e 24. O valor médio registado para esta variável foi de aproximadamente 11. O valor médio do  $q$  de Tobin para as empresas consideradas foi de 0.71, variando entre 0.34 e 1.23. A alavancagem financeira rondou, em média, um valor de 0.47, variando entre 0.06 e 0.90. O valor médio do rácio de liquidez considerado foi de 0.90, variando entre 0.09 e 2.33, sendo que apenas cerca de um terço das empresas consideradas apresenta um rácio de liquidez corrente acima de 1.

Globalmente, regista-se uma grande dispersão em cada uma das variáveis independentes para as empresas consideradas. Uma vez que estas variáveis podem influenciar o desempenho e os níveis de risco das empresas não financeiras durante o período de crise, esta dispersão pode ajudar a explicar o porquê de os resultados variarem de forma significativa entre as empresas não financeiras no período de crise.

### 6.3. Análise da regressão linear

O nosso principal objetivo é determinar se e de que forma é que as variações ocorridas nas medidas de risco do mercado de capitais podem ser explicadas pelas características de governação identificadas anteriormente. De modo a evitar confusão entre os efeitos das duas fases da crise mencionadas anteriormente, centramos a nossa análise no período até 12 meses antes e depois da falência do banco Lehman Brothers. Uma vez que não encontramos alterações estatisticamente significativas no risco de mercado, focámos a nossa análise na forma como as características de governação influenciaram as alterações no risco total e idiossincrático, durante a crise.

Neste contexto, definimos e estimámos dois modelos.

O modelo 1 pretende explicar o impacto das características definidas anteriormente no risco total e pode ser expresso da seguinte forma:

$$\Delta \sigma_r^2 = \beta_0 + \beta_1 \text{ADMIND} + \beta_2 \text{ADMNEXEC} + \beta_3 \text{CNTRCAP} + \beta_4 \text{CREDCA} + \beta_5 \text{OPCRESC} + \beta_6 \text{ALAVFIN} + \beta_7 \text{LIQUID} + \epsilon$$

O modelo 2 pretende explicar o impacto das mesmas variáveis no risco idiossincrático e pode ser apresentado como segue:

$$\Delta \sigma_e^2 = \beta_0 + \beta_1 \text{ADMIND} + \beta_2 \text{ADMNEXEC} + \beta_3 \text{CNTRCAP} + \beta_4 \text{CREDCA} + \beta_5 \text{OPCRESC} + \beta_6 \text{ALAVFIN} + \beta_7 \text{LIQUID} + \epsilon$$



Os pressupostos de linearidade, independência dos erros, homoscedasticidade, não existência de valores extremos e normalidade dos resíduos foram cumpridos para ambos os modelos, quer num período mais curto (-6 meses, + 6 meses), quer num período mais longo (-12 meses, +12 meses).

Os resultados da regressão linear encontram-se

sumariados na Tabela 4. Para além dos coeficientes da regressão, são apresentadas as estatísticas t, entre parêntesis retos.

Os valores obtidos para o  $R^2$  em ambos os modelos e ambos os períodos indicam que as variáveis consideradas explicam grande parte das variações nas medidas de risco consideradas, para a nossa amostra.

**Tabela 4**  
**A influência das características de governação nas alterações das medidas de risco do mercado de capitais**

	(-6 meses, + 6 meses)		(-12 meses, + 12 meses)	
	Risco Total ( $\Delta\sigma_r^2$ )	Risco Idiossincrático ( $\Delta\sigma_r^2$ )	Risco Total ( $\Delta\sigma_r^2$ )	Risco Idiossincrático ( $\Delta\sigma_r^2$ )
Constante	-0,000433 [-0,787]	-0,000957 [-1,978] *	-0,002192 [-3,245] ***	-0,002453 [-3,675] ***
ADMIND	0,002508 [ 3,285] ***	0,002301 [ 3,426] ***	0,002730 [ 2,913] ***	0,002557 [ 2,759] **
ADMNEXEC	-0,002133 [-3,771] ***	-0,002158 [-4,336] ***	-0,001297 [-1,867] *	-0,001260 [-1,835] *
CNTRCAP	0,002613 [ 5,828] ***	0,003045 [ 7,716] ***	0,002904 [ 5,273] ***	0,003128 [ 5,747] ***
CREDCA	-0,000124 [-6,474] ***	-0,000128 [-7,610] ***	-0,000084 [-3,565] ***	-0,000085 [-3,676] ***
OPCRESC	0,001331 [ 2,377] **	0,001474 [ 2,991] ***	0,001539 [ 2,237] **	0,001619 [ 2,381] **
ALAVFIN	0,001035 [ 1,704]	0,001171 [ 2,190] **	0,001327 [ 1,779] *	0,001344 [ 1,822] *
LIQUID	0,000403 [ 1,708]	0,000498 [ 2,400] **	0,000655 [ 2,263] **	0,000710 [ 2,481] **
Valor F	9,443 ***	14,044 ***	5,449 ***	6,068 ***
$R^2$	0,734	0,804	0,614	0,639
$R^2$ Ajust.	0,656	0,747	0,501	0,534
Durbin-Watson	2,260	1,540	2,332	2,128

Nesta tabela são apresentados os resultados das regressões que avaliam o impacto das características de governação nas alterações do risco, para a nossa amostra. \*\*\*, \*\*, e \* indicam que existe significância estatística quando considerados níveis de significância de 1, 5, e 10 por cento, respetivamente.

Em concordância com a nossa primeira hipótese ( $H_1$ ), encontramos uma associação estatisticamente significativa de sentido contrário entre as alterações nos riscos total e idiossincrático e a proporção de administradores não executivos, para ambos os períodos considerados. O mercado parece ter considerado as empresas com maior proporção de administradores não executivos como tendo menor risco. Este resultado está de acordo com estudos anteriores que afirmam que os administradores não executivos são mais eficazes na prevenção de comportamentos oportunistas por parte dos gestores (Denis, 2001) e na supervisão e avaliação do desempenho dos administradores executivos (Fama e Jensen, 1983). Está ainda de acordo com a ideia de que os administradores não executivos contribuem para reduzir o défice de informação dos acionistas relativamente aos administradores executivos (Alves, 2011) e para reduzir os conflitos de agência (Denis, 2001).

Por outro lado, encontramos uma associação positiva e estatisticamente significativa entre as alterações nos riscos total e idiossincrático e a proporção de administradores independentes, quer no período mais curto, quer no período mais longo considerado. Este resultado parece sugerir que os investidores podem ter considerado que empresas com maior proporção de administradores independentes estiveram mais expostas à incerteza resultante da intensificação da crise financeira e está de acordo com estudos anteriores que concluem que os administradores independentes não têm acesso a toda a informação relevante, o que limita a sua eficácia no acompanhamento das ações dos gestores e na redução de conflitos de agência entre os acionistas que detêm controlo e os demais (Fama e Jensen, 1983; Adams e Ferreira, 2007), bem como na gestão do risco (Pirson e Turnbull, 2011). Os resultados podem ainda indicar um sentimento negativo relativamente aos administradores independentes que, embora considerados como tal segundo os regulamentos, são influenciados pela gestão (Romano, 2005). Por fim, embora Ntim *et al.* (2013) defendam que

melhorias ao nível da divulgação possam contribuir para reduzir o risco idiossincrático, este pode não ter sido um factor relevante no caso português, uma vez que de acordo com Lopes e Rodrigues (2007) não existe uma relação significativa entre a proporção de administradores independentes e o nível de divulgação das empresas portuguesas cotadas em bolsa.

Os nossos resultados mostram que a concentração de capital está positiva e significativamente associada às alterações de ambas as medidas de risco e em ambos os horizontes temporais – em conformidade com a nossa hipótese ( $H_3$ ) – e sugerem que o mercado considerou as empresas com maior concentração de capital como sendo mais arriscadas. Estes resultados estão de acordo com estudos anteriores que concluem que grandes acionistas podem aproveitar a sua posição para obter benefícios pessoais em termos de controlo à custa de outros investidores (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2002), permitir que a empresa assuma riscos excessivos em busca de maior rendibilidade (Platt e Platt, 2012) e evitar que as empresas atinjam o mesmo nível de conformidade com as recomendações dos códigos de bom governo que outras empresas com menor concentração de capital (Arcay e Vázquez, 2005) – com implicações negativas relativamente ao risco (Gupta *et al.*, 2013).

Tal como previsto ( $H_4$ ) os nossos resultados apresentam uma relação inversa e estatisticamente significativa entre as variações nas medidas de risco consideradas e a credibilidade do conselho de administração em ambos os horizontes temporais considerados. O mercado parece ter considerado as empresas com um número (em média) mais elevado de cargos de administração exercidos pelos administradores noutras empresas ou instituições como menos arriscadas. Este resultado está de acordo com estudos anteriores que referem que o mercado recompensa os administradores de empresas bem geridas com cargos de administração adicionais (Fama e Jensen, 1983) e que empresas

com administradores presentes em mais conselhos de administração estão menos sujeita a uma situação de insolvência (Platt e Platt, 2012), uma vez que estes têm maior capacidade (Shivdasani e Yermack, 1999; Akhigbe e Martin, 2006), mais experiência, têm acesso a mais informação (Platt e Platt, 2012) e colocam à disposição das empresas uma maior variedade de contactos e outros recursos importantes para o bom funcionamento da empresa (Field *et al.*, 2013).

As oportunidades de crescimento apresentaram coeficientes positivos e estatisticamente significativos tanto para o risco total como idiossincrático, independentemente do horizonte temporal considerado. Estes resultados estão de acordo com estudos anteriores como Cao *et al.* (2008) e Rajgopal e Venkatachalam (2011) e confirmam a nossa quinta hipótese (H<sub>5</sub>). Empresas com maiores oportunidades de crescimento podem ser vistas como mais arriscadas devido à sua potencial necessidade de obter capital externo para estimular o seu crescimento (Hossain *et al.*, 2005), sobretudo em períodos de maior incerteza, tal como aquele que resultou da intensificação da crise financeira em 2008.

No que diz respeito às nossas variáveis de controlo, os nossos resultados mostram uma relação positiva e significativa entre as alterações nos riscos total e idiossincrático, medidos no período de 12 meses antes e depois da falência do banco Lehman Brothers, e ambas as variáveis – alavancagem financeira e liquidez. No entanto, quando consideramos as alterações ocorridas nos riscos total e idiossincrático num período mais curto (-6 meses, +6 meses), não encontramos uma associação estatisticamente significativa entre qualquer das variáveis e o risco total. A relação positiva e significativa entre ambas as variáveis e as alterações no risco idiossincrático continua a verificar-se neste período mais curto. A relação positiva e significativa entre ambas as medidas de risco consideradas e o grau de alavancagem financeira está de

acordo com os resultados de outros autores, tais como Opler e Titman (1994), Durnev *et al.* (2004) Liu *et al.* (2012) e Chira e Marciniak (2014) e é coerente com a ideia de que o endividamento está relacionado com o risco. Contrariamente à ideia de que a liquidez protege as empresas de choques exógenos (Bromiley, 1991), os nossos resultados sugerem que o mercado de capitais considerou as empresas com maior liquidez como sendo mais arriscadas. Estes resultados estão de acordo com estudos anteriores que sugerem que empresas com maior liquidez tendem a ser alvo de maiores problemas de agência (Pinkowitz *et al.*, 2006) e que ligam a liquidez a destruição de valor (Faulkender e Rong, 2006). Os argumentos de que durante períodos de crise financeira o comportamento dos investidores tende a ser guiado por percepções, e não pelo desempenho das empresas (Chira e Marciniak, 2014), e que os mercados de capitais das economias desenvolvidas se tornaram menos eficazes a incorporar informações específicas das empresas nas cotações das ações durante a crise (Gupta *et al.*, 2013) podem ajudar a explicar porque não foi encontrada uma associação estatisticamente significativa entre as alterações no risco total, quando medido num período mais curto, e ambas as variáveis de controlo consideradas.

## 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS


Neste estudo é analisado se e de que forma diferentes características de governação influenciaram as variações ocorridas nas medidas de risco do mercado de capitais para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa, na sequência da crise financeira global. Para tal, foram estimados e comparados os riscos total, idiossincrático e de mercado ao longo de diferentes períodos entre 6 e 30 meses, antes e depois da falência do banco Lehman Brothers, tendo sido encontradas variações médias e/ou medianas positivas e estatisticamente significativas no risco total para todo o período e subperíodos considerados. Encontrámos ainda variações positivas e estatisticamente significativas

no risco idiossincrático para todo o período de 30 meses e quase todos os subperíodos considerados. Estes resultados estão de acordo com a ideia que a incerteza dos investidores aumentou durante o período de crise. Não encontramos, no entanto, variações estatisticamente significativas no risco de mercado. Este resultado está de acordo com estudos anteriores que documentam que a volatilidade dos mercados de capitais tem permanecido relativamente inalterada nas últimas décadas – tanto nos Estados Unidos como na Europa – enquanto a volatilidade idiossincrática aumentou significativamente.

Tendo em conta estes resultados, centrámos a nossa atenção na influência de certas características de governação nos riscos total e idiossincrático, medidos ao longo de um período mais curto (-6 meses, +6 meses) e de um período mais longo (-12 meses, +12 meses). Os resultados das regressões sugerem que grande parte das características consideradas estão significativamente relacionadas com as alterações verificadas em ambas as medidas de risco e ambos os horizontes temporais. Os sinais dos coeficientes estão, de um modo geral, de acordo com os resultados apresentados na literatura relevante. Mais especificamente, notamos que empresas com um número relativamente maior de administradores não executivos e com administradores que exercem (em média) cargos de gestão num número mais elevado de outros conselhos de administração apresentaram menores aumentos nos riscos total e idiossincrático. Estes resultados são robustos para ambos os horizontes temporais considerados. Por outro lado, empresas com um número relativamente maior de

administradores independentes, maior concentração de capital e maiores oportunidades de crescimento apresentaram maiores aumentos nos riscos total e idiossincrático, quer no período mais curto, quer no período mais longo considerado. Relativamente às variáveis de controlo, verificámos que empresas com maior alavancagem financeira e maior liquidez também apresentaram maiores aumentos no risco idiossincrático, independentemente do horizonte temporal considerado, e no risco total, quando considerado o período mais longo. Não encontramos relação estatisticamente significativa entre as variáveis de controlo e o risco total, quando considerado o período mais curto.

Globalmente, este estudo destaca a importância de determinadas características de governação para as alterações ocorridas ao nível dos riscos total e idiossincrático durante a crise financeira global. Uma vez que um aumento do risco total se reflete numa redução de valor para os detentores de capital e condiciona a gestão estratégica das empresas, identificar características que aumentam a susceptibilidade de as cotações das ações sofrerem maiores variações em períodos de incerteza pode ajudar os gestores e reguladores a melhorar os mecanismos de governação e evitar que as mesmas sejam afetadas por restrições decorrentes do seu desempenho no mercado de capitais. Por outro lado, estas características poderão ser consideradas como informação adicional na análise do risco, quer nas decisões sobre quais os títulos a deter em carteira, quer no acompanhamento e previsão relativamente aos títulos de uma carteira já existente, pelo que o nosso estudo pode ter particular interesse para gestores, reguladores e investidores em geral.



## REFERÊNCIAS

- Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 89-137.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Ahrens, T., Filatotchev, I., & Thomsen, S. (2011). The research frontier in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 15(3), 311-325.
- Akhigbe, A., & Martin, A. D. (2006). Valuation impact of Sarbanes–Oxley: Evidence from disclosure and governance within the financial services industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(3), 989-1006.
- Akhigbe, A., Martin, A. D., & Newman, M. (2008). Risk Shifts Following Sarbanes-Oxley: Influences of Disclosure and Governance. *Financial Review*, 43(3), 383-401.
- Alves, S. M. G. (2011). The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 141-160.
- Amihud, Y., DeLong, G. L., & Saunders, A. (2002). The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value. *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 857-877.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2009). High idiosyncratic volatility and low returns: International and further U.S. evidence. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 1-23.
- Angelidis, T., & Tassaromatis, N. (2008). Does idiosyncratic risk matter? Evidence from European stock markets. *Applied Financial Economics*, 18(2), 125-137.
- Arcay, M. R. B., & Vázquez, M. F. M. (2005). Corporate Characteristics, Governance Rules and the Extent of Voluntary Disclosure in Spain. *Advances in Accounting*, 21(0), 299-331.
- Ben-David, I., & Roulstone, D. (2005). Limited arbitrage and profitable trading: evidence from insider and firm transactions: Working Paper, University of Chicago.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Blundell-Wignall, A., Atkinson, P., & Se Hoon, L. (2009). The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2008(2), 11-31.
- Bromiley, P. (1991). Testing a Causal Model of Corporate Risk Taking and Performance. *Academy of Management Journal*, 34(1), 37-59.
- Brown, G., & Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 358-388.
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.

## REFERÊNCIAS

- Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200.
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Yexiao, X. (2001). Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. *Journal of Finance*, 56(1), 1-43.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.
- Cao, C., Simin, T., & Jing, Z. (2008). Can Growth Options Explain the Trend in Idiosyncratic Risk? *Review of Financial Studies*, 21(6), 2599-2633.
- Cheffins, B. R. (2009). Did Corporate Governance "Fail" During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500. *Business Lawyer*, 65(1), 1-65.
- Chira, I., & Marciniak, M. (2014). Risk change during crises: How do purely local companies differ from cross-listed firms? Evidence from the European crisis of 2010-2012. *Journal of Economics & Business*, 74, 11-23.
- Chung, K. H., & Charoenwong, C. (1991). Investment options, assets in place, and the risk of stocks. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 20(3), 21.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 23(3), 70-74.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Clayton, M. C., Hartzell, J. C., & Rosenberg, J. (2005). The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility. *The Journal of Business*, 78(5), 1779-1808.
- Coles, J. L., Loewenstein, U., & Suay, J. (1995). On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 30(3), 347-364.
- Curry, T. J., Elmer, P. J., & Fissel, G. S. (2007). Equity market data, bank failures and market efficiency. *Journal of Economics and Business*, 59(6), 536-559.
- Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research ... and counting. *Review of Financial Economics*, 10(3), 191-212.
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. (2003). Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? *Journal of Accounting Research*, 41(5), 797-836.
- Durnev, A. R. T., Morck, R., & Yeung, B. (2004). Value-Enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation. *Journal of Finance*, 59(1), 65-105.
- Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389-411.

## REFERÊNCIAS

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*, 301-325.
- Faulkender, M., & Rong, W. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 30-44.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow. *Journal of Finance*, 62(2), 951-989.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtychyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107.
- Goyal, A., & Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic Risk Matters! *Journal of Finance*, 58(3), 975-1007.
- Goyal, V. K., Lehn, K., & Racic, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt policy: the case of the U.S. defense industry. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 35-59.
- Gupta, K., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2013). Is corporate governance relevant during the financial crisis? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23(0), 85-110.
- Henry, D. (2008). Corporate Governance Structure and the Valuation of Australian Firms: Is There Value in Ticking the Boxes? *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(7/8), 912-942.
- Hossain, M., Ahmed, K., & Godfrey, J. M. (2005). Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equations Approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5/6), 871-907.
- Kashyap, A., Rajan, R., & Stein, J. (2008). Rethinking capital regulation. *Maintaining stability in a changing financial system*, 431-471.
- Keusch, T., Bollen, L. H. H., & Hassink, H. F. D. (2012). Self-serving Bias in Annual Report Narratives: An Empirical Analysis of the Impact of Economic Crises. *European Accounting Review*, 21(3), 623-648.
- Kirkpatrick, G. (2009). Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009(1), 61-87.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.

## REFERÊNCIAS

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113.
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2012). Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 21(0), 70-80.
- Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting*, 42(1), 25-56.
- Lui, D., Markov, S., & Tamayo, A. N. E. (2007). What Makes a Stock Risky? Evidence from Sell-Side Analysts' Risk Ratings. *Journal of Accounting Research*, 45(3), 629-665.
- Markowitz, H. M. (1999). The Early History of Portfolio Theory: 1600-1960. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 5-16.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2014). Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? *Journal of Financial Economics*, 111(2), 406-429.
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423-460.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 215-260.
- Ni, Y., & Purda, L. (2012). Does Monitoring by Independent Directors Reduce Firm Risk? *Available at SSRN 1986289*.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30(0), 363-383.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040.
- Pinkowitz, L. E. E., Stulz, R. E. N., & Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Pirson, M., & Turnbull, S. (2011). Corporate Governance, Risk Management, and the Financial Crisis: An Information Processing View. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 459-470.
- Platt, H., & Platt, M. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65(8), 1139-1143.



## REFERÊNCIAS

- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319-333.
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20.
- Romano, R. (2005). The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance. *Yale Law Journal*, 1521-1611.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Proces: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shin, H.-H., & Stulz, R. M. (2000). Firm value, risk, and growth opportunities: National bureau of economic research.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Taylor, J. B. (2009). The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong: National Bureau of Economic Research.
- Triantis, A. J. (2000). Real options and corporate risk management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(2), 64-73.
- Truman, E. M. (2013). Asian and European Financial Crises Compared: Working paper, Asian Development Bank.
- Willett, T. D., & Srisorn, N. (2014). The political economy of the Euro crisis: Cognitive biases, faulty mental models, and time inconsistency. *Journal of Economics and Business*, 76, 39-54.
- Yexiao, X., & Malkiel, B. G. (2003). Investigating the Behavior of Idiosyncratic Volatility. *Journal of Business*, 76(4), 613-644.

## ANEXOS

### Anexo A

#### Identificação das empresas

---

Altri, SGPS, SA  
Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA  
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA  
Cofina, SGPS, SA  
Compta-Equipamentos e Serviços de Informática, SA  
Corticeira Amorim, SGPS, SA  
EDP - Energias de Portugal, SGPS, SA  
Estoril Sol - SGPS, SA  
Glantt, S.A.  
Grupo Soares da Costa, SGPS, SA.  
Grupo Média Capital, SA  
Ibersol - SGPS, SA  
Imobiliária Construtora Grão Pará, SA  
Impresa - SGPS, SA  
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, SA  
Jerónimo Martins - SGPS, SA  
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, SA  
Mota-Engil, SGPS, SA  
Novabase - SGPS, SA  
Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A.  
Portugal Telecom, SGPS, SA  
Reditus - SGPS, SA  
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA  
Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA  
Sociedade Comercial Orey Antunes, SA  
Sonae - SGPS, SA  
Sonae Indústria, SGPS, SA  
SONAECOM - SGPS, SA  
Sumol + Compal, S.A.  
Toyota Caetano Portugal, SA  
VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA  
Zon Multimédia - Serv. Tel. Multimédia, SGPS, SA

---

## ANEXOS

**Anexo B****Correspondência entre período e data  
(data de referência: 15 de Setembro de 2008  
– Falência do banco Lehman Brothers)**

Período	De (data de início)	Até (data de fim)
(-6M, +6M)	15 de Abril de 2008	14 de Março de 2009
(-12M, +12M)	15 de Outubro de 2007	14 de Setembro de 2009
(-18M, +3M)	15 de Abril de 2007	14 de Março de 2010
(-24M, +24M)	15 de Outubro de 2006	14 de Setembro de 2010
(-30M, +30M)	15 de Abril de 2006	14 de Março de 2011