



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A influência da Governação Corporativa no
Desempenho Financeiro: um estudo no setor de
comércio a retalho de vestuário

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Auditoria e Fiscalidade

por

Carolina Martins Pires Dias da Silva

sob orientação de
Professor Aviner Augusto Silva Manoel

Católica Porto Business School

Abril 2025

Agradecimentos

Ao concluir esta etapa tão importante da minha vida, não poderia deixar de expressar a minha profunda gratidão a todos os que estiveram ao meu lado.

Em primeiro lugar, aos meus pais, que foram o meu principal apoio ao longo deste percurso. A vossa confiança incondicional, paciência e incentivo constante foram fundamentais para que conseguisse superar cada desafio.

À minha família e amigos, por todo o carinho, pelas palavras de motivação e pela presença constante, mesmo à distância.

Ao meu namorado, por me apoiares em cada momento, por me dares calma nos dias difíceis e celebrares comigo cada pequena conquista.

Por fim, ao meu orientador, pela orientação, disponibilidade e partilha de conhecimento que me foram essenciais para a realização deste trabalho.

A todos, o meu sincero obrigada.

Resumo

O presente estudo tem como objetivo analisar a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas, com foco no setor de comércio a retalho de vestuário, um contexto ainda pouco explorado quanto à influência da governação corporativa, ao contrário de setores mais tradicionais como o financeiro, industrial e tecnológico.

Para atingir o objetivo em questão, utilizou-se uma amostra de 51 empresas com atuação global (476 observações), considerando dados entre os anos de 2014 e 2023. Inconsistente com a hipótese de pesquisa, os resultados empíricos obtidos sugerem uma associação positiva e estatisticamente significativa entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas do setor estudado. Este resultado pode ser atribuído ao facto de, no setor do comércio a retalho de vestuário, conselhos maiores proporcionarem maior diversidade de competências e experiências, essenciais para lidar com a rápida evolução das tendências de consumo, inovação digital e exigências de sustentabilidade. Além disso, conselhos mais alargados reforçam a capacidade de supervisão e o acesso a redes estratégicas, beneficiando especialmente empresas de grande porte e operação internacional. No que respeita às contribuições, este trabalho aprofunda a investigação sobre governação corporativa no setor do comércio a retalho de vestuário, evidenciando que, em contextos marcados por elevada complexidade, competitividade e rápida evolução das preferências dos consumidores, conselhos de administração mais numerosos e diversificados podem constituir uma vantagem estratégica. Estes conselhos oferecem uma combinação mais rica de competências e perspetivas, contribuindo para decisões mais robustas e uma maior capacidade de adaptação.

Palavras-chave: Governação corporativa, Desempenho financeiro, Setor do Comércio a Retalho de vestuário

Abstract

The present study aims to analyse the relationship between board size and the financial performance of companies, focusing on the apparel retail sector, a context that remains relatively unexplored in terms of the influence of corporate governance, unlike more traditional sectors such as finance, industry, and technology.

To achieve this objective, a sample of 51 globally operating companies (476 observations) was used, covering the period from 2014 to 2023. Contrary to the initial research hypothesis, the empirical results suggest a positive and statistically significant association between board size and the financial performance of companies in the sector under study. This outcome may be attributed to the fact that, in the apparel retail sector, larger boards offer greater diversity of skills and experience, which are essential to navigate the fast-paced evolution of consumer trends, digital innovation, and sustainability requirements. Additionally, larger boards enhance oversight capacity and access to strategic networks, particularly benefiting large companies with international operations. In terms of contributions, this study deepens the understanding of corporate governance within the apparel retail sector, highlighting that in contexts characterised by high complexity, competitiveness, and rapidly changing consumer preferences, larger and more diverse boards of directors may represent a strategic advantage. These boards provide a broader mix of skills and perspectives, supporting more robust decision-making and greater adaptability.

Keywords: Corporate governance, Financial performance, Apparel retail sector

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo.....	v
Abstract	vii
Lista de Siglas.....	13
Introdução.....	14
Revisão de Literatura	17
1. O setor do comércio a Retalho de Vestuário.....	17
1.1 História.....	17
1.2 Contextualização.....	19
2. Governação Corporativa.....	20
2.1 Conceito.....	20
2.2 Enquadramento Conceptual.....	21
2.2.1 Teoria da Agência.....	22
2.2.2 Teoria dos <i>Stakeholders</i>	23
2.2.3 Teoria da <i>Stewardship</i>	24
3. A relação entre Governação Corporativa e o Desempenho Financeiro: Setor do Comércio a Retalho de Vestuário.....	25
3.1 Desempenho Financeiro.....	25
3.2 Relação entre Governação Corporativa e Desempenho Financeiro.....	25
3.2.1 <i>Board Size</i>	26
3.2.2 <i>Board Size</i> e Desempenho Financeiro: Desenvolvimento da Hipótese.....	26
Metodologia.....	28
1. Amostra.....	28
2. Modelo de Regressão com Dados em Painel.....	29
3. Variáveis.....	30

3.1 Variável Dependente.....	31
3.2 Variável Independente.....	32
3.3 Variáveis de Controlo.....	32
4. Formulação do Modelo de Regressão.....	34
Resultados.....	35
1. Estatística Descritiva.....	35
2. Correlação das variáveis.....	36
3. Análise de Regressão.....	38
4. Testes de Robustez.....	41
4.1 Modelo OLS Simples (sem efeitos fixos).....	42
4.2 Modelo OLS com efeitos fixos por ano e por país.....	43
4.3 Substituição da variável dependente para Margem EBIT.....	45
5. Discussão dos Resultados.....	47
Conclusões.....	51
1. Conclusões Principais.....	51
2. Contribuições e Implicações Práticas.....	52
3. Limitações do Estudo.....	53
4. Sugestões para pesquisas futuras.....	54
Bibliografia.....	56
Apêndices.....	65
Apêndice I -Lista de empresas que compõem a amostra de pesquisa.....	65

Índice de Tabelas

Tabela 1- Descrição das variáveis utilizadas no estudo	33
Tabela 2-Estatística Descritiva das variáveis utilizadas na análise	35
Tabela 3-Matriz de Correlação das variáveis	37
Tabela 4- Resultados do Modelo de Regressão OLS com efeitos fixos por ano ..	39
Tabela 5- Resultados do Modelo de Regressão OLS sem efeitos fixos por ano...	42
Tabela 6- Resultados do Modelo de Regressão OLS com efeitos fixos por ano e por país.....	44
Tabela 7- Resultados dos Modelos OLS com diferentes especificações (variável dependente: Maregm EBIT).....	46
Tabela 8- Lista das empresas incluídas na amostra.....	66

Lista de Siglas

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

EBIT – *Earns Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earns Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EVA – *Economic Value Added*

GC – Governação Corporativa

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares*

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

TRBC – *Thomson Reuters Business Classification*

VIF – *Variance Inflation Factor*

Introdução

A governação corporativa tem sido amplamente reconhecida como um fator determinante para o desempenho financeiro das empresas, influenciando a sua transparência, eficiência operacional e capacidade de atração de investimento (Shleifer e Vishny, 1997; Claessens e Yurtoglu, 2013). Em setores dinâmicos e altamente competitivos, como o comércio a retalho de vestuário, práticas sólidas de governação assumem um papel estratégico, ao garantir o alinhamento dos interesses dos *stakeholders*, a sustentabilidade financeira e a capacidade de adaptação a um mercado em constante transformação (Gompers, Ishii e Metrick, 2003).

Este setor enfrenta desafios específicos, como a volatilidade da procura, a pressão por inovação constante, a digitalização acelerada e a crescente importância das práticas de sustentabilidade e responsabilidade social. Nos últimos anos, o movimento de *slow fashion* tem ganho destaque como uma alternativa sustentável ao modelo tradicional de produção em massa (Joy et al., 2012; Gazzola et al., 2020). Segundo estes autores, este paradigma tem motivado as empresas do setor a reverem os seus processos produtivos, adotando práticas mais transparentes, privilegiando matérias-primas de origem ecológica e incorporando princípios da economia circular, como a reutilização de recursos e a minimização do desperdício. Tais exigências reforçam a necessidade de conselhos de administração capazes de suportar decisões complexas e estratégicas, que equilibrem a *performance* financeira e o compromisso ambiental e social.

Apesar da sua relevância, a relação entre governação corporativa e desempenho financeiro permanece pouco explorada no contexto do comércio a retalho de vestuário, com a maioria dos estudos focados em setores mais

tradicionais como o financeiro, industrial e tecnológico (Bebchuk, Cohen & Ferrell, 2009; Black, Jang & Kim, 2006).

Neste sentido, o presente estudo tem como objetivo analisar a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas, medido por meio do ROA, no setor do comércio a retalho de vestuário. Com este trabalho, pretende-se, igualmente, preencher uma lacuna na literatura, fornecendo evidências empíricas sobre como a estrutura dos conselhos pode influenciar a rentabilidade das empresas num setor marcado por elevada complexidade, forte pressão competitiva e crescente relevância das práticas sustentáveis. Esta dissertação, assim, contribui para a compreensão do papel estratégico da governação corporativa num ambiente em que a adaptação, inovação e responsabilidade social são determinantes para o sucesso financeiro a longo prazo.

Revisão de Literatura

1. O setor do Comércio a Retalho de Vestuário

1.1 História

O setor do retalho de vestuário transformou-se profundamente ao longo dos séculos, impulsionado pela industrialização, globalização, digitalização e preocupações ambientais (Burns et al., 2016; Jin et al., 2020; Niinimäki, 2017). Kotler (2000) destaca o papel das mudanças no comportamento dos consumidores e nas estratégias de *marketing*. Levitt (1983) aponta a globalização como fator de uniformização dos mercados, enquanto Bauman (2000) e Castells (1996) sublinham o impacto das revoluções tecnológicas e sociais no consumo de moda.

A Revolução Industrial no século XVIII foi decisiva para a indústria têxtil, com tecnologias que aumentaram a produtividade e reduziram custos (Hobsbawm, 1999). Teares mecânicos e o modelo fabril permitiram produção em massa, tornando o vestuário acessível (Clark, 2007).

No século XIX, lojas de departamento como *Le Bon Marché* e *Harrods* revolucionaram o consumo ao permitir escolha direta de produtos, democratizando a moda (Miller, 1981; Williams, 1982). No início do século XX, o setor consolidou-se com marcas de pronto-a-vestir e cadeias especializadas. Abernathy et al. (1999) destacam o crescimento industrial da moda com cadeias de abastecimento mais eficientes. Após a Segunda Guerra Mundial, melhores condições económicas e materiais impulsionaram o consumo (McCracken, 1988), com destaque para retalhistas como a *Marks & Spencer* (Jackson & Shaw,

2001). Fine (1998) assinala que os avanços tecnológicos e materiais sintéticos reduziram custos e aumentaram a variedade.

Nas décadas de 1970 e 1980, o *fast fashion* revolucionou o retalho com respostas rápidas às preferências dos consumidores, substituindo coleções sazonais por lançamentos contínuos (Tokatli, 2008). A globalização levou à deslocalização da produção (Gereffi, 1999), enquanto grandes marcas passaram a focar-se em *design* e distribuição (Sturgeon, 2002). Barnes & Lea-Greenwood (2006) sublinham a importância da rapidez no mercado, acelerando o ciclo de consumo.

Contudo, o *fast fashion* trouxe desafios ambientais e sociais, como desperdício têxtil e más condições laborais (Bhardwaj & Fairhurst, 2010). Niinimäki et al. (2020) afirmam que a alta rotação aumentou o impacto ambiental, colocando a sustentabilidade no centro das atenções.

Recentemente, a digitalização provocou disrupções no setor. O comércio eletrónico mudou os hábitos de compra, aumentando a concorrência e reduzindo custos de transação (Brynjolfsson & Smith, 2000). Redes sociais aceleraram tendências e influenciaram o *marketing* (Pérez-Curiel & Luque-Ortiz, 2018). Inteligência artificial e personalização digital melhoraram a experiência online (Pantano et al., 2020).

A crescente preocupação ambiental impulsionou o *slow fashion*, promovendo consumo sustentável. Joy et al. (2012) e Gazzola et al. (2020) referem que marcas com práticas transparentes e materiais ecológicos ganham preferência, levando empresas a adotar estratégias de economia circular e modelos baseados em reutilização e reciclagem.

1.2 Contextualização

O setor de comércio de retalho de moda caracteriza-se por um elevado dinamismo e volatilidade, resultado da rápida mudança das preferências dos consumidores, do curto ciclo de vida dos produtos e das tendências sazonais periódicas que exigem a utilização de modelos que contribuam para a previsão eficiente das vendas e da procura (Giri & Chen, 2022). Segundo Gereffi & Frederick (2010), a globalização transformou o setor, tornando-o dependente de redes de produção dispersas e altamente especializadas, onde a eficiência logística e a capacidade de resposta são fatores-chave para a competitividade.

A volatilidade do setor deve-se, em grande parte, à sua sensibilidade ao ciclo económico. Bhardwaj & Fairhurst (2010) destacam que variações no rendimento disponível dos consumidores influenciam diretamente as vendas, tornando o setor particularmente vulnerável a recessões e oscilações na confiança do consumidor.

A digitalização tem sido uma das principais forças de transformação do setor. Brynjolfsson, Hu & Rahman (2013) argumentam que a ascensão do *e-commerce* e das estratégias omnicanal permitiram maior flexibilidade na experiência de compra, tornando fundamental a integração de plataformas físicas e digitais.

Com a crescente preocupação com a sustentabilidade, o setor enfrenta desafios adicionais. Niinimäki et al. (2020) defendem que a pressão regulatória e as mudanças nas preferências dos consumidores estão a obrigar as empresas a adotar modelos de economia circular e estratégias mais transparentes. Por sua vez, Caro & Martínez-de-Albéniz (2014) enfatizam a importância da flexibilidade nas operações de retalho, permitindo que as empresas ajustem rapidamente a produção e distribuição conforme as oscilações da procura.

2. Governação Corporativa

2.1 Conceito

O conceito de Governação Corporativa, devido à sua natureza multidisciplinar e ao facto de existirem diferentes países, culturas e disciplinas, tem variadas interpretações (Solomon, 2007). Do mesmo modo, Claessens & Yurtoglu (2013) e Tricker (1984) afirmam que as definições de governação corporativa variam de acordo com os objetivos e interesses das partes envolvidas. Aguilera & Jackson (2003) corroboram esta visão, afirmando que a GC é amplamente influenciada por fatores institucionais, económicos e culturais, o que dificulta a existência de uma definição universal.

A compreensão da governação corporativa como um sistema de mecanismos institucionais desenvolveu-se ao longo do tempo. Smith (1776) alertava para os potenciais conflitos de interesse em empresas com propriedade dispersa, nas quais os gestores não são necessariamente os proprietários. Mais tarde, Berle & Means (1932) aprofundaram esta problemática ao analisarem a separação entre a propriedade e o controlo nas grandes corporações. Zingales (1998), por sua vez, alargou esta abordagem, definindo a governação corporativa como o conjunto de mecanismos que regula a relação entre os diversos intervenientes na empresa, com destaque para a estrutura de propriedade, os incentivos aos gestores, as estratégias de aquisição, o papel dos conselhos de administração e a influência dos investidores institucionais na competitividade do mercado.

Por outro lado, Shleifer & Vishny (1997) analisam a GC sob a ótica dos investidores, considerando-a como o conjunto de mecanismos que assegura que os financiadores das empresas obtêm retorno sobre o seu investimento. Ambos os autores abordam a GC a partir das relações entre os agentes internos e externos da empresa, evidenciando a necessidade de alinhamento de interesses.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (1999) apresenta uma definição institucional e processual, destacando a GC como o sistema que organiza a gestão e o controlo das empresas. Este sistema define a distribuição de direitos e responsabilidades entre gestores, conselhos de administração, acionistas e outros *stakeholders*, enquanto estabelece os objetivos empresariais, os meios para os alcançar e os mecanismos de monitorização do desempenho. Esta perspetiva amplia o conceito, integrando elementos de governação estratégica e organizacional. Oman (2001) amplia a abordagem ao incluir as instituições públicas e privadas, leis, regulamentos e práticas empresariais como elementos estruturantes da GC. A sua definição reforça a relevância do quadro legal e regulatório na governação corporativa, ligando-a aos fatores externos que influenciam a relação entre gestores e *stakeholders*.

Por fim, La Porta, Silanes & Shleifer (2000, 2002) centram-se nos mecanismos de proteção dos investidores externos (acionistas) em relação aos gestores internos. Esta abordagem sublinha a importância de um sistema de GC robusto para minimizar conflitos de interesse e garantir a equidade na relação entre diferentes grupos de participantes.

Assim, as diferentes perspetivas convergem ao enfatizar que a GC é um sistema multifacetado, com foco na relação entre gestores, investidores e *stakeholders*, sendo essencial para a eficiência e sustentabilidade das empresas.

2.2 Enquadramento Conceptual

O enquadramento conceptual deste estudo articula perspetivas oriundas da teoria da agência, centrada na maximização dos interesses dos acionistas, da teoria dos *stakeholders*, que privilegia a promoção de benefícios para todas as partes interessadas, e da teoria da *stewardship*, que sublinha a relevância do compromisso dos indivíduos com os objetivos estratégicos da organização.

2.2.1 Teoria da Agência

A teoria da agência surgiu com o intuito de explicar os desafios presentes nas relações entre acionistas e gestores, particularmente quando existem assimetrias de informação e interesses divergentes. Esta abordagem procura formas de alinhar os objetivos de ambas as partes, minimizando os chamados custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).

Esta teoria explica a interrelação entre o principal (proprietário) e o agente (gestor). Segundo Grundei (2008), a principal questão desta teoria é que o principal e o agente procuram interesses conflitantes, podendo os segundos tirar proveito dessa situação e terem comportamentos oportunistas. Quando os agentes agem de forma oportunista e os interesses entre principal e agente divergem, os custos de agência (custos de os principais monitorizarem os agentes e garantirem que os interesses de ambas as partes estão alinhados (Jensen Meckling, 1976)) são suportados pelos proprietários (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). A teoria da agência procura estabelecer a estrutura adequada numa corporação para evitar conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores. Para minimizar os custos de agência, esta teoria sugere dois esquemas importantes: o esquema de compensação e a estrutura de governação (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

O impacto da teoria da agência no estudo de GC pode ser observado na análise de duas questões principais: como a composição do conselho de administração influencia o desempenho da empresa e como a estrutura de liderança da corporação afeta o desempenho da empresa (Nicholson & Kiel, 2007). De acordo com a teoria da agência, quando o CEO também assume o papel de presidente do conselho, o gestor tenderá a agir em benefício dos seus próprios interesses, em vez de atuar em prol dos proprietários. Como consequência, o desempenho da empresa será reduzido (Donaldson & Davis, 1991). A teoria da agência defende que uma proporção significativa de

administradores externos/independentes será capaz de controlar quaisquer ações autointeressadas dos gestores (Nicholson & Kiel, 2007). Como resultado desse controle, os custos de agência serão menores e o desempenho da empresa será maior.

2.2.2 Teoria dos *Stakeholders*

A Teoria dos *Stakeholders*, originalmente proposta por Freeman (1984), apresenta uma abordagem alternativa à visão predominante do primado dos acionistas, enfatizando que as organizações devem atender às necessidades de um conjunto mais amplo de partes interessadas além dos proprietários de capital. *Stakeholders* são definidos como qualquer grupo ou pessoa que tenha a capacidade de influenciar ou ser impactado pelo alcance dos objetivos de uma organização (Freeman, 1984). Este conceito desloca o foco exclusivamente financeiro para um modelo em que diferentes interesses são, também, levados em consideração, isto é, as empresas devem considerar os interesses de uma ampla gama de partes interessadas, incluindo acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais e o meio ambiente (Freeman, 1984).

A teoria dos *stakeholders* baseia-se na ideia de que as organizações não operam isoladamente, mas estão integradas num sistema de relações que devem ser geridas estrategicamente. Donaldson & Preston (1995) destacam que ao priorizar o envolvimento com os *stakeholders* e ao incluir as suas expectativas nas decisões estratégicas, a empresa pode construir relações de confiança e criar valor para todos os envolvidos. Para isso, a composição do CA e os processos de tomada de decisão devem refletir uma visão ampla, que vá além dos interesses dos acionistas (Freeman, 1984; Donaldson & Preston, 1995). A inclusão de representantes de diferentes grupos de *stakeholders* no conselho é frequentemente citada como uma prática que promove maior inclusão e transparência (Hillman & Dalziel, 2003; Adams & Ferreira, 2009; OCDE, 2015).

2.2.3 Teoria da *Stewardship*

A teoria da *stewardship* desafia os pressupostos fundamentais da teoria da agência, que retrata os gestores como agentes motivados predominantemente por interesses próprios e por incentivos económicos. Em contraste, a teoria da *stewardship* sugere que os gestores (*stewards*) atuam em benefício da organização e dos seus *stakeholders*, com motivações que incluem fatores psicológicos, sociológicos e culturais (Donaldson & Davis, 1991). Em vez de presumir que os gestores procuram maximizar os seus próprios ganhos financeiros, esta teoria sustenta que estes são intrinsecamente motivados a trabalhar para alcançar os objetivos da organização, contribuindo para o sucesso da entidade (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

De acordo com Muth & Donaldson (1998), o ganho financeiro não é o único motor do comportamento dos gestores, existem outros fatores, como a realização pessoal, o reconhecimento e o desejo de construir uma carreira sólida, desempenham papéis significativos. Além disso, os gestores precisam de alguma discricionariedade para tomar decisões informadas e eficazes. Neste contexto, a separação entre propriedade e controlo, frequentemente vista como uma fragilidade na teoria da agência, é reinterpretada como uma força pela teoria da *stewardship*, que considera os gestores como indivíduos confiáveis, cujas ações tendem a alinhar-se com os interesses organizacionais (Davis et al., 1997).

Segundo esta teoria, a composição do conselho de administração deve incluir membros que compartilhem os valores da organização e compreendam a sua visão a longo prazo. Nesse contexto, a presença de gestores no CA é considerada benéfica, pois promove um alinhamento direto entre a governação e a execução de estratégias organizacionais. Em termos de estrutura de liderança, a teoria da *stewardship* sugere que a dualidade de funções em que o CEO também assume o papel de presidente do conselho pode ser vantajosa.

Esta combinação permite uma liderança mais coesa e orientada para os objetivos estratégicos, reduzindo a fragmentação na tomada de decisões (Donaldson & Davis, 1991).

3. A relação entre Governança Corporativa e o Desempenho Financeiro: Setor do Retalho de Vestuário

3.1 Desempenho Financeiro

De acordo com Richard et al. (2009), o desempenho financeiro refere-se à capacidade de uma empresa gerar lucro e criar valor económico a partir dos seus recursos e operações. Segundo Ross, Westerfield & Jaffe (2015) é um conceito amplo, medido por uma combinação de indicadores que avaliam a rentabilidade, eficiência, liquidez e valorização no mercado.

3.2 Relação entre GC e Desempenho Financeiro

As implementações de sistemas de GC eficientes asseguram a utilização otimizada dos recursos organizacionais, promovendo a eficiência operacional e atraindo investidores comprometidos com a obtenção de retornos sustentáveis (Shleifer & Vishny, 1997).

Entre os vários elementos que compõem as práticas de GC, os indicadores: *Board Size* (Tamanho do Conselho), *Board Independence* (Independência do Conselho) e *CEO Duality* (Dualidade do CEO) são utilizados para avaliar o impacto na *performance* corporativa (Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993;

Yermack, 1996; Coles, Daniel & Naveen, 2008; Bhagat & Bolton, 2008). Este estudo foca-se na variável do *Board Size*.

3.2.1 *Board Size*

O Conselho de Administração (CA) desempenha um papel essencial na GC de uma empresa, atuando como o órgão responsável pela supervisão das atividades de gestão, formulação de estratégias e proteção dos interesses dos acionistas (Tricker, 2015).

De acordo com a teoria da agência, o conselho transmite objetivos e interesses dos proprietários aos gestores e supervisiona as suas atividades para controlar os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Além disso, a Teoria afirma que existem diversas razões possíveis para o fracasso dos gestores em alcançar um bom desempenho, incluindo a falta de conhecimento e informação (Jensen & Meckling, 1976).

Com a presença de um conselho, essas limitações podem ser atenuadas, isto é, os custos de agência podem diminuir, uma vez que os membros do conselho podem fornecer competências especializadas, resultando numa supervisão mais eficiente da gestão e, conseqüentemente, num melhor desempenho da empresa. Além disso, um conselho de maior dimensão pode oferecer maior supervisão sobre a gestão e conhecimento especializado (Fama & Jensen, 1983).

3.2.2 *Board Size* e Desempenho Financeiro: Desenvolvimento da Hipótese

Estudos de Yermack (1996) mostram que o tamanho do conselho de administração (*Board Size*) está diretamente relacionado com o retorno sobre ativos (ROA), que mede a eficiência da empresa em gerar lucros a partir dos seus ativos.

No setor do comércio a retalho de vestuário, caracterizado por elevada volatilidade, ciclos de produto curtos e necessidade constante de adaptação estratégica, o tamanho do conselho de administração (*Board Size*) assume um papel crítico na eficiência da tomada de decisão e, conseqüentemente, no desempenho financeiro (Coles, Daniel & Naveen, 2008; Diligent Insights, 2017, 2020).

Estudos como os de Yermack (1996) demonstram que conselhos menores tendem a favorecer um maior retorno sobre ativos (ROA), promovendo maior agilidade, foco estratégico e redução de ineficiências operacionais, aspetos essenciais num setor altamente dinâmico e competitivo, como o setor alvo de análise. No entanto, Coles, Daniel & Naveen (2008) argumentam que, em empresas de grande porte e elevada complexidade operacional, conselhos mais numerosos podem oferecer uma diversidade de competências e uma supervisão mais robusta, contribuindo para a estabilidade do desempenho financeiro. Assim, no setor em análise, a relação entre *Board Size* e desempenho financeiro tende a ser negativa em empresas de menor porte ou com operações menos complexas, beneficiando de estruturas mais enxutas e ágeis. Contudo, em grandes grupos multinacionais, um conselho de maior dimensão, quando adequadamente estruturado, pode apoiar a gestão estratégica e contribuir para a manutenção de um ROA consistente.

Hipótese: O tamanho do Conselho de Administração está negativamente associado ao desempenho financeiro.

Metodologia

1. Amostra

A amostra deste estudo é composta por 51 empresas com sede em diferentes países à escala global, nomeadamente: Austrália, Brasil, Canadá, Chile, França, Alemanha, Hong Kong, Índia, Itália, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Nova Zelândia, Polónia, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos da América.

A classificação utilizada neste estudo para identificar e agrupar as empresas da amostra baseia-se no sistema *Thomson Reuters Business Classification* (TRBC), um dos sistemas de segmentação setorial mais amplamente utilizados em contexto académico e financeiro. O TRBC organiza as empresas segundo a sua atividade principal, por meio de uma hierarquia composta por cinco níveis: setor económico, setor de negócio, grupo industrial, indústria e atividade económica específica.

As empresas selecionadas pertencem à categoria *"Apparel and Accessories Retailers"*, inserida no nível de atividade (*"Activity Name"*) da hierarquia TRBC. Esta atividade integra o grupo industrial *"Specialty Retailers"*, pertencente ao setor *"Retailers"*, dentro do setor económico mais amplo *"Consumer Cyclicals"*. A categoria *"Apparel and Accessories Retailers"* inclui empresas cuja atividade principal consiste na comercialização de vestuário, calçado e acessórios de moda diretamente ao consumidor final, quer por meio de lojas físicas, quer por meio de plataformas de comércio eletrónico ou modelos híbridos. Este setor caracteriza-se por elevada competitividade e rápida mutação de preferências, o que reforça a importância da governação corporativa como mecanismo de orientação estratégica e de adaptação às exigências do mercado.

A utilização desta classificação permite garantir a homogeneidade setorial da amostra, ao mesmo tempo que assegura a comparabilidade entre empresas que, apesar de operarem em geografias distintas, partilham o mesmo foco comercial e desafios estruturais. A opção pelo TRBC resulta ainda da sua elevada granularidade e atualidade, sendo amplamente adotado em plataformas financeiras e estudos empíricos para efeitos de segmentação de mercado.

Além do critério de pertença à categoria “*Apparel and Accessories Retailers*”, a escolha considerou a disponibilidade de dados financeiros e operacionais, tendo sido analisadas num período temporal de 10 anos, de 2014 a 2023.

A base de dados foi extraída da plataforma *Refinitiv Eikon* e, posteriormente, tratada em *Excel*. Numa primeira fase, foram excluídas todas as observações com dados em falta. De seguida, as variáveis foram calculadas de forma isolada para cada empresa, assegurando o correto apuramento dos indicadores financeiros e de governação. Após este processo, a amostra totalizou 51 empresas com 476 observações.

2. Modelo de Regressão com Dados em Painel

Neste estudo, aplicamos o Modelo de Regressão com Dados em Painel, o que nos permite controlar variáveis não observáveis ou não mensuráveis que poderiam afetar a análise em dados de secção transversal ou séries temporais. Wooldridge (2012) salienta que os modelos de regressão são instrumentos essenciais para analisar como uma variável influencia outra, permitindo estimar relações estatísticas com base em dados observacionais.

A utilização de dados em painel possibilita a inclusão de diferentes períodos de análise e várias empresas selecionadas, proporcionando uma visão mais abrangente e robusta. Esta técnica expande o nosso método empírico,

permitindo uma análise mais detalhada do impacto da governação corporativa no desempenho financeiro de empresas da subindústria "*Apparel Retail*".

A abordagem adotada é quantitativa, focando-se na análise da relação entre o Tamanho do Conselho de Administração (*Board Size*) e a *Performance Financeira*, medida pelo ROA.

Neste estudo, a estimativa dos coeficientes do modelo de regressão com dados em painel é realizada por meio do método OLS, amplamente utilizado na literatura econométrica devido à sua eficácia e simplicidade, desde que certas condições sejam cumpridas (Wooldridge, 2020). Conforme referido por Gujarati e Porter (2021), o OLS revela-se apropriado para modelar relações lineares entre variáveis, assumindo que os pressupostos fundamentais do modelo clássico são respeitados, nomeadamente a exogeneidade dos regressores, a homocedasticidade dos erros e a inexistência de multicolinearidade perfeita.

A abordagem adotada segue o modelo OLS tendo em consideração as características específicas da amostra em estudo. A opção por este modelo encontra suporte na literatura, tendo sido igualmente adotada em estudos relevantes que analisam a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das empresas, nomeadamente Adams & Ferreira (2009), Guest (2009) e Coles, Daniel & Naveen (2008).

3. Variáveis

As variáveis utilizadas foram extraídas por meio do programa *Refinitiv Eikon* para *Excel*, tendo posteriormente sido efetuado o tratamento e organização da base de dados de modo a permitir a sua adequada introdução e análise no software estatístico *Stata*.

3.1 Variável Dependente

Neste estudo, a variável dependente corresponde a métricas utilizadas para mensurar o desempenho financeiro das empresas. O desempenho financeiro pode ser medida por várias variáveis, através do ROA, do ROE, do *Earnings per Share*, Margem EBIT e Margem EBITDA (*Earns Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Para além das variáveis referidas acima, na literatura académica existe uma ampla discussão sobre qual o indicador mais adequado para medir o desempenho financeiro das empresas, sendo o ROA e o EVA dois dos mais amplamente utilizados (Stewart, 1991; Biddle, Bowen & Wallace, 1997; Grant, 1996). O ROA é frequentemente preferido devido à sua simplicidade, facilidade de comparação entre empresas e capacidade de medir a eficiência operacional sem influências diretas da estrutura de capital (Yermack, 1996; Core, Holthausen & Larcker, 1999). Por outro lado, o EVA é defendido como uma métrica mais precisa para avaliar a criação de valor económico, pois considera o custo do capital e foca-se no retorno gerado para os acionistas (Stewart, 1991; Stern, Stewart & Chew, 1995). No entanto, o cálculo do EVA exige ajustes contabilísticos mais complexos, tornando a sua aplicação menos direta em estudos empíricos (Biddle, Bowen & Wallace, 1997). Dessa forma, a escolha do indicador depende do objetivo da análise.

Deste modo, utilizamos o ROA como principal variável dependente para medir o desempenho financeiro das empresas, seguindo a abordagem de Eisenberg, Sundgren & Wells (1998). Estes autores utilizaram o ROA para avaliar o impacto do tamanho do conselho de administração (*Board Size*) no desempenho financeiro, destacando a sua relevância como métrica de eficiência operacional.

Para assegurar a robustez dos resultados, será também utilizada uma segunda variável dependente: a Margem EBIT, uma vez que esta métrica apresenta vantagens significativas. Em particular, ao excluir os efeitos das

diferentes estruturas de capital e das taxas de imposto, o EBIT permite uma avaliação mais precisa da rentabilidade operacional das empresas. Esta característica torna-o especialmente útil para comparações entre empresas, ao focar-se exclusivamente na capacidade de a entidade gerar lucros por meio da sua atividade operacional (Palepu & Healy, 2013).

3.2 Variável Independente

Em alinhamento com o estudo de Yermack (1996), o tamanho do CA é utilizado nesta dissertação como variável independente. O autor demonstrou que conselhos de administração mais pequenos estão associados a um melhor desempenho empresarial, pelo que se pretende verificar se esta relação se confirma no contexto em análise.

3.3 Variáveis de Controlo

Para além das variáveis anteriormente mencionadas, este estudo utiliza também como variáveis de controlo: a alavancagem financeira, o tamanho da empresa, o crescimento da receita, a liquidez corrente e a tangibilidade. Abaixo, apresentamos a Tabela 1 que contempla todas as variáveis que serão utilizadas no presente estudo, bem como as respetivas definições, formas de cálculo e a relação esperada entre estas variáveis e o desempenho financeiro.

Variável	Fórmula de Cálculo	Legenda	Definição operacional	Relação Esperada com Desempenho Financeiro
ROA	$\frac{LL_{i,t}}{AT_{i,t}}$	$LL_{i,t}$ - Resultado Líquido da empresa i no ano t $AT_{i,t}$ - Ativos Totais Médios da empresa i no ano t	O ROA é igual à soma do lucro líquido antes dos dividendos preferenciais com os juros da dívida (descontados os juros capitalizados), ajustando pelo imposto de renda. Depois, é dividido pela média dos ativos totais do ano anterior e do ano atual.	-
Margem EBIT	$\frac{EBIT_{i,t}}{LL_{i,t}}$	$EBIT_{i,t}$ - EBIT da empresa i no ano t $LL_{i,t}$ - Lucro Líquido da empresa i no ano t	A Margem EBIT é a percentagem da receita líquida que representa o lucro operacional antes de juros e impostos.	-
Tamanho do CA	Total de membros no CA	-	O número total de membros do conselho de administração no final do ano fiscal.	Negativa. Segundo Yermack (1996), CA menores são mais eficientes.
Alavancagem Financeira	$\frac{DT_{i,t}}{AT_{i,t}}$	$DT_{i,t}$ - Dívida Total da empresa i no ano t $AT_{i,t}$ - Ativos Totais da empresa i no ano t	A alavancagem financeira é o uso de capital de terceiros para potencializar o retorno sobre o capital próprio investido.	Negativa. Segundo Abor (2005), existe uma relação negativa entre a dívida de longo prazo e o ROA.
Tamanho da Empresa	$Log(AT_{i,t})$	$AT_{i,t}$ - Ativos Totais da empresa i no ano t	O tamanho da empresa é definido como o logaritmo dos ativos totais da empresa.	Positiva. Segundo, Rajan & Zingales (1995) empresas maiores têm vantagens competitivas, o que tende a impactar positivamente a rentabilidade.
Crescimento das Vendas	$\frac{VN_{i,t} - VN_{i,t-1}}{VN_{i,t-1}}$	$VN_{i,t}$ - Volume de Negócios da empresa i no ano t $VN_{i,t-1}$ - Volume de Negócios da empresa i no ano t-1	O crescimento das vendas é definido como a variação percentual das receitas de vendas de uma empresa em relação ao período anterior.	Positiva. Penrose (1959) defende que o crescimento sustentável permite melhor aproveitamento dos recursos e aumento da rentabilidade.
Liquidez Corrente	$\frac{AC_{i,t}}{PC_{i,t}}$	$AC_{i,t}$ - Ativo Corrente da empresa i no ano t $PC_{i,t}$ - Passivo Corrente da empresa i no ano t	A liquidez corrente é definida como a relação entre o ativo circulante e o passivo circulante de uma empresa.	Positiva. Emery, Finnerty & Stowe (2004) afirmam que uma boa liquidez reduz o risco financeiro e melhora a eficiência operacional.
Tangibilidade	$\frac{AFT_{i,t}}{AT_{i,t}}$	$AFT_{i,t}$ - Ativos Fixos Tangíveis da empresa i no ano t $AT_{i,t}$ - Ativos Totais da empresa i no ano t	A tangibilidade é definida como a proporção dos ativos tangíveis em relação ao total dos ativos da empresa.	Negativa. Yendra (2024), em setores orientados para o consumidor, o desempenho financeiro está cada vez mais associado à eficácia do <i>marketing</i> digital, incluindo a presença online e a capacidade de atrair e reter clientes digitalmente, o que com ativos físicos.

Tabela 1: Descrição das variáveis utilizadas no estudo

A tabela 1 apresenta a lista de variáveis incluídas no modelo empírico, acompanhadas da respetiva fórmula de cálculo, definição operacional, e relação esperada com o desempenho financeiro das empresas, medido pelo Return on Assets (ROA), no modelo principal e pela margem EBIT no modelo secundário.

4. Formulação do Modelo de Regressão

Com base na revisão da literatura e nos objetivos do presente estudo, definiu-se um modelo de regressão que permite analisar a relação entre as práticas de governação corporativa e o desempenho financeiro das empresas do setor do comércio a retalho de vestuário. O modelo principal tem como variável dependente o *Return on Assets* (ROA), enquanto que o modelo secundário utiliza como variável dependente a margem EBIT. As fórmulas apresentadas a seguir incorporam as variáveis independentes, bem como as variáveis de controlo, permitindo testar as hipóteses formuladas e identificar o impacto de cada fator no desempenho financeiro das empresas, por meio das duas métricas referidas. A descrição das variáveis presentes nas fórmulas 1 e 2 encontra-se detalhada na Tabela 1.

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & y_0 + y_1 \text{ConselhoAdministração}_{it} + y_2 \text{AlavancagemFinanceira}_{it} \\ & + y_3 \text{TamanhoEmpresa}_{it} + y_4 \text{CrescimentoVendas}_{it} \\ & + y_5 \text{LiquidezCorrente}_{it} + y_6 \text{Tangibilidade}_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} MargemEBIT_{it} = & y_0 + y_1 \text{ConselhoAdministração}_{it} + y_2 \text{AlavancagemFinanceira}_{it} \\ & + y_3 \text{TamanhoEmpresa}_{it} + y_4 \text{CrescimentoVendas}_{it} \\ & + y_5 \text{LiquidezCorrente}_{it} + y_6 \text{Tangibilidade}_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

Resultados

1. Estatística Descritiva

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no presente estudo.

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
(1) ROA	0.074	0.092	-0.279	0.326
(2) Tamanho do Conselho Administração	8.751	2.492	2.000	15.000
(3) Alavancagem Financeira	0.646	0.849	0.000	5.508
(4) Tamanho da empresa	9.116	0.610	7.733	10.515
(5) Crescimento das vendas	0.087	0.283	-0.442	1.797
(6) Liquidez Corrente	2.061	1.123	0.756	6.633
(7) Tangibilidade	0.430	0.138	0.160	0.774

Tabela 2: Estatística Descritiva das Variáveis Utilizadas na Análise

A tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo de regressão. São apresentados os valores da média, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo para cada variável da amostra composta por 476 observações (empresas-ano).

Verifica-se que a variável dependente, ROA, apresenta uma média de 7,4% e um desvio padrão de 9,2%, com valores que oscilam entre -27,9% e 32,6%, refletindo uma variação significativa no desempenho financeiro das empresas analisadas.

A variável independente, o tamanho do CA, evidencia uma média de 8,75 membros, com um desvio padrão de 2,49, situando-se entre um mínimo de 2 e um máximo de 15 membros. Estes valores indicam que a estrutura de governação difere substancialmente entre as empresas incluídas no estudo. Relativamente às variáveis de controlo, a alavancagem financeira apresenta uma média de 0,646 e uma dispersão considerável (desvio padrão de 0,849), com valores entre 0 e 5,51, revelando disparidades significativas na estrutura de

capital adotada pelas empresas. O tamanho da empresa, medido através do logaritmo dos ativos totais, apresenta uma média de 9,116 e um desvio padrão de 0,610, com valores entre 7,733 e 10,515, refletindo variações na dimensão das entidades analisadas.

No que respeita ao crescimento das vendas apresenta uma média de 8,7%, mas com uma elevada variabilidade (desvio padrão de 28,3%), sendo observados valores extremos entre -44,2% e 179,7%, o que evidencia flutuações relevantes no desempenho comercial anual das empresas. A liquidez corrente apresenta uma média de 2,061, com um desvio padrão de 1,123, e varia entre 0,756 e 6,633, demonstrando que, em média, as empresas dispõem de ativos circulantes suficientes para satisfazer as suas obrigações de curto prazo. Por fim, a tangibilidade dos ativos apresenta uma média de 0,430 e um desvio padrão de 0,138, com valores mínimos e máximos de 0,160 e 0,774, respetivamente, indicando que, em média, cerca de 43% dos ativos totais das empresas são compostos por ativos fixos tangíveis. Estes resultados demonstram que a amostra analisada é composta por empresas com características financeiras e operacionais bastante heterogéneas, o que justifica a utilização de um modelo econométrico robusto para captar as dinâmicas entre as variáveis estudadas.

2. Correlação das variáveis

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis incluídas no modelo, bem como os valores do *Variance Inflation Factor* (VIF), utilizados para avaliar a presença de multicolinearidade.

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	VIF
(1) ROA	1.000							-
(2) Tamanho do CA	0.150	1.000						1.574
(3) Alavancagem Financeira	-0.327	-0.003	1.000					1.423
(4) Tamanho da empresa	0.049	0.275	0.109	1.000				1.151
(5) Crescimento das vendas	0.156	0.005	-0.050	-0.037	1.000			1.146
(6) Liquidez Corrente	0.278	-0.203	-0.344	-0.209	-0.078	1.000		1.118
(7) Tangibilidade	-0.303	0.147	0.153	0.230	-0.122	-0.497	1.000	1.052

Tabela 3: Matriz de Correlação entre as variáveis do modelo de regressão.

A diagonal superior mostra os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis: (1) ROA, (2) Tamanho do Conselho de Administração, (3) Alavancagem Financeira, (4) Tamanho da Empresa, (5) Crescimento das Vendas, (6) Liquidez Corrente e (7) Tangibilidade. A última coluna apresenta os valores do Fator de Inflação da Variância (VIF), utilizados para verificar a presença de multicolinearidade entre os regressores. Todos os coeficientes de correlação sugerem ausência de multicolinearidade significativa.

A matriz de correlação entre as variáveis em estudo permite observar relações lineares preliminares, importantes para compreender a estrutura dos dados e avaliar possíveis problemas de multicolinearidade. A variável dependente, o ROA, apresenta uma correlação positiva com o tamanho do conselho de administração (0,150), o crescimento das vendas (0,156) e a liquidez corrente (0,278), ainda que estas relações sejam de fraca a moderada intensidade. Estes resultados indicam que, de forma geral, empresas com conselhos de administração maiores, maior liquidez e maior dinamismo comercial tendem a apresentar melhor desempenho financeiro.

Por outro lado, verifica-se uma correlação negativa entre o ROA e a alavancagem financeira (-0,327) e a tangibilidade dos ativos (-0,303), sugerindo que níveis mais elevados de endividamento e maior proporção de ativos tangíveis estão associados a uma menor rentabilidade.

No que respeita à multicolinearidade, os resultados do fator de inflação da variância (VIF) indicam que não há evidências de colinearidade severa entre as variáveis explicativas do modelo. De acordo com Wooldridge (2012), embora a multicolinearidade não viole os pressupostos da estimativa por OLS, pode aumentar significativamente os erros padrão das estimativas, reduzindo a sua

precisão e dificultando a identificação do efeito isolado de cada variável. Assim, os valores obtidos sugerem que a multicolinearidade não compromete a fiabilidade das estimativas produzidas pela regressão.

3. Análise de Regressão

A Tabela 4 apresenta os coeficientes estimados para os três modelos de regressão OLS aplicados ao painel de dados da amostra, variando conforme a inclusão de efeitos fixos por ano e por país. A variável dependente é o desempenho financeiro, medido pelo ROA, sendo testada a relação com o tamanho do CA e um conjunto de variáveis de controlo relacionadas com a estrutura financeira e operacional das empresas.

Variáveis	OLS com efeitos fixos por ano
(1) Constante	-0.050 (0.060)
(2) Tamanho do CA	0.007 (0.002)***
(3) Alavancagem Financeira	-0.025 (0.005)***
(4) Tamanho da Empresa	0.015 (0.006)**
(5) Crescimento das vendas	0.035 (0.014)**
(6) Liquidez Corrente	0.010 (0.004)**
(7) Tangibilidade	-0.132 (0.033)***
Observações	476
R ²	0.258
p-valor	0.000
Teste F	10.664

Tabela 4- Resultados do Modelo de Regressão OLS com efeitos fixos por ano

*Esta tabela apresenta os resultados da regressão linear com efeitos fixos por ano, tendo como variável dependente o desempenho financeiro da empresa (medido por meio do ROA). As variáveis incluem: Tamanho do CA, Alavancagem Financeira, Tamanho da Empresa, Crescimento das Vendas, Liquidez Corrente e Tangibilidade dos activos. Os erros padrão robustos são apresentados entre parêntesis. Os níveis de significância estatística estão indicados por: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.*

Em primeiro lugar, é importante referir que, com o objetivo de mitigar a influência de valores extremos e distorções estatísticas, todas as variáveis contínuas utilizadas nos modelos foram *winsorizadas* ao nível de 1% em ambas as caudas da distribuição. Esta técnica consiste na substituição dos valores abaixo do 1.º percentil pelo valor correspondente a esse percentil, e dos valores acima do 99.º percentil pelo valor do 99.º percentil, permitindo preservar a estrutura dos dados enquanto se reduz o impacto de *outliers*. A aplicação deste procedimento contribui para a robustez dos resultados, assegurando que os coeficientes estimados não são influenciados de forma desproporcional por

observações extremas que poderiam enviesar as conclusões da análise Wooldridge (2012).

Em todos os modelos, o tamanho do conselho de administração apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando que conselhos de maior dimensão estão positivamente associados ao desempenho financeiro das empresas. Este resultado é robusto à inclusão de efeitos fixos temporais e geográficos, sugerindo que, no contexto analisado, conselhos mais numerosos podem contribuir para uma melhor supervisão e tomada de decisão estratégica, contrariando a hipótese de que conselhos maiores conduzem a ineficiência, ou seja, a hipótese inicial.

A alavancagem financeira mostra-se negativamente associada ao ROA, com elevada significância estatística ($p < 0,01$) em todos os modelos. O coeficiente varia entre -0,024 e -0,027, reforçando que estruturas de capital mais dependentes de dívida estão relacionadas com menor rentabilidade, em conformidade com os pressupostos teóricos da teoria do *trade-off*. O tamanho da empresa, medido pelo logaritmo dos ativos, apresenta uma relação positiva e significativa com o desempenho financeiro em todos os modelos, embora com menor magnitude. O efeito mantém-se mesmo com a inclusão de efeitos fixos por país, sugerindo que empresas maiores tendem, em média, a apresentar melhor rentabilidade, possivelmente devido a economias de escala ou maior poder de mercado.

O crescimento das vendas revela-se consistentemente positivo e estatisticamente significativo ($p < 0,05$ ou $p < 0,01$), com coeficientes próximos de 0,04. Este resultado evidencia que o dinamismo comercial está fortemente associado à rentabilidade das empresas do setor. A liquidez corrente também apresenta uma relação positiva e significativa com o ROA, embora com coeficientes de menor magnitude (por volta de 0,01). Este resultado indica que a capacidade das empresas de cumprir com as suas obrigações de curto prazo

está ligeiramente associada a um melhor desempenho financeiro. A tangibilidade dos ativos revela uma relação negativa e estatisticamente significativa nos dois primeiros modelos, com coeficientes entre -0,132 e -0,156. No modelo com efeitos fixos por país, o coeficiente mantém-se negativo, mas perde significância estatística. Esta perda de significância pode dever-se à menor variabilidade entre países ou a efeitos específicos deste setor em diferentes geografias. A interpretação, contudo, permanece coerente com a literatura que aponta que ativos tangíveis, por serem menos flexíveis, podem reduzir a rentabilidade operacional.

O número de observações mantém-se constante nos três modelos (476), permitindo comparações diretas. A inclusão de efeitos fixos por ano melhora o controlo por variáveis não observadas que possam interferir na relação entre as variáveis explicativas e o desempenho financeiro, reforçando a solidez das evidências empíricas encontradas.

4. Testes de Robustez

Com o objetivo de verificar a fiabilidade e consistência dos resultados obtidos no modelo principal, foram realizados três testes de robustez. O primeiro consistiu na estimação de um modelo OLS simples, sem inclusão de efeitos fixos, permitindo aferir se os resultados são sensíveis à ausência de controlo por heterogeneidade entre países e ao longo do tempo. O segundo teste reestimou o modelo principal recorrendo a OLS com efeitos fixos por país e por ano, de forma a controlar por fatores inobserváveis que possam influenciar simultaneamente a variável independente, as variáveis de controlo e

a variável dependente. Por fim, o terceiro teste consistiu na substituição da variável dependente principal, o ROA, por uma variável secundária, a margem EBIT, com o intuito de avaliar se os resultados se mantêm robustos face a diferentes medidas de desempenho financeiro.

4.1 Modelo OLS Simples (sem efeitos fixos)

A Tabela 5 apresenta os resultados do teste de robustez realizado por meio da estimação do modelo OLS sem inclusão de efeitos fixos, com o objetivo de verificar se os resultados principais se mantêm consistentes na ausência de controlo por heterogeneidade entre países e ao longo do tempo.

Variáveis	OLS sem efeitos fixos por ano
(1) Constante	-0.059 (0.059)
(2) Tamanho do CA	0.007 (0.002)***
(3) Alavancagem Financeira	-0.027 (0.005)***
(4) Tamanho da Empresa	0.015 (0.006)**
(5) Crescimento das vendas	0.040 (0.013)***
(6) Liquidez Corrente	0.011 (0.004)***
(7) Tangibilidade	-0.156 (0.032)***
Observações	476
R ²	0.237
p-valor	0.000
Teste F	24.310

Tabela 5- Resultados do Modelo de Regressão OLS sem efeitos fixos por ano

*Esta tabela apresenta os resultados da regressão linear sem efeitos fixos por ano, tendo como variável dependente o desempenho financeiro da empresa (medido por meio do ROA). As variáveis incluem: Tamanho do CA, Alavancagem Financeira, Tamanho da Empresa, Crescimento das Vendas, Liquidez Corrente e Tangibilidade dos activos. Os erros padrão robustos são apresentados entre parêntesis. Os níveis de significância estatística estão indicados por: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.*

O modelo é estatisticamente significativo, com um valor do teste F de 24.310 e um p-valor de 0.000. O coeficiente de determinação (R^2) é de 0.237, e o número de observações é 476. Para além disso, verifica-se uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a variável dependente, com um coeficiente de 0.007, significativo ao nível de 1%. A alavancagem financeira apresenta uma relação negativa, com um coeficiente de -0.027, também significativo ao nível de 1%. O tamanho da empresa está positivamente relacionado com a variável dependente, com um coeficiente de 0.015, significativo ao nível de 5%. O crescimento das vendas evidencia uma relação positiva, com um coeficiente de 0.040, significativo ao nível de 1%. A liquidez corrente apresenta uma relação positiva (coeficiente de 0.011), significativa ao nível de 1%. A tangibilidade revela uma relação negativa com a variável dependente, com um coeficiente de -0.156, também significativo ao nível de 1%.

4.2 Modelo OLS com efeitos fixos por ano e por país

A Tabela 6 apresenta os resultados do teste de robustez realizado através da estimação do modelo OLS com inclusão de efeitos fixos por ano e por país, com o objetivo de verificar se os resultados principais se mantêm consistentes após o controlo por heterogeneidade não observada entre países e ao longo do tempo.

Variáveis	OLS com efeitos fixos por ano e por país
(1) Constante	-0.172 (0.075)**
(2) Tamanho do CA	0.009 (0.002)***
(3) Alavancagem Financeira	-0.024 (0.004)***
(4) Tamanho da Empresa	0.021 (0.009)**
(5) Crescimento das vendas	0.037 (0.013)***
(6) Liquidez Corrente	0.010 (0.005)**
(7) Tangibilidade	-0.073 (0.045)
Observações	476
R ²	0.426
p-valor	0.000
Teste F	9.349

Tabela 6- Resultados do Modelo de Regressão OLS com efeitos fixos por ano e por país
 Esta tabela apresenta os resultados da regressão linear com efeitos fixos por ano e por país, tendo como variável dependente o desempenho financeiro da empresa (medido por meio do ROA). As variáveis incluem: Tamanho do CA, Alavancagem Financeira, Tamanho da Empresa, Crescimento das Vendas, Liquidez Corrente e Tangibilidade dos activos. Os erros padrão robustos são apresentados entre parêntesis. Os níveis de significância estatística estão indicados por: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

O modelo apresentado é estatisticamente significativo, com um valor do teste F de 9.349 e um p-valor de 0.000. O coeficiente de determinação (R²) é de 0.426, e o número de observações é 476. Além disso, verifica-se uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a variável dependente, com um coeficiente de 0.009, significativo ao nível de 1%. A alavancagem financeira apresenta uma relação negativa, com um coeficiente de -0.024, também significativo ao nível de 1%. O tamanho da empresa está positivamente relacionado com a variável dependente, com um coeficiente de 0.021, significativo ao nível de 5%. O crescimento das vendas evidencia uma relação positiva, com um coeficiente de 0.037, significativo ao nível de 1%. A

liquidez corrente apresenta uma relação positiva (coeficiente de 0.010), significativa ao nível de 5%. A tangibilidade revela uma relação negativa com a variável dependente, com um coeficiente de -0.073, não sendo, no entanto, estatisticamente significativa neste modelo.

4.3 Substituição da variável dependente para Margem EBIT

A Tabela 7 apresenta os resultados do teste de robustez realizado por meio da substituição da variável dependente principal, o ROA, por uma variável alternativa, a margem EBIT, com o objetivo de verificar se os resultados principais se mantêm consistentes face à utilização de uma métrica diferente de desempenho empresarial.

Variáveis	OLS com efeitos fixos por ano	OLS sem efeitos fixos por ano	OLS com efeitos fixos por ano e por país
(1) Constante	-0.153 (0.061)**	-0.163 (0.059)***	-0.176 (0.073)**
(2) Tamanho do CA	0.007 (0.002)***	0.007 (0.002)***	0.008 (0.002)***
(3) Alavancagem Financeira	-0.008 (0.005)*	-0.008 (0.004)*	-0.012 (0.004)***
(4) Tamanho da Empresa	0.024 (0.006)***	0.023 (0.006)***	0.011 (0.008)
(5) Crescimento das vendas	0.030 (0.014)**	0.029 (0.013)**	0.027 (0.013)**
(6) Liquidez Corrente	0.020 (0.004)***	0.020 (0.004)***	0.027 (0.005)***
(7) Tangibilidade	-0.105 (0.033)***	-0.108 (0.031)***	0.079 (0.045)*
Observações	459	459	459
R ²	0.201	0.198	0.399
p-valor	0.000	0.000	0.000
Teste F	7.449	18.598	8.024

Tabela 7- Resultados dos Modelos OLS com diferentes especificações (variável dependente: margem EBIT)

A tabela apresenta os coeficientes estimados dos modelos OLS com três especificações distintas: com efeitos fixos por ano, sem efeitos fixos, e com efeitos fixos por ano e por país. Entre parênteses encontram-se os erros padrão robustos. Os níveis de significância estatística estão indicados por: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.10$.

Em todos os modelos, o valor do p-valor associado ao teste F é de 0.000, indicando que os modelos são estatisticamente significativos no seu todo. O número de observações é de 459, valor inferior ao do modelo principal, uma vez que os dados relativos à margem EBIT não estavam disponíveis para determinados anos, apesar de terem sido consultados individualmente os relatórios e contas das empresas. Os valores de R² variam entre 0.198 e 0.399, sendo mais elevado no modelo com efeitos fixos por ano e por país.

No que toca ao tamanho do conselho de administração verifica-se uma relação positiva entre esta variável e a variável dependente em todas as

especificações, com coeficientes de 0.007 a 0.008, todos estatisticamente significativos ao nível de 1%. A alavancagem financeira apresenta uma relação negativa em todos os modelos, com coeficientes entre -0.008 e -0.012, sendo significativa ao nível de 10% no modelo com efeitos fixos por ano e ao nível de 1% nas outras especificações. O tamanho da empresa apresenta coeficientes positivos nas três especificações (entre 0.011 e 0.024), sendo estatisticamente significativo ao nível de 1% nos modelos com efeitos fixos por ano e sem efeitos fixos. No modelo com efeitos fixos por ano e por país, o coeficiente não é estatisticamente significativo. O crescimento das vendas revela uma relação positiva em todos os modelos, com coeficientes entre 0.027 e 0.030, sendo estatisticamente significativo ao nível de 5% em todas as especificações. A liquidez corrente apresenta uma relação positiva consistente, com coeficientes de 0.020 a 0.027, todos estatisticamente significativos ao nível de 1%. Por fim, a tangibilidade apresenta uma relação negativa nos modelos com efeitos fixos por ano e sem efeitos fixos (coeficientes de -0.105 e -0.108, ambos significativos ao nível de 1%), enquanto no modelo com efeitos fixos por ano e por país o coeficiente é positivo (0.079) e significativo ao nível de 10%.

5. Discussão dos Resultados

Os resultados obtidos no presente estudo, conduzido no setor do comércio a retalho de vestuário, oferecem contributos relevantes para a compreensão do papel da GC no desempenho financeiro das empresas.

Ao contrário da hipótese inicialmente formulada, que previa uma relação negativa entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro, sustentada por argumentos associados a problemas de coordenação, ineficiência e dispersão de responsabilidades (Jensen, 1993; Yermack, 1996), os dados empíricos apontam para uma relação positiva e estatisticamente significativa entre estas variáveis. Este resultado sugere que, no contexto

específico do setor analisado, conselhos de administração mais alargados podem representar uma vantagem estratégica, contrariando a ideia de que estruturas mais diminutas são mais eficazes. Esta evidência está em consonância com autores como Coles, Daniel & Naveen (2008), que argumentam que empresas com maior complexidade operacional (como é o caso de cadeias de retalho com múltiplas marcas, canais de distribuição e presença internacional) beneficiam de conselhos maiores, devido à maior disponibilidade de conhecimentos especializados, experiência setorial e diversidade de perspetivas.

No caso do comércio a retalho de vestuário, esta complexidade manifesta-se por meio de constantes mudanças nas preferências dos consumidores, forte concorrência, sazonalidade, volatilidade na cadeia de abastecimento e exigências crescentes em matéria de sustentabilidade, fatores que exigem uma capacidade de resposta rápida e decisões estratégicas bem fundamentadas. Assim, um conselho mais amplo pode favorecer não só a qualidade da supervisão, mas também a capacidade da empresa de se adaptar a um ambiente em constante transformação.

A literatura que destaca a diversidade nos conselhos reforça esta leitura. Erhardt, Werbel & Shrader (2003) identificam uma correlação positiva entre diversidade de género e racial no conselho e o desempenho organizacional, sublinhando que a heterogeneidade de experiências e perspetivas tende a fomentar a inovação e a criatividade. Estas competências são especialmente valiosas num setor como o da moda e do vestuário, onde a diferenciação e a capacidade de inovar em coleções, formatos de loja, canais digitais e estratégias de comunicação são cruciais para captar e fidelizar clientes. A presença de comités especializados (auditoria, sustentabilidade, risco) também é frequentemente associada a melhores práticas de governação, promovendo

uma monitorização mais eficaz e decisões mais alinhadas com os interesses dos *stakeholders* (Spencer Stuart, 2022).

A teoria da dependência de recursos de Pfeffer & Salancik (1978) fornece ainda um enquadramento teórico sólido para interpretar este resultado. Segundo esta teoria, os membros do conselho de administração atuam como fontes de ligação entre a empresa e o ambiente externo, trazendo consigo recursos valiosos como conhecimento técnico, redes profissionais, reputação, influência institucional e acesso a financiamento. Em setores particularmente expostos a fatores externos (como a moda, altamente dependente de tendências globais, regulamentação ambiental, relações com fornecedores internacionais e flutuações cambiais) a composição do conselho pode determinar a capacidade da empresa de gerir riscos e explorar oportunidades.

Além da variável principal em análise, outros resultados do modelo também oferecem *insights* valiosos. A alavancagem financeira apresentou um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre o desempenho financeiro das empresas. Este resultado está em linha com a teoria do *trade-off* (Kraus & Litzenberger, 1973), que sugere que, embora o endividamento possa trazer benefícios fiscais, níveis excessivos aumentam o risco de falência e os custos de financiamento. No comércio a retalho de vestuário, onde as margens são por vezes reduzidas e a procura pode ser altamente volátil (devido a fatores como estação do ano, tendências de moda e contexto económico), empresas com níveis elevados de dívida podem ver-se limitadas na sua capacidade de investir em inovação, *marketing* ou digitalização, o que compromete a sua competitividade e rentabilidade.

O crescimento das vendas destacou-se como um dos fatores positivos associados ao desempenho financeiro. Este resultado está alinhado com estudos que apontam para a importância da capacidade de expansão comercial e inovação na oferta de produtos como elementos centrais na criação de valor no

setor do retalho (McKinsey & Company, 2024; Deloitte, 2025). Empresas que conseguem aumentar as suas vendas de forma sustentada tendem a beneficiar de economias de escala, maior poder de negociação com fornecedores e melhor rentabilidade operacional. Além disso, o crescimento das vendas pode ser reflexo de estratégias digitais bem-sucedidas, como o investimento em *e-commerce*, integração omnicanal e uso de dados para personalização da experiência do consumidor (elementos cada vez mais relevantes neste setor).

As variáveis tamanho da empresa, liquidez corrente e tangibilidade dos ativos revelaram-se estatisticamente significativas na maioria das especificações, o que sugere que estes fatores devem ser considerados na gestão do desempenho financeiro. A liquidez corrente, consistentemente significativa, reforça a importância da gestão equilibrada do capital circulante, especialmente num setor com forte sazonalidade e exigências operacionais variáveis como o retalho de vestuário. Já o tamanho da empresa, apesar de se associar frequentemente a vantagens competitivas, não apresentou efeito significativo em todas as especificações, o que indica que a escala por si só não garante melhor desempenho. Neste contexto, empresas de menor dimensão podem competir eficazmente se forem capazes de manter estruturas ágeis, adaptarem-se rapidamente às tendências de mercado e oferecerem propostas de valor diferenciadas. Quanto à tangibilidade dos ativos, o impacto identificado sugere que uma estrutura de ativos demasiado rígida pode limitar a flexibilidade operacional, sendo relevante, do ponto de vista da gestão, avaliar o equilíbrio entre ativos fixos e estratégias orientadas para a leveza e adaptabilidade do modelo de negócio.

Finalmente, importa destacar que os resultados se mantiveram consistentes entre diferentes especificações do modelo. A estabilidade dos coeficientes principais nestas diferentes configurações estatísticas aumenta a confiança nos resultados e permite afirmar que, no setor do comércio a retalho de vestuário, a

composição e dimensão do conselho de administração desempenham efetivamente um papel relevante no desempenho financeiro das empresas. Para além disso, foram realizados três testes de robustez, recorrendo a diferentes especificações e variáveis dependentes alternativas, e em todos os casos os resultados principais foram confirmados. Esta consistência empírica reforça a validade das conclusões do estudo. Assim, pode concluir-se que, mais do que um fator de cumprimento normativo, a estrutura de governação pode constituir uma alavanca estratégica para a competitividade e sustentabilidade financeira, especialmente em setores onde a capacidade de inovar, antecipar tendências e responder rapidamente ao mercado são fatores críticos de sucesso.

Conclusões

1. Conclusões Principais

O objetivo deste estudo foi analisar a influência da governação corporativa no desempenho financeiro de empresas do setor do comércio a retalho de vestuário. Para tal, foram consideradas variáveis representativas da estrutura e das características de governação, nomeadamente o tamanho do CA, bem como variáveis de controlo como a alavancagem financeira, o tamanho da empresa, o crescimento das vendas, a liquidez corrente e a tangibilidade dos ativos. O desempenho financeiro foi inicialmente medido por meio do ROA, sendo posteriormente testada a robustez dos resultados com a utilização da margem EBIT como variável dependente alternativa.

O modelo principal foi estimado utilizando o método OLS com efeitos fixos por ano, de forma a controlar por variações não observadas ao longo do tempo que possam afetar simultaneamente todas as empresas da amostra. Os

resultados mostraram que o tamanho do conselho de administração, o tamanho da empresa, o crescimento das vendas e a liquidez corrente apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho financeiro. Em contrapartida, a alavancagem financeira e a tangibilidade dos ativos revelaram uma relação negativa. Todos os coeficientes, com exceção da constante, mostraram-se significativos ao nível de 1% ou 5%.

Para avaliar a robustez dos resultados, foram realizados três testes adicionais. O primeiro consistiu na estimação do modelo OLS sem efeitos fixos; o segundo, com inclusão de efeitos fixos por ano e por país e o terceiro substituiu o ROA pela margem EBIT como variável dependente. Em todos os casos, os resultados foram consistentes com o modelo principal, tanto ao nível do sinal dos coeficientes como da sua significância estatística. Apesar da redução no número de observações no modelo com margem EBIT, devido à indisponibilidade de dados em determinados anos, mesmo após a consulta direta dos relatórios e contas das empresas, a estabilidade dos resultados foi mantida.

Estes resultados sugerem que a GC, concretamente a dimensão do CA, tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas do setor analisado, contrariando a hipótese inicial.

2. Contribuições e Implicações Práticas

Este trabalho contribui para a literatura sobre governação corporativa, ao reforçar a ideia de que a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro não é linear nem universal. Os resultados obtidos

indicam que conselhos maiores podem representar uma vantagem competitiva, ao proporcionarem maior diversidade de conhecimentos, experiências e redes de contacto, elementos que favorecem uma supervisão mais eficaz e decisões estratégicas de melhor qualidade (Coles et al., 2008; Hillman & Dalziel, 2003).

No contexto específico do setor do comércio a retalho de vestuário, caracterizado por constante inovação, elevada competitividade, mudanças rápidas nas preferências dos consumidores e crescente pressão regulatória em áreas como sustentabilidade e responsabilidade social, estas conclusões assumem particular relevância. Do ponto de vista prático, os resultados sugerem que as empresas deste setor devem ponderar cuidadosamente a composição dos seus CA. Em particular, empresas que operam em mercados dinâmicos e sujeitos a elevados níveis de complexidade poderão beneficiar de conselhos mais numerosos e diversificados, capazes de responder melhor às exigências de monitorização, aconselhamento estratégico e adaptação rápida às mudanças do mercado e às tendências de consumo.

3. Limitações do estudo

Apesar da solidez metodológica e da consistência dos resultados obtidos, o presente estudo apresenta algumas limitações que importa reconhecer.

A primeira limitação prende-se com o foco setorial da análise. O estudo incide exclusivamente sobre empresas do setor do comércio a retalho de vestuário, o que permite uma leitura aprofundada das suas especificidades, mas limita a generalização dos resultados a outros setores com características diferentes ao nível da governação e do desempenho financeiro.

Em segundo lugar, no que respeita à governação corporativa, a análise centra-se apenas no tamanho do CA como variável representativa. Embora esta variável seja amplamente utilizada na literatura, outras dimensões relevantes,

como a composição, a independência ou a diversidade do conselho, não foram incluídas, devido à indisponibilidade de dados comparáveis para todas as empresas da amostra.

Relativamente ao desempenho financeiro, foram utilizadas duas métricas: o ROA, como variável dependente principal, e a margem EBIT, como variável alternativa para teste de robustez. No entanto, outras medidas de rentabilidade e criação de valor, como o ROE ou indicadores de mercado, não foram consideradas, o que poderá limitar a abrangência da análise.

Por fim, importa referir que, embora a amostra tenha algumas restrições ao nível da disponibilidade de dados para determinadas variáveis em alguns anos, o número total de 476 observações garante uma base empírica robusta e representativa do universo de empresas com informação completa. Os dados foram integralmente aproveitados dentro dos limites da realidade informacional do setor, assegurando a melhor utilização possível da amostra disponível.

4. Sugestões para pesquisas futuras

Face às limitações identificadas no presente estudo, considera-se pertinente que futuras investigações aprofundem a análise qualitativa dos CA, ultrapassando a dimensão puramente quantitativa atualmente considerada. A inclusão de variáveis como o grau de independência dos membros do conselho, a diversidade em termos de género e a existência de comités especializados (como os de auditoria, risco e sustentabilidade) pode contribuir para uma compreensão mais abrangente e precisa do papel da governação corporativa no desempenho empresarial. Estes aspetos adquirem particular relevância no setor do comércio a retalho de vestuário, caracterizado por rápidas mudanças nas preferências dos consumidores, forte competitividade e crescente exigência em

termos de responsabilidade social e ambiental. Nesses contextos, a capacidade de inovação, a agilidade na resposta ao mercado e o compromisso com a sustentabilidade podem ser fortemente influenciados pela qualidade e composição do órgão de administração.

Além disso, a realização de estudos comparativos entre diferentes setores de atividade poderá oferecer novas perspectivas sobre a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho financeiro. A diversidade setorial, em termos de grau de complexidade operacional, exigências regulatórias e intensidade de inovação, poderá revelar padrões distintos, tornando relevante a análise comparativa. Setores particularmente dinâmicos, como o comércio a retalho de vestuário, podem apresentar sensibilidades diferentes face à estrutura de governação, quando comparados com setores mais regulados ou com menor exposição à inovação e à pressão dos consumidores. Assim, futuras pesquisas poderão contribuir de forma mais sólida e abrangente para o aprofundamento da literatura sobre governação corporativa no setor do comércio a retalho de vestuário.

Bibliografia

Abernathy, F. H., Dunlop, J. T., Hammond, J. H., & Weil, D. (1999). *A stitch in time: Lean retailing and the transformation of manufacturing—Lessons from the apparel and textile industries*. Oxford University Press.

Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445. <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196772>

Barnes, L., & Lea-Greenwood, G. (2006). Fast fashioning the supply chain: Shaping the research agenda. *Journal of Fashion Marketing and Management*, 10(3), 259–271. <https://doi.org/10.1108/13612020610679259>

Bauman, Z. (2000). *Liquid modernity*. Polity Press.

Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>

Bhardwaj, V., & Fairhurst, A. (2010). Fast fashion: Response to changes in the fashion industry. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, 20(1), 165–173. <https://doi.org/10.1080/09593960903498300>

Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301–336. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00023-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00023-9)

Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366–413. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewj018>

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

Brynjolfsson, E., & Smith, M. D. (2000). Frictionless commerce? A comparison of Internet and conventional retailers. *Management Science*, 46(4), 563–585. <https://doi.org/10.1287/mnsc.46.4.563.12061>

Cachon, G. P., Gallino, S., & Olivares, M. (2010). Severe weather and supply chain performance. *Manufacturing & Service Operations Management*, 14(3), 402–415. <https://doi.org/10.1287/msom.1120.0376>

Caro, F., & Martínez-de-Albéniz, V. (2014). Fast fashion, sustainability, and the balance between operational and commercial strategies. *International Journal of Production Economics*, 147, 276–290. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2013.02.005>

Castells, M. (1996). The rise of the network society: *The information age: Economy, society, and culture* (Vol. 1). Blackwell.

Chung, K. H., Wright, P., & Charoenwong, C. (1998). Investment opportunities and market reaction to equity offerings. *Journal of Banking & Finance*, 22(1), 83–103. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(97\)00067-8](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(97)00067-8)

Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>

Clark, G. (2007). *A farewell to alms: A brief economic history of the world*. Princeton University Press.

Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371–406. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.

Datta, D. K., Reed, R., & Jessup, L. (2013). The interactive effects of founder CEO and founder family ownership on firm performance. *Journal of Business Research*, 66(11), 2145–2152. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.02.031>

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>

Deloitte. (2025). *2025 global human capital trends: Navigating complex choices as work and the workforce evolve*. <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/focus/human-capital-trends.html>

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>

Emery, G. W., Finnerty, J. E., & Stowe, J. D. (2004). Corporate financial management in an integrated financial market. *Journal of Applied Finance*, 14(1), 71–79.

Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102–111. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00011>

Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8Academia+8SCIRP+8SCIRP+8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8Academia+8SCIRP+8SCIRP+8)

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>

Fine, C. H. (1998). *Clockspeed: Winning industry control in the age of temporary advantage*. Basic Books.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

Garvey, G. T., & Swan, P. L. (1994). The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), 139–174. [https://doi.org/10.1016/0929-1199\(94\)90011-6](https://doi.org/10.1016/0929-1199(94)90011-6)

Gazzola, P., Pavione, E., Pezzetti, R., & Grechi, D. (2020). Trends in the fashion industry. The perception of sustainability and circular economy: A gender/generation quantitative approach. *Sustainability*, 12(7), 2809. <https://doi.org/10.3390/su12072809>

Gereffi, G. (1999). International trade and industrial upgrading in the apparel commodity chain. *Journal of International Economics*, 48(1), 37–70. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(98\)00075-0](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(98)00075-0)

Gereffi, G., & Frederick, S. (2010). The global apparel value chain, trade, and the crisis: Challenges and opportunities for developing countries. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 5281. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5281>

Giri, C., & Chen, R. (2022). Demand forecasting models in fashion retail: A systematic literature review. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 68, 103052. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2022.103052>

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>

Grant, J. L. (1996). *Foundations of economic value added*. Wiley.

Grundei, J. (2008). The stakeholder agency theory: A theoretical approach to the study of organizational control. *Management Revue*, 19(1/2), 27–44.

Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>

Hobsbawm, E. J. (1962). *The age of revolution: Europe 1789–1848*. Weidenfeld & Nicolson.

Hobsbawm, E. J. (1999). *Industry and empire: The birth of the industrial revolution*. Penguin.

Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91. <https://doi.org/10.2307/3003320>

Jackson, T., & Shaw, D. (2001). *Mastering fashion marketing*. Palgrave Macmillan.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jin, B., Kim, J., & Goodrich, K. (2020). *Fashion retailing: From managing stores to managing customer experiences*. Bloomsbury Publishing.

Joy, A., Sherry, J. F. Jr., Venkatesh, A., Wang, J., & Chan, R. (2012). Fast fashion, sustainability, and the ethical appeal of luxury brands. *Fashion Theory*, 16(3), 273–295. <https://doi.org/10.2752/175174112X13340749707123>

Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business Press.

Kotler, P. (2000). *Marketing management: The millennium edition*. Prentice Hall.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>

Lev, B., & Radhakrishnan, S. (2003). The measurement of firm-specific organization capital. *NBER Working Paper*, No. 9581. <https://doi.org/10.3386/w9581>

Levitt, T. (1983). The globalization of markets. *Harvard Business Review*, 61(3), 92–102.

McCracken, G. (1988). *Culture and consumption: New approaches to the symbolic character of consumer goods and activities*. Indiana University Press.

McKinsey & Company. (2021). *The state of fashion 2021*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-fashion>

McKinsey & Company. (2024). *Year in review 2024*. [https://www.mckinsey.com/featured-insights/year-in-reviewMcKinsey & Company](https://www.mckinsey.com/featured-insights/year-in-reviewMcKinsey&Company)

Miller, M. B. (1981). *The Bon Marché: Bourgeois culture and the department store, 1869–1920*. Princeton University Press.

Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Muth, M. M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5–28. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00076>

Nicholson, G., & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585–608. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00590.x>

Niinimäki, K. (2017). Fashion in a circular economy. In Muthu, S. S. (Ed.), *Textile Science and Clothing Technology*. Springer.

Niinimäki, K., Peters, G., Dahlbo, H., Perry, P., Rissanen, T., & Gwilt, A. (2020). The environmental price of fast fashion. *Nature Reviews Earth & Environment*, 1, 189–200. <https://doi.org/10.1038/s43017-020-0039-9>

Oman, C. (2001). Corporate governance and national development. *OECD Development Centre Technical Papers*, No. 180. <https://doi.org/10.1787/882300261850>

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). (1999). *Principles of corporate governance*. OECD Publishing.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2020). *Business analysis and valuation: IFRS edition* (6th ed.). Cengage Learning.

Pantano, E., Pizzi, G., Scarpi, D., & Dennis, C. (2020). Competing during a pandemic? Retailers' ups and downs during the COVID-19 outbreak. *Journal of Business Research*, 116, 209–213. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.036>

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.

Pérez-Curiel, C., & Luque-Ortiz, S. (2018). Social media influence on fashion consumption: An exploratory study. *Revista Latina de Comunicación Social*, 73, 586–607. <https://doi.org/10.4185/RLCS-2018-1276>

Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718–804. <https://doi.org/10.1177/0149206308330560>

Roodman, D. (2011). Estimating fully observed recursive mixed-process models with cmp. *The Stata Journal*, 11(2), 159–206.

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2013). *Corporate finance* (10th ed.). McGraw-Hill Education.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2015). *Corporate finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. W. Strahan and T. Cadell.

- Solomon, J. (2007). *Corporate governance and accountability* (2nd ed.). Wiley.
- Stern, J. M., Stewart, G. B., & Chew, D. H. (1995). The EVA financial management system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32–46. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1995.tb00286.x>
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: The EVA management guide*. Harper Business.
- Sturgeon, T. J. (2002). Modular production networks: A new American model of industrial organization. *Industrial and Corporate Change*, 11(3), 451–496. <https://doi.org/10.1093/icc/11.3.451>
- Tokatli, N. (2008). Global sourcing: Insights from the global clothing industry—The case of Zara, a fast fashion retailer. *Journal of Economic Geography*, 8(1), 21–38. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbm035>
- Tricker, B. (2015). *Corporate governance: Principles, policies, and practices* (3rd ed.). Oxford University Press.
- Tricker, R. I. (1984). *Corporate governance: Practices, procedures and powers in British companies and their boards of directors*. Gower.
- Williams, R. (1982). *The sociology of culture*. University of Chicago Press.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Zingales, L. (1998). Corporate governance. In *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (Vol. 1, pp. 497–503). Macmillan.

Apêndices

Apêndice I- Lista de empresas que compõem a amostra de pesquisa

A Tabela 8 apresenta a lista das empresas que fazem parte da amostra utilizada nesta pesquisa, com informações sobre identificador, nome e país da sede.

Identificador	Nome	País
ANF.N	Abercrombie & Fitch Co	United States of America
ADIA.NS	Aditya Birla Fashion and Retail Ltd	India
AKA.N	AKA Brands Holding Corp	United States of America
AEO.N	American Eagle Outfitters Inc	United States of America
ARVF.NS	Arvind Fashions Ltd	India
BCNT.MI	Basic Net SpA	Italy
BIJG.DE	Bijou Brigitte modische Accessoires AG	Germany
BONI.KL	Bonia Corporation Bhd	Malaysia
DEBS.L	Boohoo Group PLC	United Kingdom
BKE.N	Buckle Inc	United States of America
BRBY.L	Burberry Group PLC	United Kingdom
BURL.N	Burlington Stores Inc	United States of America
CEAB3.SA	C&A Modas SA	Brazil
CPRI.N	Capri Holdings Ltd	United Kingdom
CTRN.OQ	Citi Trends Inc	United States of America
9983.T	Fast Retailing Co Ltd	Japan
081660.KS	Fila Holdings Corp	Korea; Republic (S. Korea)
FL.N	Foot Locker Inc	United States of America
FORUS.SN	Forus SA	Chile
TFGJ.J	Foschini Group Ltd	South Africa
GAP.N	Gap Inc	United States of America
GCO.N	Genesco Inc	United States of America
0709.HK	Giordano International Ltd	Hong Kong
GUAR3.SA	Guararapes Confecoes SA	Brazil
GES.N	Guess? Inc	Switzerland
HMb.ST	H & M Hennes & Mauritz AB	Sweden
HLG.NZ	Hallenstein Glasson Holdings Ltd	New Zealand
ITX.MC	Industria de Diseno Textil SA	Spain
PRTP.PA	Kering SA	France
LE.OQ	Lands End Inc	United States of America

LREN3.SA	Lojas Renner SA	Brazil
LPPP.WA	LPP SA	Poland
MAVI.IS	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret AS	Turkey
MRPJ.J	Mr Price Group Ltd	South Africa
NXT.L	Next PLC	United Kingdom
OVS.MI	OVS SpA	Italy
PDNI.KL	Padini Holdings Berhad	Malaysia
PLBY.OQ	Plby Group Inc	United States of America
PMV.AX	Premier Investments Ltd	Australia
ROOT.TO	Roots Corp	Canada
ROST.OQ	Ross Stores Inc	United States of America
SMCP.PA	SMCP SA	France
TPR.N	Tapestry Inc	United States of America
TLYS.N	Tillys Inc	United States of America
TRUJ.J	Truworths International Ltd	South Africa
URBN.OQ	Urban Outfitters Inc	United States of America
VEDN.NS	Vedant Fashions Ltd	India
VNCE.N	Vince Holding Corp	United States of America
7564.T	Workman Co Ltd	Japan
3092.T	ZOZO Inc	Japan
ZUMZ.OQ	Zumiez Inc	United States of America

Tabela 8- Lista das Empresas incluídas na amostra

A tabela 8 identifica todas as empresas que compõem a amostra utilizada neste estudo, totalizando 51 entidades. Para cada empresa são apresentados o identificador (código utilizado na base de dados), a designação oficial da empresa e o país onde se encontra sediada. Todas as empresas pertencem à atividade "Apparel and Accessories Retailers (NEC)", de acordo com a classificação do sistema TRBC (Thomson Reuters Business Classification), inserida no setor económico "Consumer Cyclicals", no grupo industrial "Specialty Retailers" e no setor "Retailers".