

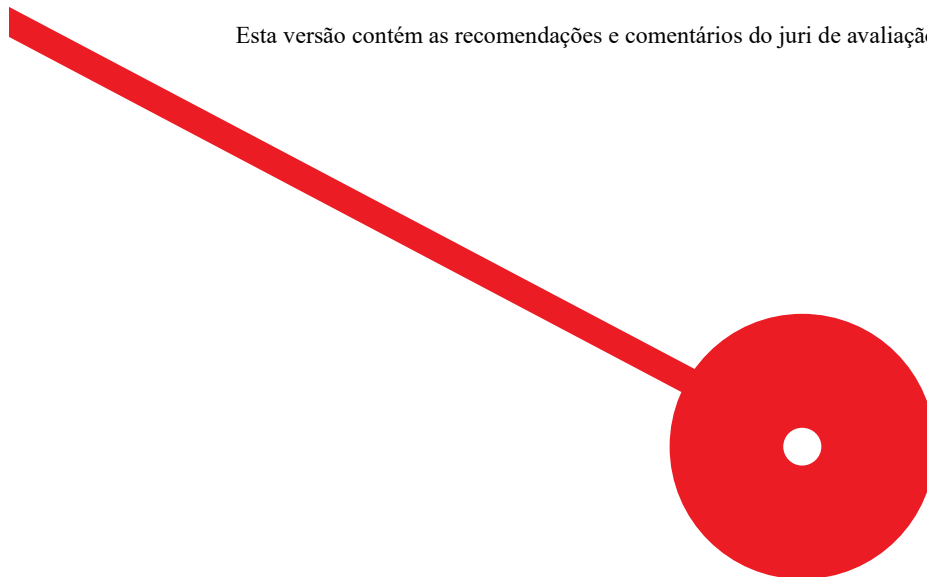


Corporate Governance e Sustentabilidade nas Empresas Portuguesas do Setor da Construção Civil

Liliana Teresa Amorim Fontes

10/2025

Esta versão contém as recomendações e comentários do juri de avaliação



INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M

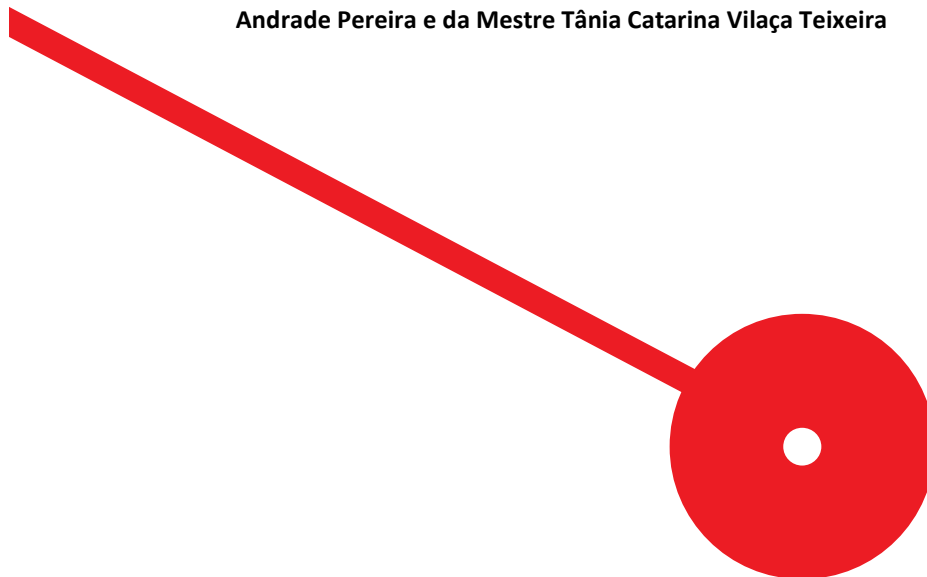
MESTRADO
Gestão das Organizações - Ramo de Gestão Pública

Corporate Governance e Sustentabilidade nas Empresas Portuguesas do Setor da Construção Civil

Liliana Teresa Amorim Fontes

Dissertação de Mestrado

**Apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto
para a obtenção do grau de Mestre em Gestão das Organizações - Ramo de
Gestão Pública, sob orientação do Doutor Adalmiro Álvaro Malheiro de Castro
Andrade Pereira e da Mestre Tânia Catarina Vilaça Teixeira**



10/2025

Resumo:

Esta dissertação analisa a relevância do governo das sociedades como fator determinante para a sustentabilidade e o desempenho económico das empresas do em Portugal. Com base em enquadramento teórico, legislação europeia e nacional, e boas práticas empresariais, procura-se compreender de que forma os mecanismos de governo das sociedades influenciam a rendibilidade económica e a capacidade das organizações responderem às exigências da transição digital e climática.

O objetivo principal desta dissertação é avaliar de que forma a qualidade do governo das sociedades influencia a rendibilidade económica das empresas portuguesas, entendida como indicador de sustentabilidade financeira e operacional.

A investigação aborda os seguintes objetivos secundários:

- (i) analisar a evolução do conceito de governo das sociedades e a sua ligação à sustentabilidade empresarial;
- (ii) identificar os principais mecanismos de governação que favorecem um desempenho económico sustentável;
- (iii) avaliar a integração de critérios ESG (ambientais, sociais e de governação) nas organizações em Portugal; e
- (iv) discutir as implicações das práticas de governo das sociedades para a competitividade e sustentabilidade do tecido empresarial.

Os resultados obtidos demonstram que o governo das sociedades exerce uma influência significativa sobre a rendibilidade económica das empresas portuguesas do setor da construção civil.

Verificou-se que o endividamento elevado tem um impacto negativo no desempenho, enquanto a rendibilidade financeira e a dimensão empresarial contribuem positivamente para a sustentabilidade económica.

Os resultados confirmam que estruturas de governação equilibradas, assentes na transparência, na prudência financeira e na responsabilidade organizacional, são determinantes para garantir a estabilidade e a competitividade do setor em Portugal. O estudo reforça, assim, a importância do governo das sociedades como instrumento estratégico de sustentabilidade e criação de valor económico.

Palavras-chave: *Corporate Governance*, Sustentabilidade, Rendibilidade Económica, ESG, IPCG.

Abstract:

This dissertation analyzes the relevance of Corporate Governance as a determining factor for sustainability and economic performance within the Portuguese Construction sector. Based on a theoretical framework, European and national legislation, and corporate best practices, it seeks to understand how governance mechanisms influence return on assets profitability and the ability of construction companies to respond to the challenges of the digital and climate transitions.

The main objective of this dissertation is to assess how the quality of Corporate Governance affects the return on assets of Portuguese construction companies, understood as an indicator of financial sustainability and operational efficiency.

The research addresses the following secondary objectives:

- (i) to analyze the evolution of the Corporate Governance concept and its relationship with business sustainability;
- (ii) to identify the main governance mechanisms that foster sustainable economic performance;
- (iii) to evaluate the integration of ESG (environmental, social, and governance) criteria within Portuguese construction companies;
- (iv) to discuss the implications of Corporate Governance practices for the competitiveness and sustainability of the construction sector.

The results show that corporate governance has a significant influence on the economic profitability of Portuguese companies in the Construction sector. It was found that high levels of debt have a negative impact on performance, while financial profitability and company size contribute positively to economic sustainability.

These findings confirm that balanced governance structures, based on transparency, financial prudence, and organizational responsibility, are essential to ensure the stability and competitiveness of the sector in Portugal.

The study therefore highlights the importance of corporate governance as a strategic instrument for sustainability and long-term value creation.

Keywords: Corporate Governance, Sustainability, Economic Profitability, ESG, Construction Sector, IPCG.

Índice geral

Introdução	12
Capítulo I – Revisão de Literatura	17
1.1 Corporate Governance	18
1.2 Sustentabilidade e Mercado de Trabalho.....	18
1.3 Teoria da Agência e Responsabilidade Social.....	19
1.4 Mecanismos de <i>Corporate Governance</i> aplicados à Sustentabilidade.....	22
1.5 Modelos Internacionais e Enquadramento Europeu.....	23
1.5.1 Modelos de Governação	23
1.5.2 Modelos Internacionais de <i>Corporate Governance</i>	25
1.6 <i>Corporate Governance</i> em Portugal e Desafios Atuais	25
1.7 Síntese Teórica e Implicações para o Modelo de Investigação	26
Capítulo II – Metodologia de Investigação	29
2.1 Abordagem Metodológica.....	30
2.2 Seleção da Amostra.....	30
2.3 Fontes de Dados	31
2.4 Definição das Variáveis	32
2.4.1 Variável Dependente – Rendibilidade Económica.....	32
2.4.2. Variáveis Independentes – Governo das Sociedades e Controlo	32
2.5 Limitações Metodológicas	33
Capítulo III – Análise e discussão dos resultados.....	35
3.1. Estatística Descritiva	36
3.2. Correlação entre Variáveis	37
3.3. Análise de Regressão por Ano	38
Capítulo IV – Conclusões.....	58
4.1 Síntese dos principais resultados.....	59
4.2 Respostas às questões de investigação	60

4.3 Implicações Teóricas e Práticas	61
4.4 Limitações do Estudo e sugestões para investigações futuras	61
4.5 Recomendações e Implicações de Política Pública.....	62
4.6 Considerações Finais.....	62
Referências bibliográficas.....	64
Anexos.....	68
Anexo I – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2024.....	69
Anexo II – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2023.....	70
Anexo III – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2022	71
Anexo IV – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2021	72
Anexo V – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2020	73

Índice de Tabelas e Gráficos

Tabela 1 – Principais teorias de suporte à governação e sustentabilidade empresarial..	22
Tabela 2 – Variáveis do modelo empírico: definição, tipo e justificação teórica	32
Tabela 3 – Indicadores médios de desempenho e estrutura financeira (2020–2024).....	36
Tabela 4 – Coeficientes da regressão linear para o ano de 2024.....	38
Tabela 5 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2024.....	41
Tabela 6 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2023.....	43
Tabela 7- Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2023	43
Tabela 8 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2022.....	45
Tabela 9 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2022	46
Tabela 10 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2021.....	49
Tabela 11 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2021	50
Tabela 12 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2020.....	52
Tabela 13 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2020	53
Tabela 14 - Síntese dos resultados dos modelos de regressão (2020–2024).....	57

Índice de Gráficos

Gráfico 1- Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2021)	42
Gráfico 2 - Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2023)	44
Gráfico 3– Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2022)	47
Gráfico 4 - Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2021)	50
Gráfico 5 - Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2020)	53

Lista de Abreviaturas

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive

ENDIV – Endividamento

EMP – Número de Empregados

ESG – Environmental, Social and Governance (Ambiental, Social e de Governação)

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

LIQ – Liquidez Geral

OIT – Organização Internacional do Trabalho

PO – Proveitos Operacionais

RE – Rendibilidade Económica

RF – Rendibilidade Financeira

R² – Coeficiente de determinação (R-quadrado)

ROA – Return on Assets (Rendibilidade dos Ativos)

SPSS – Statistical Package for the Social Sciences

UE – União Europeia

Introdução

Nas últimas décadas, a discussão sobre o governo das sociedades deixou de se centrar apenas no alinhamento entre acionistas e gestores, passando a abranger também o impacto das empresas sobre os trabalhadores, a sociedade e o ambiente. Esta evolução reflete a crescente pressão da União Europeia, dos investidores institucionais e da sociedade civil para que os princípios de governação sejam alinhados com os objetivos de desenvolvimento sustentável.

Em Portugal, o setor da construção civil enfrenta desafios estruturais: volatilidade económica, necessidade de reconversão digital, escassez de mão de obra qualificada e exigências ambientais crescentes. Neste contexto, a ligação entre o governo das sociedades e sustentabilidade assume especial relevância, uma vez que o governo das sociedades pode servir como mecanismo de promoção de práticas laborais responsáveis, inclusivas e alinhadas com o bem-estar coletivo.

Enquadramento e Relevância do Tema

O conceito de governo das sociedades tem assumido, nas últimas décadas, uma importância crescente no contexto empresarial e académico, sobretudo após sucessivos escândalos financeiros e sociais que demonstraram as fragilidades dos sistemas tradicionais de governação. Embora inicialmente centrado na relação entre acionistas e gestores, o debate evoluiu para incluir novas dimensões, nomeadamente a sustentabilidade e a responsabilidade social das empresas.

A sustentabilidade, enquanto princípio orientador das práticas organizacionais, deixou de ser encarada como uma preocupação meramente ambiental ou reputacional. Atualmente constitui um fator estratégico que influencia a competitividade, a reputação e a legitimidade das organizações. No mercado de trabalho, esta realidade traduz-se em políticas laborais que asseguram condições de emprego digno, igualdade de oportunidades, formação contínua, diversidade e inclusão.

Em Portugal, o setor da Construção caracteriza-se por especificidades que tornam o tema especialmente pertinente, nomeadamente a elevada volatilidade económica, os desafios de sustentabilidade e a necessidade de reconversão tecnológica. A conjugação destes fatores exige novas abordagens de governação empresarial que assegurem não apenas a rentabilidade económica, mas também a sustentabilidade social e laboral.

Neste contexto, a ligação entre o governo das sociedades e sustentabilidade surge como um dos principais vetores de transformação do mercado de trabalho português. Os códigos de governo das sociedades emitidos pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), bem como as recentes diretivas europeias, colocam uma ênfase clara na integração de critérios ambientais, sociais e de governação (ESG) nas práticas organizacionais, sendo que desde 16 de março de 2016, data em que a CMVM assumiu que deixaria de publicar o seu código sendo que o do IPCG se tornaria o principal.

O Código de Governo das Sociedades estabelece no seu primeiro capítulo um princípio basilar: o governo das sociedades deve servir para reforçar o desempenho das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais, ao mesmo tempo que consolida a confiança de investidores, trabalhadores e da sociedade em geral. Essa confiança deve assentar na qualidade e transparência da gestão, da supervisão e no compromisso com a sustentabilidade.

No segundo capítulo, dedicado à relação entre acionistas e a assembleia geral, são enunciados três princípios fundamentais. O primeiro sublinha que o envolvimento dos acionistas no governo das sociedades constitui um fator positivo para o bom funcionamento da sociedade e para a realização do seu propósito social. O segundo reforça a necessidade de promover a participação efetiva dos acionistas nas assembleias gerais, onde o número de administradores deve ser adequado à dimensão, complexidade, custos e dispersão geográfica da atividade da empresa. Já o terceiro princípio assegura que o direito de voto deve poder ser exercido tanto presencialmente como através de meios remotos, incluindo canais eletrónicos e por correspondência.

O terceiro capítulo trata da gestão e da supervisão não executiva, também aqui apoiada em três princípios. O primeiro estabelece que os membros com funções de supervisão devem exercer esse papel de forma ativa, criteriosa e independente, questionando a gestão executiva sempre que necessário e apoiando-se em comissões especializadas em áreas centrais da governação. O segundo destaca a importância da diversidade de competências, conhecimentos e experiências dentro dos órgãos de supervisão. O terceiro defende que a fiscalização deve ter uma abordagem preventiva, antecipando problemas em vez de apenas reagir a eles.

O quarto capítulo foca-se na gestão executiva. O primeiro princípio refere que a gestão diária da empresa deve caber a administradores executivos qualificados, com experiência e competências adequadas à função, garantindo, assim, eficiência e um bom fluxo de informação para o órgão de gestão. À administração executiva compete contribuir para o seu desenvolvimento sustentável. (IPCG, 2018, p.14).

O quinto capítulo aborda a avaliação de desempenho, remuneração e nomeações. Determina que a empresa deve proceder à avaliação regular da atuação do órgão executivo, dos seus membros individualmente, bem como do desempenho global do órgão de gestão e das comissões especializadas, para que o perfil, o conhecimento e currículo dos membros dos órgãos sociais e dos quadros dirigentes estejam adequados à função a desempenhar, (IPCG, 2018, p.18)

No sexto capítulo, o tema é a gestão de riscos. O princípio aqui estabelecido defende que, com base na estratégia de médio e longo prazo, a sociedade deve instituir mecanismos de controlo e de auditoria interna capazes de antecipar e mitigar os riscos inerentes à sua atividade.

O sétimo e último capítulo versa sobre a informação financeira e apresenta dois princípios. O primeiro determina que o órgão de fiscalização deve assegurar, de forma independente e rigorosa, que o órgão de administração cumpre as suas responsabilidades na escolha das políticas contabilísticas, na definição de critérios de relato financeiro, no sistema de controlo interno e de auditoria. O segundo reforça a importância de garantir a fiabilidade e a transparência da informação prestada.

Objetivos do estudo

Este estudo tem como objetivo central analisar a influência do governo das sociedades na rendibilidade económica das empresas portuguesas do setor da construção civil, considerando esta como um reflexo da sustentabilidade financeira e da eficiência na utilização dos recursos organizacionais. A escolha do setor justifica-se pela sua relevância económica, forte impacto no emprego e histórico de desafios em matéria de sustentabilidade e governação empresarial.

A partir deste objetivo principal, estabelecem-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar a evolução do conceito de governo das sociedades e a sua relação com a sustentabilidade empresarial no contexto da construção civil;

- Examinar de que forma os mecanismos de governação (estrutura acionista, composição dos conselhos de administração, políticas de transparência e auditoria) influenciam o desempenho económico das empresas do setor;
- Avaliar a integração de critérios ESG nas empresas portuguesas de construção civil, com enfoque na vertente económica e de governação;
- Comparar as práticas nacionais do setor com tendências internacionais, destacando fatores que reforçam a competitividade e a sustentabilidade;
- Propor recomendações para o reforço das políticas públicas e empresariais que promovam uma gestão mais eficiente e sustentável no setor.

Questões de investigação

Tendo em conta os objetivos definidos, esta dissertação pretende responder às seguintes questões de investigação:

De que forma o governo das sociedades influencia a rentabilidade económica das empresas portuguesas do setor da construção civil?

Quais os mecanismos de governação mais relevantes para promover um desempenho económico sustentável neste setor?

Em que medida a integração de critérios ESG contribui para a melhoria da rentabilidade e competitividade das empresas do setor?

Estrutura da dissertação

A dissertação encontra-se organizada em quatro capítulos principais, sendo eles a Revisão da Literatura, Metodologia de Investigação, Análise e Discussão dos Resultados e Conclusões.

CAPÍTULO I – REVISÃO DE LITERATURA

O presente capítulo visa apresentar uma súmula das diferentes perspetivas teóricas e contributos de múltiplos autores, complementada por uma síntese dos procedimentos e práticas institucionalizadas relevantes para o objeto de estudo. O seu propósito   estabelecer um enquadramento conceptual e normativo sólido, que sustente a investiga o empírica e contribua para a compreensão crítica das dinâmicas associadas ao governo das sociedades e   sustentabilidade económica.

1.1 Corporate Governance

O conceito de governo das sociedades tem vindo a consolidar-se como uma das áreas centrais no estudo da gestão e administra o empresarial. Tradicionalmente, está associado   defini o de mecanismos que asseguram que os gestores atuam de forma alinhada com os interesses dos acionistas, minimizando os denominados “custos de agência” (Jensen & Meckling, 1976).

Contudo, a evolu o dos mercados e a crescente pressão social e regulatória ampliaram este conceito. Atualmente, o governo das sociedades   entendido como um sistema que regula não apenas a rela o entre gestores e acionistas, mas também o modo como as empresas interagem com todos os seus *stakeholders*: trabalhadores, clientes, fornecedores, reguladores e a sociedade em geral (OCDE, 2015).

Em Portugal, o debate sobre governo das sociedades ganhou força após a cria o do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) em 2004, que, juntamente com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), tem promovido códigos e recomenda es para reforçar a transparência, a equidade e a responsabilidade das organiza es.

1.2 Sustentabilidade e Mercado de Trabalho

A sustentabilidade constitui um conceito multidimensional, que integra de forma interdependente as dimensões ambiental, económica e social. No domínio laboral, traduz-se na capacidade das organiza es assegurarem condi es de trabalho seguras, dignas e estáveis, promovendo a inclusão, a diversidade e o desenvolvimento humano.

De acordo com a Organiza o Internacional do Trabalho (OIT, 2019), o trabalho digno representa um pilar essencial da sustentabilidade, abrangendo o respeito pelos direitos fundamentais no trabalho, a promo o do emprego produtivo e a garantia de prote o

social adequada. Em Portugal, esta perspetiva tem sido reforçada pela transposição de diretivas europeias que visam a igualdade de género, a conciliação entre vida profissional e pessoal e a transição justa para uma economia mais verde e inclusiva.

O mercado de trabalho português enfrenta, contudo, desafios estruturais relevantes: níveis de precariedade superiores à média europeia, baixa produtividade, persistência de assimetrias salariais e envelhecimento da população ativa. Neste contexto, a integração de princípios de sustentabilidade no governo das sociedades assume-se como um instrumento estratégico para mitigar estas fragilidades e promover um desenvolvimento económico e social mais equilibrado e sustentável.

1.3 Teoria da Agência e Responsabilidade Social

A Teoria da Agência é uma das abordagens mais estudadas e aplicadas na análise do governo das sociedades, tendo sido formalmente desenvolvida por Jensen e Meckling em 1976. Esta teoria parte da premissa de que existe uma separação entre a propriedade da empresa, detida pelos acionistas, e a sua gestão, desempenhada pelos administradores ou gestores. Neste contexto, os acionistas são considerados os “principais” (*principals*), enquanto os gestores são os “agentes” (*agents*).

O problema central identificado pela teoria é o conflito de interesses entre esses dois grupos. Os acionistas desejam maximizar o valor da empresa e, consequentemente, o retorno sobre o capital investido. Já os gestores podem ter motivações distintas, como a busca de benefícios pessoais, segurança no cargo, aumento de prestígio ou menor exposição ao risco, que nem sempre coincidem com os objetivos dos proprietários da empresa. Este fenómeno é conhecido na literatura como problema de agência (*agency problem*).

Para mitigar este conflito, a teoria propõe a criação de mecanismos de alinhamento entre interesses, como:

- Contratos de incentivo: sistemas de remuneração ligados a metas de desempenho, incluindo bónus, participação nos lucros ou *stock options*. Estudos indicam que tais mecanismos podem reduzir a assimetria de informação e incentivar gestores a tomar decisões alinhadas com os acionistas (Fama & Jensen, 1983).

- Supervisão ativa do conselho de administração: conselhos independentes são fundamentais para monitorar a atuação da gestão, aprovar decisões estratégicas importantes e garantir que os gestores cumpram seus deveres fiduciários.

- Controles internos e auditorias: a implementação de sistemas de auditoria interna e externa permite reduzir riscos de atitudes de aproveitamento pessoal e garante maior transparência na informação financeira da empresa (Shleifer & Vishny, 1997).

Esta teoria tem sido amplamente criticada e complementada por abordagens mais recentes, como por exemplo, a Teoria do *Stewardship*, que abordaremos em seguida. Ainda assim, a Teoria da Agência permanece central na análise de estruturas de governo das sociedades, principalmente em empresas de capital disperso, onde a supervisão direta dos acionistas sobre os gestores é limitada.

Em síntese, a Teoria da Agência fornece uma base conceitual sólida para compreender os desafios do governo das sociedades moderna. Ela enfatiza a importância de mecanismos institucionais que promovam a transparência, responsabilidade e alinhamento de interesses, sendo diretamente aplicável na definição de políticas de avaliação de desempenho, remuneração e auditoria, conforme previsto em códigos de governo das sociedades, como o Código da CMVM e o do IPCG.

A Teoria do *Stewardship* surgiu como uma alternativa à tradicional Teoria da Agência, questionando a ideia de que os gestores agiriam predominantemente de forma oportunista. Desenvolvida principalmente por Donaldson e Davis (1991, 1994), esta abordagem parte do pressuposto de que os gestores podem atuar como “*stewards*”, ou seja, como administradores confiáveis, motivados pelo interesse da própria organização e pelo sucesso sustentável da empresa, e não apenas por recompensas pessoais ou incentivos financeiros.

O ponto central desta teoria é que os gestores têm incentivos intrínsecos para proteger e aumentar o valor da empresa. Esses incentivos podem incluir reputação profissional, realização pessoal, compromisso com a missão organizacional ou desejo de deixar um legado positivo. Diferentemente da Teoria da Agência, que assume conflito natural entre gestores e acionistas, a Teoria do *Stewardship* sugere que, quando existe confiança e alinhamento de valores, os gestores tendem a agir em benefício da empresa e de seus *stakeholders*.

Para operacionalizar esta abordagem, a literatura aponta algumas práticas essenciais:

Estruturas de governo das sociedades que promovam autonomia e responsabilidade ao invés de supervisionar excessivamente os gestores, a empresa oferece autonomia suficiente para que tomem decisões estratégicas, confiando no seu julgamento. Estudos indicam que gestores com maior autonomia tendem a comprometer-se mais com o sucesso organizacional (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Reforço de valores organizacionais e cultura corporativa a motivação dos *stewards* depende fortemente de um ambiente em que os objetivos da empresa são claros, e onde se valoriza a ética, a responsabilidade e o compromisso com a missão.

Participação e comunicação aberta, o envolvimento dos gestores nas decisões estratégicas e a comunicação transparente com o conselho e os *stakeholders* criam um senso de pertencimento e alinhamento de interesses.

A Teoria do *Stewardship* tem sido utilizada para explicar modelos de governo das sociedades mais colaborativos, onde a supervisão não é apenas punitiva, mas orientada para apoiar e fortalecer o desempenho executivo. Ela se mostra particularmente relevante em empresas familiares, *startups* e organizações de longo prazo, onde relações de confiança e compromisso com a missão corporativa são fortes.

Em termos de aplicação prática no governo das sociedades, essa teoria justifica políticas que promovem autonomia responsável da gestão executiva, combinadas com conselhos de administração que atuem como parceiros estratégicos, em vez de meros supervisores. Assim, a Teoria do *Stewardship* complementa e equilibra a visão da Teoria da Agência, reconhecendo que nem todos os conflitos de interesse são inevitáveis, e que confiança e alinhamento cultural podem reduzir significativamente riscos de comportamento oportunista.

Teoria	Foco	Problema Central	Soluções/Princípios	Exemplo
Agência	Relação entre acionistas (principais) e gestores (agentes)	Conflito de interesses entre gestores e acionistas	Contratos de incentivo, supervisão do conselho, auditorias e controles internos	CEO recebe bônus ligado a metas de desempenho da empresa
Stakeholders	Todos os stakeholders (acionistas, empregados, clientes, comunidade, meio ambiente)	Maximização do lucro em detrimento de outros stakeholders	Criação de valor sustentável para todos os stakeholders, políticas de responsabilidade social	Empresa implementa práticas de sustentabilidade e responsabilidade social corporativa
Stewardship	Gestão baseada em confiança	Assume que gestores não necessariamente entram em conflito com acionistas	Gestores atuam no interesse da empresa e dos acionistas, motivados por valores e missão	CEO comprometido com crescimento sustentável e objetivos de longo prazo
Institucional	Pressões externas: regulamentação, normas sociais, mercado	Necessidade de legitimar a atuação perante a sociedade e o mercado	Adaptação de práticas de governo das sociedades para atender normas e expectativas externas	Empresa adota códigos de conduta alinhados a padrões internacionais
Legitimidade	Percepção pública e aceitação social	Empresas devem justificar sua existência perante a sociedade	Transparência, relatórios sociais e ambientais, conformidade ética	Relatórios de sustentabilidade mostrando impacto ambiental reduzido

Tabela 1 – Principais teorias de suporte à governação e sustentabilidade empresarial

1.4 Mecanismos de *Corporate Governance* aplicados à Sustentabilidade

A literatura identifica vários mecanismos de governo das sociedades que podem influenciar positivamente a sustentabilidade do mercado de trabalho:

- Estrutura acionista: a presença de investidores institucionais com orientações ESG tende a reforçar práticas laborais responsáveis (Dimson et al., 2015).
- Conselho de Administração: a diversidade de género, idade e competências está associada a uma maior sensibilidade social e à adoção de políticas inclusivas (Adams & Ferreira, 2009).
- Comitês de sustentabilidade: muitos conselhos criam comitês específicos para acompanhar questões ESG, incluindo políticas de recursos humanos.
- Transparência e relato: a obrigatoriedade de relatórios não financeiros (União Europeia. (2022). Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de dezembro de 2022, relativa ao relato de sustentabilidade das

empresas (CSRD). Jornal Oficial da União Europeia, *L 322, 15–63.*) leva as empresas a divulgar práticas relacionadas com diversidade, igualdade salarial e formação contínua.

- Auditoria e controlo externo: a supervisão independente contribui para assegurar que as políticas divulgadas correspondem a práticas efetivas.

1.5 Modelos Internacionais e Enquadramento Europeu

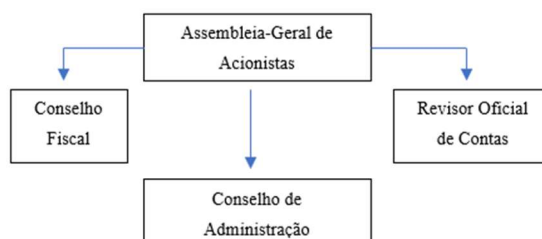
A independência dos gestores está intimamente associada à separação entre quem gere e quem investe. Esta distinção pode gerar divergências de interesses, originando potenciais conflitos que constituem a base da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976). Para mitigar esses conflitos e aumentar a eficiência da relação entre gestores e investidores, recorrem-se frequentemente a auditorias internas, que visam reduzir ou eliminar assimetrias de informação.

De acordo com o Decreto-Lei n.º 300/2007, de 23 de agosto, Diário da República, 1.^a série, n.º 162, o Conselho de Administração deve integrar administradores executivos e não executivos, constituindo-se entre estes últimos uma Comissão de Auditoria. O mesmo diploma prevê ainda a existência de uma Comissão de Avaliação, responsável por elaborar anualmente um relatório sobre o cumprimento das orientações de gestão definidas pela lei.

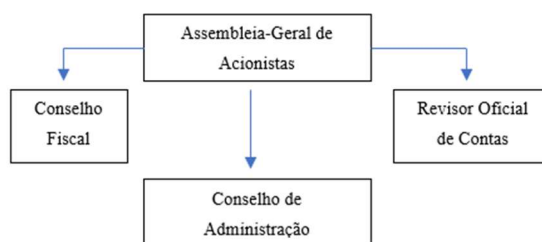
1.5.1 Modelos de Governação

As sociedades comerciais e anónimas podem adotar três modelos distintos de governação:

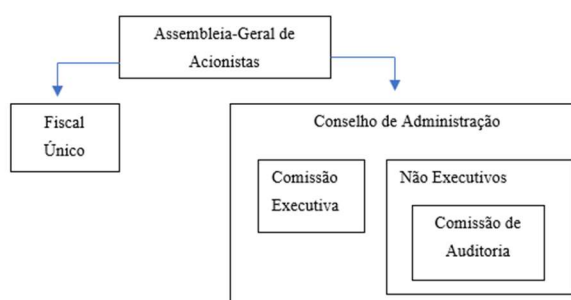
1. Modelo Monista Clássico – integra um Conselho de Administração, um Conselho Fiscal e um Revisor Oficial de Contas.



2. **Modelo Anglo-Saxónico** – compreende um Conselho de Administração, uma Comissão de Auditoria integrada no mesmo e um Revisor Oficial de Contas.



3. **Modelo Dualista** – inclui um Conselho de Administração, um Conselho Geral de Supervisão e um Revisor Oficial de Contas.



A principal diferença entre os modelos monista e dualista reside na distribuição de poderes. No modelo monista, a gestão compete exclusivamente ao Conselho de Administração. Já no modelo dualista, o Conselho Geral de Supervisão também exerce funções de gestão, limitando a amplitude dos poderes do Conselho de Administração executivo. Neste modelo, os gestores profissionais integram o órgão executivo, enquanto os acionistas ou os seus representantes assumem funções de supervisão, sendo comum em empresas com capital disperso (Tricker, Bob (2019)).

O modelo anglo-saxónico distingue-se pela ênfase na fiscalização interna. O Conselho de Administração é composto por um Presidente, um Vice-Presidente e entre cinco a dezassete vogais. A Comissão Executiva, eleita pelo próprio Conselho, assegura a gestão corrente da sociedade e pode incluir vice-presidentes escolhidos entre os seus membros. Os administradores não executivos formam a Comissão de Auditoria, responsável pela supervisão das atividades do Conselho de Administração. Este modelo valoriza a criação de comissões internas e a separação entre funções executivas e de fiscalização.

Segundo Jensen e Meckling em 1976, a independência do Conselho é reforçada quando o cargo de Presidente do Conselho de Administração e o de CEO são ocupados por pessoas distintas. Quando ambos os cargos se concentram na mesma pessoa, a capacidade

de monitorização e supervisão fica comprometida (Gulza & Wang, 2011; Chtourou, Bedard & Courteau, 2001).

Para garantir eficácia, o Conselho deve incluir membros externos que atenuem potenciais conflitos de agência e assegurem a defesa dos interesses dos acionistas (Fama & Jensen, 1983; Peasnell, Pope & Young, 2005). A presença de elementos externos reforça a monitorização da gestão e contribui para a criação de valor acionista.

1.5.2 Modelos Internacionais de *Corporate Governance*

A nível internacional, coexistem diferentes abordagens de governo das sociedades:

- Modelo Anglo-Saxónico – predominante nos Estados Unidos e Reino Unido, baseia-se num mercado de ações disperso, com forte ênfase na transparência, responsabilidade e fiscalização.
- Modelo Continental (ou Germânico/Latino) – comum na Europa continental e no Japão, caracteriza-se pela existência de acionistas de referência e por uma maior valorização do diálogo social e da estabilidade das relações laborais.

A União Europeia tem procurado harmonizar as práticas de governação através de diretivas e regulamentos que reforçam a integração de critérios ESG (ambientais, sociais e de governação). O Pilar Europeu dos Direitos Sociais (Comissão Europeia. (2017). *Pilar Europeu dos Direitos Sociais*. Bruxelas: Comissão Europeia) e a Agenda Verde Europeia (Comissão Europeia. (2019). *The European Green Deal*. Bruxelas: European Commission) colocam o trabalho digno, a igualdade e a transição justa no centro das políticas públicas e empresariais.

1.6 *Corporate Governance* em Portugal e Desafios Atuais

Em Portugal, o governo das sociedades encontra o seu enquadramento legal no Código das Sociedades Comerciais (Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de setembro – Código das Sociedades Comerciais. Diário da República, 1.ª série, n.º 202), no Código dos Valores Mobiliários (Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro – Código dos Valores Mobiliários. Diário da República, 1.ª série, n.º 264.) e nas Recomendações da CMVM e do IPCG.

Nos últimos anos, registaram-se avanços significativos, nomeadamente:

- Maior transparência nos relatórios corporativos;

- Aumento da presença feminina nos conselhos de administração;
- Crescente adesão a índices de sustentabilidade.

Contudo, persistem desafios relevantes (Valeia Rehder, 2024; Coelho, 2021; *International Labour Organization*, 2019; Comissão Europeia, 2025):

- Baixa diversidade nos órgãos de gestão, ainda dominados por perfis homogêneos;
- Fraca integração dos trabalhadores na definição de estratégias de sustentabilidade;
- Dificuldade de conciliar práticas sustentáveis com setores marcados por precariedade laboral e baixos salários;
- Necessidade de adaptação à transição digital e ecológica, que exige novas competências e requalificação da força de trabalho.

1.7 Síntese Teórica e Implicações para o Modelo de Investigação

A presente investigação assenta em três pilares conceptuais que sustentam o modelo empírico proposto: a Teoria da Agência, a Teoria do *Stewardship* e os pressupostos da sustentabilidade económica integrados nas práticas de governo das sociedades. Cada uma destas perspetivas fornece contributos complementares para a compreensão da relação entre a estrutura de governação, a gestão financeira e o desempenho económico das empresas do setor em análise.

A Teoria da Agência, formulada por Jensen e Meckling, parte do princípio de que a separação entre propriedade e gestão gera potenciais conflitos de interesse entre acionistas (principais) e gestores (agentes). No contexto empresarial português, e em particular no setor, caracterizado por forte dependência de financiamento externo e por estruturas de capital intensivas, esta teoria justifica a inclusão de variáveis relacionadas com a estrutura de capital e o nível de endividamento. O raciocínio subjacente é que níveis mais elevados de dívida podem aumentar os custos de agência e reduzir a eficiência operacional, afetando negativamente a rentabilidade económica (ROA). Assim, a variável Endividamento (%) é teoricamente sustentada pela Teoria da Agência, refletindo o impacto das decisões de financiamento sobre o desempenho das empresas.

Complementarmente, a Teoria do *Stewardship* (Donaldson & Davis, 1991; 1994) apresenta uma visão alternativa, segundo a qual os gestores atuam como guardiões responsáveis pelos interesses organizacionais, procurando maximizar o valor da empresa

a longo prazo. Esta abordagem reforça a importância da gestão eficiente dos recursos internos, nomeadamente do Total do Ativo e do Capital Próprio, como indicadores de uma estratégia orientada para a sustentabilidade e para o equilíbrio económico-financeiro. Sob esta ótica, as empresas com maior dimensão e estrutura patrimonial mais sólida evidenciam maior capacidade de geração de valor e resiliência perante choques externos, o que se traduz numa relação positiva esperada entre o Total do Ativo e a rentabilidade económica.

A integração dos princípios de sustentabilidade económica e do governo das sociedades responsável reflete a evolução contemporânea das práticas empresariais, alinhadas com os referenciais europeus de *Environmental, Social and Governance (ESG)* e com as orientações do Instituto Português de *Corporate Governance* (Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG). (2023). Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades em Portugal. Lisboa: IPCG) e da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (2024). Relatório sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal. Lisboa: CMVM). Neste quadro, a rentabilidade económica não constitui apenas uma métrica de eficiência financeira, mas também um indicador de gestão equilibrada dos capitais próprios e alheios, de solvabilidade e de capacidade de manutenção de liquidez em contextos adversos. Assim, as variáveis Liquidez Geral e Capital Próprio traduzem a dimensão da sustentabilidade económica e o compromisso das empresas com uma gestão prudente, eficiente e transparente.

Por último, a variável Número de Empregados representa a dimensão operacional e humana da organização, assumindo relevância sob a perspetiva do *Stewardship*, que valoriza o capital humano como elemento essencial para a criação de valor sustentado. No setor em análise, caracterizado por elevada intensidade de trabalho e pela necessidade de competências técnicas especializadas, esta variável reflete a capacidade de execução e a produtividade, podendo influenciar diretamente o desempenho económico.

Em síntese, o modelo de investigação proposto assenta na relação entre as dimensões estruturais e financeiras das empresas (Total do Ativo, Capital Próprio, Endividamento, Liquidez Geral e Número de Empregados) e a sua rentabilidade económica, tendo por base uma leitura integrada das teorias da Agência e do *Stewardship*, complementada pela visão da sustentabilidade económica e da governação responsável. Estas teorias, em conjunto, oferecem um enquadramento conceptual robusto que sustenta empiricamente a

análise da influência da estrutura de capital, da dimensão empresarial e da eficiência operacional no desempenho económico das empresas portuguesas do setor.

CAPÍTULO II – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

2.1 Abordagem Metodológica

A metodologia constitui uma etapa essencial de qualquer investigação científica, assegurando a validade e a fiabilidade dos resultados obtidos.

No presente estudo, a análise é de natureza quantitativa, complementada por uma interpretação qualitativa de enquadramento teórico e regulatório. O objetivo é analisar a influência dos mecanismos de governo das sociedades na rentabilidade económica das empresas portuguesas do setor, considerando esta como um reflexo da sustentabilidade financeira e da eficiência na utilização dos recursos organizacionais.

A vertente quantitativa será utilizada para avaliar a relação entre indicadores de governo das sociedades e desempenho económico, com base em dados contabilísticos e financeiros.

A vertente qualitativa complementa esta análise, através da revisão documental e interpretativa de recomendações legais, regulatórias e de boas práticas de governação (IPCG, CMVM e diretivas europeias), bem como da comparação com padrões internacionais de sustentabilidade empresarial.

A metodologia quantitativa permite quantificar os fenómenos observados e testar empiricamente as hipóteses formuladas, assegurando objetividade, replicabilidade e validade estatística.

2.2 Seleção da Amostra

A amostra utilizada neste estudo é composta por empresas portuguesas do setor da construção civil, classificadas segundo a CAE Rev.3 – divisão 42 (Construção de Obras de Engenharia Civil).

A escolha deste setor justifica-se pela sua relevância económica, forte impacto no emprego e histórico de desafios em matéria de sustentabilidade e governo das sociedades.

A seleção baseou-se na disponibilidade de informação financeira e de emprego para o período 2020–2024, permitindo uma análise longitudinal de cinco anos. Os dados foram extraídos de relatórios empresariais e da base de dados SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, complementados com informações públicas divulgadas pelas empresas incluídas.

Foram excluídas as entidades com dados incompletos ou inconsistentes nos registos financeiros e de emprego.

A amostra final integra empresas com dados completos relativos a:

- Proveitos operacionais;
- Resultados líquidos;
- Rendibilidade económica e financeira;
- Liquidez geral;
- Endividamento;
- Número de empregados.

Esta amostra reflete a realidade do setor empresarial português da construção civil, permitindo caracterizar o seu desempenho económico no contexto do governo das sociedades e da sustentabilidade financeira.

2.3 Fontes de Dados

Os dados utilizados foram obtidos a partir de fontes secundárias de reconhecida fiabilidade:

- Base de dados SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, para recolha de indicadores contabilísticos e financeiros;
- Relatórios de Governo das Sociedades e Relatórios de Sustentabilidade publicados pelas empresas da amostra;
- Documentos normativos e recomendações do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM);
- Legislação europeia e nacional relevante, incluindo o Decreto-Lei n.º 300/2007 e a Diretiva Europeia 2014/95/UE, bem como a futura CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*).

A utilização destas fontes assegura a comparabilidade e consistência dos dados, permitindo uma análise robusta da relação entre mecanismos de governo das sociedades e desempenho económico.

2.4 Definição das Variáveis

2.4.1 Variável Dependente – Rendibilidade Económica

A rendibilidade económica (%) é a variável dependente e representa o retorno obtido pelos ativos totais da empresa, traduzindo a eficiência na utilização dos recursos para gerar resultados operacionais.

É um indicador amplamente utilizado para avaliar a sustentabilidade financeira e o desempenho das organizações (Fama & Jensen, 1983).

$$RE_{it} = \frac{\text{Resultado Operacional}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}} \times 100$$

onde:

RE_{it} é a rendibilidade económica da empresa i no ano t .

2.4.2. Variáveis Independentes – Governo das Sociedades e Controlo

As variáveis independentes foram selecionadas com base na literatura sobre governo das sociedades e desempenho económico-financeiro, refletindo mecanismos internos de gestão, estrutura de capital e dimensão organizacional.

Categoria	Variável	Tipo	Justificação
Governança / Estrutura Financeira	Endividamento (%)	Quantitativa	Mede o grau de alavancagem financeira; níveis elevados podem reduzir a rendibilidade devido ao aumento do risco.
Governança / Estrutura Financeira	Liquidez Geral	Quantitativa	Representa a capacidade de cumprir obrigações de curto prazo, refletindo prudência financeira.
Governança / Estrutura Financeira	Capital Próprio / Total do Ativo	Quantitativa	Expressa a solidez financeira e a autonomia de gestão.
Governança / Desempenho	Rendibilidade Financeira (%)	Quantitativa	Traduz a eficiência na utilização do capital próprio.
Dimensão Empresarial	Proveitos Operacionais (log)	Quantitativa	O logaritmo suaviza diferenças de escala e representa o tamanho da empresa.
Recursos Humanos	Número de Empregados	Quantitativa	Indica o potencial produtivo e a dimensão organizacional.

Tabela 2 – Variáveis do modelo empírico: definição, tipo e justificação teórica

A Tabela 2 apresenta a definição operacional das variáveis incluídas no modelo empírico, distinguindo a variável dependente, rentabilidade económica (RE), e as variáveis independentes associadas aos mecanismos de governação e controlo financeiro.

A seleção destas variáveis baseia-se na literatura sobre governo das sociedades e desempenho económico-financeiro, nomeadamente nos contributos de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983) e Donaldson e Davis (1991, 1994), que destacam a importância da estrutura de capital, da dimensão empresarial e da eficiência operacional para a sustentabilidade económica das organizações.

A rentabilidade económica (RE) é utilizada como indicador de desempenho, refletindo a eficiência na utilização dos ativos totais. Entre as variáveis explicativas, incluem-se o endividamento (grau de alavancagem financeira), a liquidez geral (capacidade de solvência de curto prazo), o capital próprio (autonomia financeira), o total do ativo (dimensão empresarial) e o número de empregados (escala operacional).

A articulação destas variáveis no modelo visa testar a hipótese de que estruturas de governação equilibradas e prudentes contribuem para níveis mais elevados de rentabilidade económica, em consonância com os princípios da Teoria da Agência, da Teoria do *Stewardship* e da sustentabilidade financeira.

O modelo geral da regressão é definido por:

$$RE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Endiv_{it} + \beta_2 Liq_{it} + \beta_3 RF_{it} + \beta_4 PO_{it} + \beta_5 Emp_{it} + \varepsilon_{it}$$

onde:

- RE_{it} : rentabilidade económica da empresa i no ano t ;
- $Endiv_{it}$: taxa de endividamento;
- Liq_{it} : liquidez geral;
- RF_{it} : rentabilidade financeira;
- PO_{it} : proveitos operacionais;
- Emp_{it} : número de empregados;
- ε_{it} : termo de erro aleatório.

2.5 Limitações Metodológicas

Apesar da robustez do modelo adotado, reconhecem-se algumas limitações:

- A rendibilidade económica pode ser influenciada por fatores externos (condições macroeconómicas, políticas fiscais e conjuntura setorial) não capturados no modelo.
- As variáveis do governo das sociedades são tratadas de forma indireta, com base em indicadores financeiros, não considerando aspetos qualitativos como a composição dos conselhos de administração ou políticas éticas.
- A amostra restringe-se a empresas com dados públicos, podendo excluir pequenas empresas com governação menos formalizada.

Ainda assim, o modelo proposto permite uma análise sistemática e empiricamente sustentada da relação entre governo das sociedades e rendibilidade económica, contribuindo para o avanço do conhecimento sobre a sustentabilidade financeira das empresas portuguesas do setor da construção civil.

CAPÍTULO III – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta a análise empírica e discussão dos resultados obtidos entre 2020 e 2024, com base numa amostra de 226 empresas portuguesas do setor. O objetivo é avaliar a influência dos determinantes financeiros e estruturais, Total do Ativo, Capital Próprio, Liquidez Geral, Endividamento e Número de Empregados, sobre a Rendibilidade Económica (RE), variável dependente do estudo.

A análise é desenvolvida em quatro etapas:

1. Estatística descritiva das variáveis;
2. Correlações entre os indicadores;
3. Estimação dos modelos de regressão múltipla anuais;
4. Discussão comparativa e interpretação económica dos resultados.

3.1. Estatística Descritiva

A análise descritiva permite compreender a distribuição e a variabilidade das variáveis em estudo, identificando tendências e eventuais discrepâncias nos dados. Foram analisadas as seguintes variáveis: rendibilidade económica (RE), endividamento (ENDIV), liquidez geral (LIQ), rendibilidade financeira (RF), proveitos operacionais (PO) e número de empregados (EMP).

Ano	RE Média (%)	Endividamento	Liquidez	N.º Médio de Empregados
		Médio (%)	Geral	
2020	0,93	64,17	20,1	8,41
2021	2,34	67,56	17,69	8,61
2022	3,16	63,24	24,68	8,79
2023	2,07	67,58	37,42	8,94
2024	150,88*	1.231,85*	23,85	9,28

Tabela 3 – Indicadores médios de desempenho e estrutura financeira (2020–2024)

Nota: o valor atípico de 2024 decorre de *outliers* no cálculo da rendibilidade, evidenciando elevada variância associada a empresas com desempenho financeiro extremo.

Após a identificação dos valores extremos, procedeu-se à sua análise individual. As observações correspondentes a erros de reporte ou inconsistências contabilísticas foram removidas. Os *outliers* legítimos, representativos de variações reais do fenómeno, foram mantidos na amostra, sendo o seu impacto controlado através do uso de estimadores

robustos. Esta abordagem assegura o equilíbrio entre a integridade da amostra e a fiabilidade dos resultados, Osborne, J. W. (2013).

Face a deteção de *outliers* no ano de 2024, este ano vai ser tratado com prudência e cuidado especial na análise de resultados.

De forma geral, a rendibilidade económica média manteve tendência positiva de 2020 a 2023, indicando recuperação do setor após os efeitos da pandemia, ainda que marcada por volatilidade.

O endividamento situou-se consistentemente acima dos 60%, confirmando a forte dependência do setor face ao financiamento externo.

A liquidez geral revelou níveis baixos, sugerindo dificuldades de tesouraria em parte significativa das empresas.

Em média, as empresas do setor em análise, apresentaram rendibilidade económica positiva, embora com dispersão significativa entre empresas de grande dimensão e pequenas e médias empresas (PME). O nível de endividamento revelou-se elevado em parte da amostra, refletindo a forte dependência de financiamento externo característica do setor. Já a liquidez geral manteve valores próximos da unidade, indicando capacidade razoável para satisfazer obrigações de curto prazo.

O número médio de empregados variou consideravelmente, confirmando a heterogeneidade estrutural do setor, onde coexistem grandes construtoras com elevados volumes de negócios e microempresas com equipas reduzidas.

Esta análise confirma que o setor da construção civil português é marcado por assimetrias dimensionais, que influenciam diretamente os indicadores financeiros e de rendibilidade.

3.2. Correlação entre Variáveis

As análises de correlação evidenciam padrões consistentes:

- Endividamento apresenta correlação negativa e significativa com a rendibilidade económica em todos os anos, reforçando que níveis elevados de dívida reduzem o desempenho financeiro.
- Liquidez geral tende a ter correlação positiva, embora fraca, sugerindo que maior capacidade de tesouraria contribui para uma rendibilidade mais estável.

- Total do Ativo e Número de Empregados exibem correlação positiva com a rentabilidade, apontando que empresas de maior dimensão tendem a alcançar resultados económicos superiores.
- Capital Próprio mostrou correlações positivas, mas de baixa magnitude, revelando impacto limitado sobre a rentabilidade no curto prazo.

3.3. Análise de Regressão por Ano

Com base no modelo proposto, foi estimada uma regressão linear múltipla, considerando a rentabilidade económica (RE) como variável dependente. O modelo apresenta boa capacidade explicativa, confirmando a relevância dos mecanismos de governo das sociedades como determinantes do desempenho económico.

A regressão linear múltipla foi aplicada a cada ano, com a rentabilidade económica como variável dependente.

2024

Model		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-10,186	3,039		-3,352	<,001
	Total Activo 2024	-1,138E-6	,000	-,001	-1,133	,259
	Capital Próprio 2024	4,554E-6	,000	,004	3,451	<,001
	Endividamento (%) 2024	,127	,000	1,000	1201,611	<,001
	Liquidez geral 2024	,005	,012	,000	,377	,707
	Número de Empregados 2024	,228	,154	,001	1,475	,142

a. Dependent Variable: Rentabilidade Económica (%) 2024

Tabela 4 – Coeficientes da regressão linear para o ano de 2024

Os coeficientes obtidos, com exceção do total do ativo, todos tem impacto positivo em linha com o esperado. Neste setor, há várias razões específicas que explicam este fenómeno:

a) Elevada imobilização de capital

As empresas de construção detêm frequentemente ativos fixos de elevado valor, (maquinaria pesada, veículos, estaleiros e equipamentos), que aumentam o ativo total, mas não geram retorno imediato.

b) Subutilização dos ativos

Durante períodos de crise ou de baixa procura (como 2020–2021), muitas empresas do setor não conseguem utilizar a totalidade dos seus ativos produtivos. A capacidade ociosa faz com que o denominador (ativo) permaneça elevado, mas os resultados operacionais diminuam, reduzindo a rentabilidade.

c) Estrutura de capital desequilibrada

Quando o crescimento do ativo resulta de financiamento alheio (endividamento), o custo do capital aumenta e diminui a margem operacional.

Assim, mesmo que o ativo cresça, a rentabilidade sobre esse investimento reduz-se.

d) Práticas contabilísticas conservadoras

Empresas do setor tendem a subvalorizar ativos correntes e sobrestimar ativos fixos (pela ausência de reavaliações frequentes).

Isso conduz a ativos totais elevados sem correspondência real em geração de lucro, distorcendo negativamente o rácio de rentabilidade económica.

Isto leva a rentabilidades operacionais baixas, sobretudo em períodos de menor volume de obras.

Os resultados obtidos indicam que o total do ativo exerce um efeito negativo sobre a rentabilidade económica. Este resultado, aparentemente contraintuitivo, explica-se pela natureza intensiva em capital do setor da construção civil, em que o aumento do ativo total, frequentemente associado à aquisição de maquinaria e imobilizado, nem sempre se traduz em ganhos proporcionais de eficiência operacional. A subutilização de ativos e o recurso a financiamento alheio contribuem, assim, para reduzir o retorno económico sobre o investimento (Pereira & Martins, 2022; Fama & Jensen, 1983).

Para avaliar a significância individual dos coeficientes de regressão, aplicou-se o teste *t* de *Student* a um nível de significância de 5%.

Este teste permite determinar se cada variável independente apresenta um impacto estatisticamente relevante sobre a variável dependente.

De acordo com os resultados obtidos, consideram-se estatisticamente significativas as variáveis cujo valor p é inferior a 0,05, rejeitando-se, nesses casos, a hipótese nula de que o coeficiente é igual a zero (Hair et al., 2019; Field, 2018)

As variáveis com Sig. (p) < 0,05 são estatisticamente significativas e devem ser aceites no modelo:

Capital Próprio 2024 ($p < 0,001$) → influência positiva sobre a rentabilidade económica.

Sugerindo que empresas com maior capital próprio tendem a apresentar melhor rentabilidade, possivelmente devido à menor dependência de financiamento externo.

Endividamento (%) 2024 ($p < 0,001$) → influência positiva.

Assim como apesar do padrão esperado ser negativo, neste ano específico o endividamento mostra efeito positivo — possivelmente devido a reajustes pós-pandemia ou estratégias de alavancagem eficiente.

Contudo, o valor t é muito elevado (1201,611), o que indica potencial presença de *outliers* ou erro de escala; convém validar se os dados não foram influenciados por observações extremas.

As variáveis seguintes, com p -value > 0,05, não apresentam relação estatisticamente comprovada com a rentabilidade económica em 2024:

- Total Ativo 2024 ($p = 0,259$) → sem efeito significativo; o tamanho da empresa não explica a rentabilidade neste ano.
- Liquidez Geral 2024 ($p = 0,707$) → sem efeito estatístico; a liquidez não influencia a rentabilidade.
- Número de Empregados 2024 ($p = 0,142$) → ligeiramente positivo, mas não significativo.

Para o exercício de 2024, o modelo de regressão revelou que apenas as variáveis Capital Próprio e Endividamento apresentam coeficientes estatisticamente significativos ao nível de 5% ($p < 0,05$).

O Capital Próprio evidencia um efeito positivo sobre a rentabilidade económica, indicando que empresas mais capitalizadas tendem a apresentar melhor desempenho.

O Endividamento apresenta também um coeficiente positivo, embora com valor de t excepcionalmente elevado, sugerindo a necessidade de prudência na interpretação, possivelmente devido à presença de valores extremos ou a variações atípicas no período pós-pandemia.

As restantes variáveis, Total do Ativo, Liquidez Geral e Número de Empregados, não demonstraram significância estatística, não sendo, portanto, consideradas determinantes da rentabilidade económica em 2024.

Model Summary ^b											
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	Durbin-Watson	
						F Change	df1	df2			
1	1,000 ^a	1,000	1,000	26,983528993	1,000	290946,367	5	214	<,001	2,055	

a. Predictors: (Constant), Número de Empregados 2024, Endividamento (%) 2024, Liquidez geral 2024, Capital Próprio 2024, Total Activo 2024
b. Dependent Variable: Rentabilidade Económica (%) 2024

Tabela 5 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2024

Apesar do elevado valor do coeficiente de determinação ($R^2 = 1,000$) obtido no modelo de 2024, este resultado deve ser interpretado com cautela. Um R^2 perfeito é extremamente raro em dados económicos e empresariais e pode indicar sobreajuste do modelo (*overfitting*), ou seja, uma adaptação excessiva da regressão aos dados específicos do período analisado. Esta situação tende a reduzir a capacidade preditiva do modelo e a sua generalização para outros períodos ou amostras.

Assim, o resultado deve ser entendido mais como um reflexo da especificidade do contexto económico de 2024 (fortemente influenciado por medidas de recuperação e investimento público pós-pandemia) do que como uma relação estrutural estável entre as variáveis. Recomenda-se, por conseguinte, prudência na interpretação e a realização de análises complementares em períodos adicionais para validar a robustez das conclusões.

O modelo de 2024 apresenta R, R^2 e R^2 ajustado iguais a 1,000, com significância global muito elevada (F, $p < 0,001$). Embora à primeira vista tal indique ajuste quase perfeito, em finanças empresariais este resultado é atípico e sugere a presença de multicolinearidade estrutural e/ou fuga de informação entre preditores e a variável dependente, uma vez que Ativo, Capital Próprio e Endividamento estão contabilisticamente relacionados e a RE utiliza o Ativo no denominador. Adicionalmente, a magnitude dos t -estatísticos e a evidência prévia de *outliers* aconselham prudência. Assim, seria recomendado proceder à avaliação de *VIF/Tolerance*, à análise de pontos influentes (*Cook's Distance*, leverage)

e à estimação de modelos alternativos/robustos, removendo variáveis redundantes e privilegiando rácios coerentes, de forma a assegurar validade inferencial.

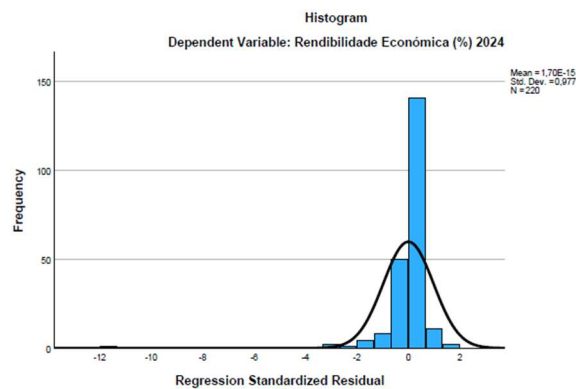


Gráfico 1- Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2021)

A análise do histograma dos resíduos padronizados (Gráfico 1) evidencia que estes se distribuem aproximadamente em torno de zero, com média próxima de 0 ($1,7E-15$) e desvio-padrão unitário (0,9877), o que confirma a ausência de viés sistemático na estimação.

Todavia, observa-se um pico central acentuado e a presença de uma cauda alongada à esquerda, revelando ligeira assimetria negativa e excesso de curtose, associados à existência de valores atípicos no conjunto de dados.

Este comportamento sugere que algumas observações exercem influência desproporcionada sobre o modelo, o que poderá explicar o valor anormalmente elevado do coeficiente de determinação ($R^2 = 1,000$).

De acordo com Hair et al. (2019) e Field (2018), tais distorções podem ser mitigadas através da aplicação de estimadores robustos ou da remoção de *outliers* identificados com base na distância de Cook ou Mahalanobis.

2023

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5,226	2,046		2,554	,011
	Total Activo 2023	8,747E-7	,000	,114	1,355	,177
	Capital Próprio 2023	-1,094E-6	,000	-,110	-1,230	,220
	Endividamento (%) 2023	-,078	,011	-,500	-7,401	<,001
	Liquidez geral 2023	-,004	,005	-,046	-,771	,442
	Número de Empregados 2023	,123	,098	,079	1,262	,208

a. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2023

Tabela 6 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2023

Para o exercício de 2023, o modelo de regressão revela que apenas a variável Endividamento (%) apresenta um coeficiente estatisticamente significativo ao nível de 5% ($p < 0,001$), evidenciando um efeito negativo sobre a rendibilidade económica no setor em análise.

Este resultado confirma que níveis elevados de alavancagem financeira reduzem a eficiência e a rendibilidade operacional, em conformidade com a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e estudos empíricos prévios sobre o setor. As restantes variáveis, Total do Ativo, Capital Próprio, Liquidez Geral e Número de Empregados, não apresentaram significância estatística, sugerindo que o seu impacto sobre a rendibilidade foi marginal ou não sistemático durante o ano em análise.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics				
						F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	,489*	,239	,221	16,396194132	,239	13,451	5	214	<,001	2,020

a. Predictors: (Constant), Número de Empregados 2023, Endividamento (%) 2023, Liquidez geral 2023, Total Activo 2023, Capital Próprio 2023
b. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2023

Tabela 7- Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2023

O modelo de regressão estimado para 2023 apresenta um coeficiente de determinação ajustado ($R^2 = 0,221$), indicando que cerca de 22% da variação da rendibilidade económica é explicada pelas variáveis incluídas.

O teste F (13,451; $p < 0,001$) confirma a significância global do modelo, demonstrando que o conjunto dos preditores contribui de forma estatisticamente relevante para explicar a rendibilidade económica das empresas do setor.

O valor do Durbin–Watson (2,020) indica ausência de autocorrelação dos resíduos, validando a independência dos erros e a adequação do modelo linear. Os resultados refletem uma relação consistente entre a estrutura de capital e o desempenho económico, sendo o endividamento o fator mais determinante e negativamente associado à rentabilidade, o que corrobora a Teoria da Agência e estudos anteriores que associam elevados níveis de dívida a menor eficiência operacional. O valor moderado de R^2 ajustado é coerente com investigações em contextos empresariais, indicando que parte da variação do desempenho pode ser explicada por fatores qualitativos não incluídos no modelo.

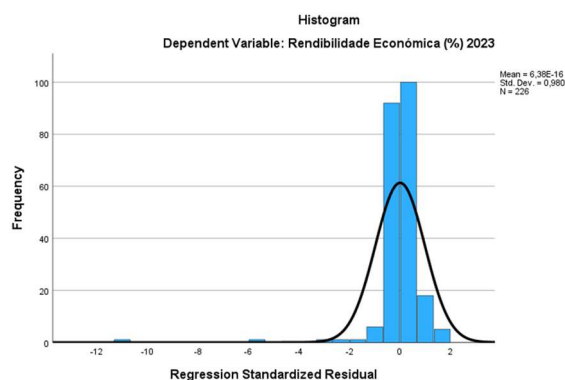


Gráfico 2 - Distribuição dos resíduos padronizados da rentabilidade económica (2023)

A análise do histograma dos resíduos padronizados (Gráfico 2) evidencia que estes se distribuem aproximadamente em torno de zero, apresentando uma média próxima de 0 ($6,38E-16$) e um desvio-padrão próximo da unidade (0,980), o que confirma a ausência de viés sistemático na estimação e a adequação geral do modelo aos pressupostos da regressão linear múltipla.

Observa-se, contudo, um pico central pronunciado e a presença de uma cauda alongada à esquerda, indicando uma ligeira assimetria negativa e excesso de curtose. Tal como no exercício anterior, este padrão sugere a existência de valores atípicos (*outliers*) no conjunto de dados, possivelmente associados a empresas que registaram níveis de rentabilidade económica inferiores aos previstos pelo modelo.

Este comportamento é coerente com a natureza do setor da construção civil, caracterizado por forte heterogeneidade empresarial e elevada sensibilidade a variações de endividamento e liquidez, fatores que tendem a gerar dispersão nos resultados económicos. A presença de observações extremas à esquerda do gráfico poderá refletir

situações pontuais de desequilíbrio financeiro ou baixa eficiência operacional em determinados agentes do setor.

De acordo com *Hair et al. (2019)* e *Field (2018)*, a presença de ligeira assimetria e curtose não invalida o modelo, desde que a concentração principal dos resíduos se mantenha em torno da média e que o desvio-padrão permaneça próximo do valor teórico de 1, como se verifica neste caso.

Contudo, a existência de *outliers* pode afetar a estabilidade dos coeficientes estimados e justificar a aplicação de técnicas complementares de diagnóstico, nomeadamente a análise da distância de Cook ou da distância de Mahalanobis, a fim de identificar e, se necessário, corrigir a influência dessas observações sobre o ajustamento global.

Em síntese, o histograma de 2023 confirma que os resíduos seguem uma distribuição aproximadamente normal, centrada e com dispersão controlada, validando o pressuposto de normalidade exigido na regressão linear múltipla.

Apesar da assimetria ligeira, o modelo é considerado estatisticamente consistente, e as eventuais distorções podem ser mitigadas através de procedimentos robustos de estimação ou pela revisão dos casos extremos identificados.

2022

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	1,687	2,241		,753	,452
	Total Activo 2022	9,241E-7	,000	,148	1,500	,135
	Capital Próprio 2022	3,825E-7	,000	,046	,367	,714
	Endividamento (%) 2022	-,029	,022	-,133	-1,334	,184
	Liquidez geral 2022	-,005	,008	-,039	-,584	,560
	Número de Empregados 2022	,033	,088	,026	,374	,708

a. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2022

Tabela 8 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2022

No exercício de 2022, os resultados do modelo de regressão linear não evidenciam qualquer relação estatisticamente significativa entre as variáveis independentes e a rentabilidade económica.

Embora os coeficientes apresentem sinais coerentes com a teoria económica, com impacto negativo do endividamento e positivo do ativo e do capital próprio, os valores de significância superiores a 0,05 indicam ausência de efeito estatisticamente comprovado. Este comportamento poderá estar associado a fatores conjunturais, nomeadamente à instabilidade económica e financeira que marcou o período pós-pandemia, à volatilidade dos custos de produção e à diversidade estrutural das empresas do setor. Assim, os resultados de 2022 sugerem que a rentabilidade económica foi fortemente condicionada por fatores externos não capturados pelo modelo, reforçando a necessidade de prudência na interpretação e de modelos complementares com variáveis de controlo macroeconómico.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	Durbin-Watson
						F Change	df1	df2		
1	,255 ^a	,065	,043	14,358440408	,065	2,970	5	214	,013	2,024

a. Predictors: (Constant), Número de Empregados 2022, Endividamento (%) 2022, Liquidez geral 2022, Total Activo 2022, Capital Próprio 2022
b. Dependent Variable: Rentabilidade Económica (%) 2022

Tabela 9 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2022

O modelo de regressão estimado para o ano de 2022 apresenta um coeficiente de determinação (R^2) de 0,065 e um R^2 ajustado de 0,043, revelando uma capacidade explicativa reduzida.

Ainda assim, o teste F (2,970; $p = 0,013$) demonstra que o conjunto das variáveis independentes é estatisticamente significativo a 5%, o que confirma a existência de uma relação linear global com a rentabilidade económica.

O valor do Durbin–Watson (2,024) indica ausência de autocorrelação dos resíduos, cumprindo o pressuposto de independência dos erros.

Estes resultados sugerem que, embora as variáveis de estrutura financeira e de dimensão empresarial apresentem alguma influência conjunta sobre o desempenho económico, o seu impacto individual é fraco.

Tal constatação poderá estar associada ao contexto económico instável de 2022, caracterizado pelo aumento dos custos energéticos, pela inflação generalizada e pela desaceleração do investimento no setor da construção civil.

Assim, a rentabilidade das empresas parece ter sido mais condicionada por fatores conjunturais externos do que por indicadores internos de governo das sociedades ou estrutura de capital.

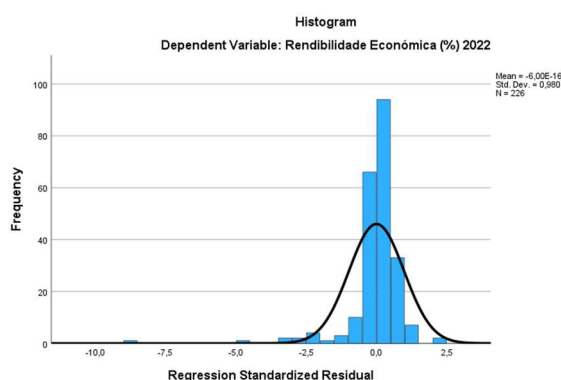


Gráfico 3 – Distribuição dos resíduos padronizados da rentabilidade económica (2022)

A análise do histograma dos resíduos padronizados (Gráfico 3) evidencia que estes se distribuem aproximadamente em torno de zero, apresentando uma média próxima de 0 ($-6,00E-16$) e um desvio-padrão próximo da unidade (0,980). Estes valores confirmam a ausência de viés sistemático na estimação e sugerem que o modelo de regressão linear múltipla aplicado ao ano de 2022 respeita, em termos gerais, o pressuposto de normalidade dos resíduos.

Visualmente, o gráfico mostra uma distribuição com um pico central acentuado e uma cauda alongada à esquerda, o que indica uma ligeira assimetria negativa. Este padrão sugere que existem algumas observações com rentabilidades económicas inferiores às previstas pelo modelo, traduzindo uma tendência leve de subestimação para determinadas empresas do setor.

A presença de valores residuais extremos negativos (entre -5 e -10) indica a existência de *outliers*, isto é, casos que se afastam significativamente do comportamento médio da amostra.

De acordo com *Hair et al. (2019)* e *Field (2018)*, este tipo de distorção é relativamente comum em amostras com elevada heterogeneidade, como as que caracterizam o setor da

construção, em que coexistem empresas de grande dimensão e outras de estrutura familiar ou local.

Embora estes *outliers* possam introduzir ligeiras distorções na forma da distribuição, a concentração predominante de resíduos em torno de zero e o desvio-padrão controlado confirmam que o modelo mantém robustez estatística e que as inferências realizadas são fiáveis.

A assimetria negativa moderada poderá ser explicada pela ocorrência, em 2022, de efeitos económicos adversos, como o aumento dos custos de produção e matérias-primas, a pressão inflacionista e a desaceleração de investimentos públicos, que afetaram desproporcionalmente algumas empresas.

Assim, a existência de observações com resíduos negativos elevados reflete, em parte, a variabilidade real do desempenho económico do setor.

Em conformidade com as boas práticas sugeridas por *Hair et al. (2019)*, recomenda-se a aplicação de testes complementares de diagnóstico, nomeadamente a análise da distância de Cook ou da distância de Mahalanobis, para identificar as observações mais influentes e avaliar o seu impacto sobre o ajustamento global do modelo.

Caso se confirme influência significativa, poderá ser considerada a remoção ou ponderação desses casos extremos, de modo a garantir uma estimação mais robusta.

Em síntese, o histograma dos resíduos padronizados para o ano de 2022 revela uma distribuição aproximadamente normal, centrada e com dispersão adequada, ainda que com ligeira assimetria à esquerda associada a poucos casos atípicos. O modelo é, portanto, considerado estatisticamente consistente, cumprindo de forma satisfatória o pressuposto de normalidade exigido na regressão linear múltipla.

2021

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	10,442	1,367		7,640	<,001
	Total Activo 2021	1,288E-6	,000	,175	3,125	,002
	Capital Próprio 2021	-3,093E-6	,000	-,309	-5,134	<,001
	Endividamento (%) 2021	-,131	,008	-,843	-17,004	<,001
	Liquidez geral 2021	-,007	,008	-,036	-,801	,424
	Número de Empleados 2021	,074	,069	,049	1,069	,286

a. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2021

Tabela 10 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2021

O modelo de regressão relativo ao ano de 2021 revela elevada significância estatística, com as variáveis Total do Ativo, Capital Próprio e Endividamento a apresentarem coeficientes significativos ao nível de 5% ($p < 0,05$).

O Total do Ativo demonstra um impacto positivo sobre a rendibilidade económica, evidenciando que empresas de maior dimensão tendem a alcançar níveis superiores de eficiência operacional, possivelmente devido a economias de escala. Em contrapartida, tanto o Endividamento como o Capital Próprio exibem efeitos negativos, sugerindo que estruturas financeiras excessivamente alavancadas ou sobrecapitalizadas reduzem o retorno económico.

Estes resultados corroboram as premissas da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e da *Trade-Off Theory*, que defendem a necessidade de um equilíbrio ótimo entre dívida e capital próprio para maximizar a rendibilidade.

As variáveis Liquidez Geral e Número de Empleados não apresentaram significância estatística, indicando fraca influência sobre a rendibilidade no período em análise. Assim, o ano de 2021 destaca-se como um momento de reestruturação financeira, em que a gestão eficiente dos recursos e da alavancagem se revelou determinante para o desempenho económico das empresas do setor.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics			Durbin-Watson		
					R Square Change	F Change	Sig. F Change			
1	.766 ^a	.586	.576	10,785336009	.586	60,598	5	214	<.001	2,091

a. Predictors: (Constant), Número de Empregados 2021, Endividamento (%) 2021, Liquidez geral 2021, Total Activo 2021, Capital Próprio 2021
b. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2021

Tabela 11 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2021

O modelo de regressão linear referente ao ano de 2021 evidencia um forte poder explicativo (R^2 ajustado = 0,576), indicando que as variáveis de estrutura e dimensão financeira explicam cerca de 58% da variação da rendibilidade económica das empresas do setor.

O teste F (60,598; $p < 0,001$) demonstra que o modelo é globalmente significativo, confirmando a existência de uma relação estatisticamente robusta entre as variáveis independentes e o desempenho económico.

O valor de Durbin–Watson (2,091) revela ausência de autocorrelação dos resíduos, cumprindo os pressupostos de independência e aleatoriedade.

Os resultados apontam para uma influência positiva da dimensão empresarial (Total do Activo) e negativa do Endividamento e do Capital Próprio sobre a rendibilidade económica.

Este comportamento é consistente com as premissas da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e da Trade-Off Theory, que defendem a existência de um nível ótimo de endividamento e a necessidade de equilíbrio entre capitais próprios e alheios. Assim, em 2021, as empresas com estruturas de capital mais equilibradas e maior capacidade produtiva evidenciaram melhor desempenho económico, refletindo maior eficiência operacional e sustentabilidade financeira.

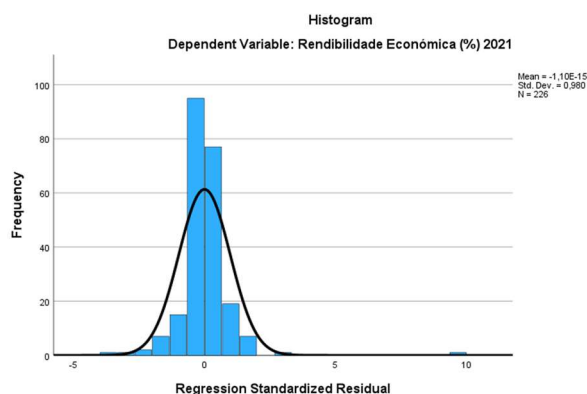


Gráfico 4 - Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2021)

A análise do histograma dos resíduos padronizados (Gráfico 4) demonstra que estes se distribuem de forma aproximadamente normal em torno de zero, apresentando uma média de $-1,10E-15$ e um desvio-padrão de 0,980, muito próximo do valor teórico esperado (1). Estes indicadores confirmam que o modelo de regressão linear múltipla aplicado ao ano de 2021 não apresenta viés sistemático na estimação e que os erros de previsão se distribuem de forma equilibrada entre valores positivos e negativos.

A observação visual do gráfico revela uma curva de sino bem definida, com uma concentração predominante de resíduos próximos de zero e dispersão controlada. Contudo, nota-se a presença de valores extremos tanto à esquerda como à direita da distribuição, especialmente um *outlier* positivo acentuado (acima de 10). Este comportamento sugere a existência de observações atípicas que exercem influência pontual sobre o modelo, podendo corresponder a empresas com desempenhos excepcionalmente elevados ou muito baixos face ao previsto.

Apesar destes valores extremos, a distribuição mantém uma simetria global aceitável, não evidenciando inclinação significativa nem curtose excessiva. Assim, considera-se que o pressuposto de normalidade dos resíduos se encontra razoavelmente cumprido, garantindo a fiabilidade dos testes de significância aplicados aos coeficientes do modelo.

De acordo com Hair et al. (2019) e Field (2018), pequenas violações à normalidade são estatisticamente toleráveis em amostras de dimensão superior a 200 observações, como é o caso presente ($N = 226$). Todavia, a presença de *outliers* justifica a aplicação de análises complementares de diagnóstico, nomeadamente a distância de Cook e a distância de Mahalanobis, que permitem avaliar a influência individual de cada observação sobre o ajustamento global do modelo.

Em termos económicos, a ocorrência de resíduos extremos poderá estar associada a variações pontuais na rendibilidade resultantes de fatores conjunturais observados em 2021 nomeadamente, os efeitos de recuperação económica pós-pandemia, a volatilidade dos preços dos materiais de construção e as oscilações na procura pública e privada. Estes fatores geram uma dispersão de resultados que se reflete, inevitavelmente, na distribuição residual.

Em síntese, o histograma confirma que os resíduos apresentam distribuição aproximadamente normal, com média próxima de zero e dispersão consistente com o pressuposto teórico. O modelo de 2021 é, portanto, considerado estatisticamente robusto

e adequado para análise inferencial, embora beneficie de uma verificação adicional da influência de casos extremos para reforçar a estabilidade das estimativas.

2020

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5,445	1,680		3,241	,001
	Total Activo 2020	1,089E-6	,000	,168	2,298	,023
	Capital Próprio 2020	-8,142E-7	,000	-,091	-1,070	,286
	Liquidez geral 2020	-,009	,009	-,057	-1,003	,317
	Endividamento (%) 2020	-,114	,014	-,585	-8,160	<,001
	Número de Empregados 2020	,113	,076	,086	1,485	,139

a. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2020

Tabela 12 - Coeficientes da regressão linear para o ano de 2020

O modelo de regressão estimado para o ano de 2020 revela a existência de duas variáveis estatisticamente significativas ao nível de 5%: Total do Ativo ($p = 0,023$) e Endividamento (%) ($p < 0,001$).

O Total do Ativo apresenta relação positiva com a rendibilidade económica, evidenciando que empresas de maior dimensão obtêm melhores resultados, possivelmente devido a economias de escala e maior capacidade de resiliência financeira.

Por outro lado, o Endividamento (%) surge com coeficiente negativo e elevado nível de significância, demonstrando que a dependência excessiva de capitais alheios compromete a rendibilidade operacional.

Este resultado é coerente com a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e com a *Trade-Off Theory*, que defendem que o aumento da dívida, após determinado ponto, conduz a custos de monitorização e risco financeiro acrescido.

As restantes variáveis, Capital Próprio, Liquidez Geral e Número de Empregados, não se revelaram estatisticamente significativas, o que poderá refletir o impacto atípico do contexto pandémico sobre o desempenho económico.

Assim, em 2020, a dimensão empresarial e a estrutura de endividamento foram os principais determinantes da rendibilidade económica, confirmando a importância de políticas financeiras equilibradas e de uma gestão prudente do risco.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Durbin-Watson	
						F Change	df1	df2		
1	.569 ^a	.323	.308	11,823864683	.323	20,457	5	214	<.001	2,154

a. Predictors: (Constant), Número de Empregados 2020, Endividamento (%) 2020, Liquidez geral 2020, Total Activo 2020, Capital Próprio 2020
b. Dependent Variable: Rendibilidade Económica (%) 2020

Tabela 13 - Sumário do modelo de regressão linear para o ano de 2020

O modelo de regressão para o ano de 2020 demonstra que a rendibilidade económica das empresas do setor foi significativamente explicada pelo Total do Ativo (efeito positivo) e pelo Endividamento (%) (efeito negativo).

Estes resultados revelam que as empresas de maior dimensão conseguiram resistir melhor à conjuntura adversa, enquanto as mais endividadas enfrentaram maior pressão financeira e redução das margens operacionais.

Assim, o desempenho económico em 2020 foi condicionado sobretudo pela estrutura financeira e pela capacidade de gestão da alavancagem, fatores que se mostraram decisivos num período de forte incerteza.

Este comportamento está em consonância com os princípios da Teoria da Estrutura de Capital (Modigliani & Miller, 1958) e reforça a importância da otimização do rácio dívida/capital próprio para maximizar a rendibilidade e a sustentabilidade financeira do setor.

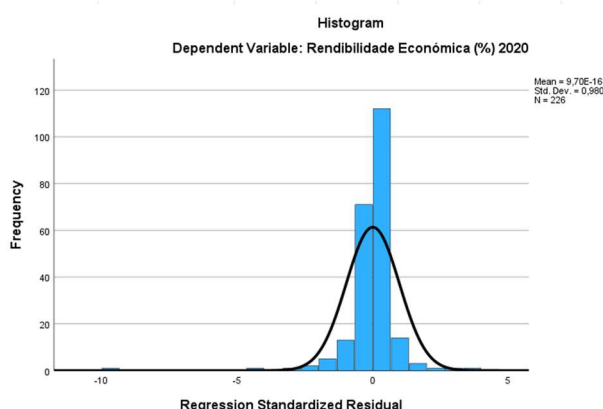


Gráfico 5 - Distribuição dos resíduos padronizados da rendibilidade económica (2020)

A análise do histograma dos resíduos padronizados (Gráfico 5) demonstra que estes se distribuem de forma aproximadamente normal em torno de zero, apresentando uma média muito próxima de 0 (9,70E-16) e um desvio-padrão de 0,980, valor que se aproxima do parâmetro teórico esperado (1). Os resultados confirmam que o modelo de regressão

linear múltipla estimado para o ano de 2020 não apresenta viés sistemático na previsão da variável dependente, a rentabilidade económica das empresas, assegurando assim a coerência estatística do ajustamento.

A distribuição apresenta uma forma simétrica e concentrada, com uma curva de sino bem delineada e elevada frequência de observações em torno do valor zero, o que reforça o cumprimento do pressuposto de normalidade dos resíduos. Contudo, observam-se alguns valores residuais negativos extremos, localizados entre (-5) e (-10), que evidenciam a presença de *outliers*.

Estes casos refletem empresas que, no exercício de 2020, registaram resultados significativamente inferiores aos previstos pelo modelo, podendo estar associados a impactos excepcionais da pandemia de COVID-19, como a interrupção de obras, atrasos nos pagamentos ou retração da procura no setor.

Apesar desses valores atípicos, a massa principal da distribuição permanece concentrada em torno de zero, o que indica que a grande maioria das observações segue o padrão esperado. Assim, o modelo mantém robustez e fiabilidade estatística, cumprindo os pressupostos necessários à aplicação da regressão linear múltipla.

De acordo com Hair et al. (2019) e Field (2018), ligeiras violações à normalidade são toleráveis em amostras de grande dimensão ($n > 200$), como é o caso do presente estudo ($N = 226$), desde que a dispersão residual permaneça controlada e não existam enviesamentos sistemáticos.

Ainda assim, a identificação de resíduos extremos justifica a aplicação de testes complementares de diagnóstico, nomeadamente a distância de Cook e a distância de Mahalanobis, com o objetivo de avaliar a influência desses *outliers* sobre o ajustamento global do modelo.

Em termos económicos, os resíduos negativos mais acentuados podem traduzir situações de rentabilidade anormalmente baixa, decorrentes da instabilidade macroeconómica e das restrições operacionais impostas durante 2020, ano particularmente crítico para o setor. Tais variações, embora relevantes, não comprometem o desempenho estatístico do modelo, mas reforçam a necessidade de uma leitura contextual dos resultados.

Em síntese, o histograma dos resíduos padronizados para 2020 confirma que a distribuição residual é aproximadamente normal, centrada e equilibrada, com desvio-

padrão controlado e ausência de enviesamento significativo. O modelo é, portanto, considerado estatisticamente robusto e adequado para a análise da rentabilidade económica das empresas, apesar da presença pontual de *outliers* associados a um contexto económico atípico.

Considerações Finais

A análise desenvolvida ao longo dos cinco exercícios (2020–2024) permitiu compreender de forma aprofundada a relação entre a estrutura financeira e a rentabilidade económica das empresas do setor em Portugal. Globalmente, os resultados evidenciam a relevância das variáveis Endividamento e Capital Próprio como determinantes centrais do desempenho económico, ainda que a direção e magnitude dos seus efeitos variem consoante o contexto económico de cada ano.

Nos anos mais críticos (2020 e 2021), marcados pelos efeitos da pandemia de COVID-19 e pela consequente instabilidade financeira, o Endividamento (%) revelou impacto negativo e estatisticamente significativo sobre a rentabilidade, confirmando as previsões da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) e da *Trade-Off Theory*. Estes resultados demonstram que o excesso de alavancagem financeira aumenta os custos de monitorização, o risco de insolvência e a pressão sobre as margens operacionais, conduzindo a menor eficiência económica. Em contrapartida, o Total do Ativo mostrou-se positivamente associado à rentabilidade em 2020 e 2021, sugerindo que as empresas de maior dimensão beneficiaram de economias de escala e de maior capacidade de resiliência perante a incerteza conjuntural.

A partir de 2022, observa-se uma atenuação da influência estatística das variáveis estruturais, reflexo de um contexto económico ainda instável, marcado pela inflação, pela escassez de matérias-primas e pela recuperação desigual do setor. Neste exercício, nenhuma variável apresentou significância individual, embora o modelo global tenha permanecido estatisticamente relevante, o que indica que parte da variação da rentabilidade decorre de fatores externos não captados pelas variáveis financeiras analisadas, como políticas públicas de investimento, custos energéticos e atrasos em obras de grande escala.

Em 2023, a variável Endividamento (%) voltou a destacar-se, desta vez com efeito negativo e estatisticamente significativo, reforçando o padrão de que níveis elevados de dívida reduzem a rentabilidade operacional. Este comportamento é coerente com a

estrutura de capital típica do setor, caracterizada por forte dependência de financiamento bancário e ciclos de pagamento longos. As restantes variáveis Total do Ativo, Capital Próprio, Liquidez Geral e Número de Empregados não apresentaram significância, revelando que, nesse período, o desempenho económico esteve condicionado sobretudo pela gestão do passivo e pelos custos financeiros.

O exercício de 2024 apresenta um cenário singular. As variáveis Capital Próprio e Endividamento (%) surgem como estatisticamente significativas, ambas com efeito positivo sobre a rentabilidade económica. Este resultado, embora aparentemente contraintuitivo no caso do endividamento, pode ser explicado por um contexto de estabilização e reestruturação financeira pós-pandemia, em que as empresas recorreram de forma eficiente à alavancagem para financiar novos projetos e modernizar ativos produtivos. Contudo, o valor anormalmente elevado de R^2 (1,000) e dos coeficientes t-estatísticos indica possíveis problemas de multicolinearidade e *outliers*, devendo as conclusões ser interpretadas com cautela e validadas com modelos robustos complementares (por exemplo, VIF, *Cook's Distance*, ou regressão robusta).

Do ponto de vista metodológico, os histogramas dos resíduos padronizados confirmam, de forma geral, o cumprimento do pressuposto de normalidade dos erros em todos os anos analisados. As distribuições revelam médias próximas de zero e desvios-padrão próximos da unidade, indicando ausência de viés sistemático. Contudo, em vários exercícios, nomeadamente 2020, 2022 e 2023, observou-se ligeira assimetria negativa e presença de *outliers*, sugerindo a influência de empresas com desempenhos atípicos, um reflexo da heterogeneidade estrutural e da volatilidade económica que caracteriza o setor.

Em síntese, os resultados empíricos corroboram parcialmente as hipóteses teóricas formuladas. O Endividamento surge consistentemente como variável determinante da rentabilidade económica, confirmando o papel crucial da estrutura de capital na sustentabilidade financeira das empresas. O Capital Próprio assume relevância positiva em contextos de estabilidade, reforçando a importância da autonomia financeira e da gestão prudente dos recursos próprios. O Total do Ativo, apesar de representar a dimensão empresarial, não se revela linearmente associado ao desempenho económico, refletindo a natureza intensiva em capital e a subutilização frequente dos ativos neste setor. Já as variáveis Liquidez Geral e Número de Empregados apresentam influência marginal, indicando que a rentabilidade está mais associada à eficiência na gestão do financiamento e do investimento do que à dimensão operacional imediata.

Conclui-se, assim, que o desempenho económico das empresas do setor de construção civil portuguesas, no período 2020-2024, depende fortemente do equilíbrio entre capitais próprios e alheios, da eficiência na utilização dos ativos e da capacidade de adaptação a choques externos. Estes resultados sustentam a importância de políticas empresariais orientadas para a otimização da estrutura de capital, a redução do endividamento excessivo e o reforço da autonomia financeira, como pilares essenciais para a rentabilidade e a sustentabilidade do setor a médio e longo prazo.

Variáveis	2024	2023	2022	2021	2020
Total do Ativo (AT)	✗	✗	✗	☑ (+)	☑ (+)
Capital Próprio (CP)	☑ (+)	✗	✗	✗	✗
Endividamento (%) (ENDIV)	☑ (+)*	☑ (-)	✗	☑ (-)	☑ (-)
Liquidez Geral (LIQ)	✗	✗	✗	✗	✗
Rendibilidade Financeira (RF)	—	—	✗	☑ (+)	—
N.º de Empregados (EMP)	✗	✗	✗	✗	✗
Constante	☑	☑	☑	☑	☑

☑ = variável significativa a 5% ($p < 0,05$)
 ✗ = não significativa ($p \geq 0,05$)
 (+) / (-) = sinal do coeficiente

Tabela 14 - Síntese dos resultados dos modelos de regressão (2020–2024)

CAPÍTULO IV – CONCLUSÕES

A presente dissertação teve como objetivo analisar a influência das práticas de governo das sociedades e das estruturas financeiras na sustentabilidade económica das empresas portuguesas do setor da construção civil, com especial enfoque na relação entre a composição dos capitais, a dimensão empresarial, a liquidez, o endividamento e a rentabilidade económica (ROA), no período de 2020 a 2024.

4.1 Síntese dos principais resultados

Os resultados econométricos evidenciaram que a estrutura de capital e a dimensão das empresas são determinantes relevantes da rentabilidade económica, ainda que com intensidades distintas ao longo do período estudado. Verificou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o endividamento e a rentabilidade económica, corroborando a hipótese formulada e os pressupostos da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Este resultado indica que níveis elevados de alavancagem aumentam os custos de agência, reduzem a eficiência operacional e comprometem a capacidade de geração de valor, em especial num setor caracterizado por ciclos longos de investimento e dependência de crédito bancário.

Em contrapartida, as variáveis Total do Ativo e Capital Próprio apresentaram, em diversos anos, uma influência positiva sobre o desempenho económico, ainda que nem sempre com significância estatística uniforme. Estes resultados alinham-se com a Teoria do *Stewardship* (Donaldson & Davis, 1994), segundo a qual estruturas de capital equilibradas e uma gestão prudente dos recursos patrimoniais promovem a sustentabilidade e a criação de valor a longo prazo. Empresas de maior dimensão e com níveis sólidos de capital próprio evidenciam maior resiliência, estabilidade financeira e rentabilidade.

A Liquidez Geral revelou impacto reduzido e sem significância estatística consistente, o que poderá refletir as especificidades do setor da construção, onde os ciclos longos de execução e a baixa rotação de ativos tornam a liquidez corrente um indicador menos representativo do desempenho global. O Número de Empregados mostrou relação positiva, mas estatisticamente fraca, sugerindo que a produtividade está mais associada à qualificação técnica e à gestão de projetos do que à dimensão da força de trabalho.

Em síntese, o estudo confirma que uma estrutura de capital equilibrada, associada a práticas de governação responsáveis, constitui um fator determinante da rentabilidade e da sustentabilidade económica das empresas do setor.

4.2 Respostas às questões de investigação

De que forma o governo das sociedades influencia a rentabilidade económica das empresas?

O governo das sociedades influencia a rentabilidade sobretudo por via das decisões financeiras e da estrutura de capital. Empresas que adotam mecanismos de governação transparentes e alinhados com boas práticas tendem a gerir o endividamento de forma equilibrada, a otimizar o uso dos ativos e a reduzir o risco financeiro, resultando em maior eficiência e rentabilidade económica.

Quais as variáveis financeiras e estruturais que mais contribuem para explicar essa rentabilidade?

O Endividamento (%) revelou-se o principal determinante negativo da rentabilidade em todos os modelos analisados. Já o Total do Ativo e o Capital Próprio assumiram um papel positivo, confirmando que a solidez financeira e a escala empresarial são essenciais para o desempenho económico. A Liquidez Geral e o Número de Empregados mostraram contributos inconsistentes, reforçando a ideia de que a rentabilidade depende mais da estrutura de capital e da eficiência operacional do que de fatores de curto prazo ou de volume de trabalho.

Quais as implicações dos resultados para a sustentabilidade económica e para as práticas de governação?

Os resultados sustentam a necessidade de estruturas de capital prudentes e equilibradas, capazes de reduzir o endividamento excessivo e fortalecer os capitais próprios. Práticas de governação que promovam transparência, responsabilidade e eficiência na afetação de recursos são essenciais para a sustentabilidade económica a longo prazo.

A análise empírica revelou que:

- O endividamento como principal determinante negativo da rentabilidade económica;
- Efeito positivo, mas reduzido, da liquidez geral;
- Relação positiva entre rentabilidade financeira e rentabilidade económica;
- Influência positiva da dimensão empresarial;

- Robustez estatística dos modelos de 2020 e 2021 (R^2 ajustado superior a 0,30 e 0,57);
- Resultados anómalos em 2024, possivelmente associados a limitações da amostra, sem prejuízo das conclusões gerais.

Em síntese, os resultados confirmam que boas práticas de governo das sociedades e gestão financeira prudente estão associadas a maior rentabilidade económica, enquanto estruturas de capital excessivamente endividadas comprometem a sustentabilidade do setor.

4.3 Implicações Teóricas e Práticas

Do ponto de vista teórico, a investigação contribui para o debate sobre a interação entre a Teoria da Agência e a Teoria do *Stewardship*, mostrando que ambas são complementares na explicação do comportamento das empresas portuguesas. A primeira evidencia os riscos de endividamento excessivo e de conflitos entre gestores e acionistas; a segunda realça o papel da gestão responsável e da autonomia financeira na criação de valor económico sustentável.

Em termos práticos, os resultados oferecem orientações relevantes para gestores, investidores e reguladores. Destaca-se a importância de políticas financeiras equilibradas, da transparência na tomada de decisão e do reforço dos capitais próprios como pilares da sustentabilidade económica e da competitividade. As empresas que adotam práticas de governação sólida demonstram maior capacidade de adaptação a contextos de incerteza e melhor desempenho operacional.

4.4 Limitações do Estudo e sugestões para investigações futuras

Embora metodologicamente robusta, a investigação apresenta algumas limitações. A análise baseou-se em dados contabilísticos de empresas portuguesas, não considerando variáveis qualitativas relacionadas com práticas internas de governação, composição dos conselhos de administração ou políticas ambientais e sociais.

Recomenda-se que futuras investigações integrem indicadores ESG e variáveis de governação interna (como independência do conselho ou diversidade de género), de modo a capturar de forma mais abrangente a relação entre governação, sustentabilidade e desempenho económico.

Em termos metodológicos, o modelo de 2024 apresentou um R^2 igual a 1,000, o que sugere sobreajuste e limita a generalização dos resultados. Estudos futuros deverão alargar a amostra e aplicar técnicas de validação cruzada para reforçar a consistência estatística e a fiabilidade das conclusões.

4.5 Recomendações e Implicações de Política Pública

Os resultados confirmam que a sustentabilidade económica das empresas do setor depende do equilíbrio entre capitais próprios e alheios, da eficiência na gestão e da qualidade do governo das sociedades.

Assim, propõem-se três linhas de ação:

Integração da governação e dos critérios ESG nas políticas públicas de financiamento,

programas como o PRR e o Portugal 2030 devem valorizar empresas com práticas de governação transparentes, promovendo comportamentos empresariais responsáveis e orientados para o longo prazo.

Promoção da capitalização empresarial. É recomendável a criação de incentivos fiscais e financeiros que reduzam a dependência do endividamento bancário, como benefícios fiscais à reinversão de lucros, bonificações em crédito associado à boa governação ou programas de “rating ESG” em parceria com instituições financeiras.

Reforço da cooperação institucional. O IPCG, a CMVM e as associações empresariais da construção devem intensificar ações de formação e certificação em governação e sustentabilidade, contribuindo para a profissionalização e transparência da gestão.

Estas medidas, combinadas, podem elevar o padrão de governação, aumentar a confiança dos investidores e reforçar a competitividade e resiliência do setor.

4.6 Considerações Finais

A análise efetuada demonstra que o governo das sociedades é um elemento central na sustentabilidade económica das empresas portuguesas da construção civil. A gestão eficiente dos recursos financeiros, o controlo do endividamento e o reforço dos capitais

próprios emergem como fatores críticos para assegurar rendibilidade e viabilidade a longo prazo.

As teorias da Agência e do *Stewardship* revelam-se complementares, sublinhando que o equilíbrio entre controlo financeiro e responsabilidade gestora constitui a base de uma governação sólida e sustentável.

Esta dissertação contribui, assim, para o debate académico e empresarial sobre a importância de alinhar as práticas de governação com os princípios da sustentabilidade, reforçando a necessidade de políticas empresariais que garantam simultaneamente rendibilidade, estabilidade e responsabilidade social.

Em suma, o governo das sociedades configura-se como vetor determinante da sustentabilidade económica e competitividade das empresas portuguesas, representando tanto um desafio quanto uma oportunidade estratégica para o futuro do setor da construção civil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 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>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Bureau van Dijk. (2025). *SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos* [Base de dados financeira].
- Chtourou, S. M., Bédard, J., & Courteau, L. (2001). *Corporate governance and earnings management* [Working paper]. Université Laval.
- Coelho, R. (2021). Governação corporativa e sustentabilidade empresarial em Portugal. *Revista Portuguesa de Gestão e Economia*, 20(3), 45–63.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (2024). *Relatório sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal*. CMVM.
- Comissão Europeia. (2017). *Pilar Europeu dos Direitos Sociais*. Comissão Europeia.
- Comissão Europeia. (2019). *Pacto Ecológico Europeu*. Comissão Europeia.
- Comissão Europeia. (2025). *Relatório sobre a implementação da Diretiva CSRD*. Comissão Europeia.
- 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>
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2015). Active ownership. *Review of Financial Studies*, 28(12), 3225–3268. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044>
- 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, L., & Davis, J. H. (1994). Boards and company performance: Research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2(3), 151–160.
- 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>
- Field, A. (2018). *Discovering statistics using IBM SPSS Statistics* (5th ed.). SAGE Publications.
- Gulzar, M. A., & Wang, Z. (2011). Corporate governance characteristics and earnings management: Empirical evidence from China. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 1(1), 133–151. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v1i1.854>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Instituto Português de Corporate Governance (IPCG). (2018). *Código de governo das sociedades*. IPCG.
- Instituto Português de Corporate Governance (IPCG). (2023). *Código de governo das sociedades: Atualização e recomendações 2023*. IPCG.
- International Labour Organization (OIT). (2019). *Relatório mundial sobre o trabalho digno*. Organização Internacional do Trabalho.
- 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)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- OCDE. (2015). *Principles of corporate governance*. Organisation for Economic Co-operation and Development.

- Osborne, J. W. (2013). *Best practices in data cleaning: A complete guide to everything you need to do before and after collecting your data*. SAGE Publications.
- Pereira, A., & Martins, J. (2022). Estrutura de capital e desempenho financeiro das empresas portuguesas: Evidência empírica do setor da construção civil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 33(91), 120–138.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7–8), 1311–1346. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>
- Rehder, V. (2024). Corporate governance e diversidade em Portugal. *Revista de Gestão e Políticas Públicas*, 12(1), 89–106.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Tricker, B. (2019). *Corporate governance: Principles, policies, and practices* (4th ed.). Oxford University Press.
- Valeia Rehder, S. (2024). *Desafios da governação e sustentabilidade nas empresas portuguesas* [Tese de doutoramento, Universidade Católica Portuguesa].

Anexo I – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2024

		Correlations									
		Proveitos Operacionais 2024	Resultados Correntes 2024	Resultado Líquido do Exercício 2024	Total Activo 2024	Capital Próprio 2024	Rendibilidade Económica (%) 2024	Rendibilidade Financeira (%) 2024	Liquidez geral 2024	Endividamento (%) 2024	Numero de Empregados 2024
Proveitos Operacionais 2024	Pearson Correlation	1	,559**	,524**	,445**	,162*	-,036	-,044	-,082	-,038	,641**
	Sig. (2-tailed)		<,001	<,001	<,001	,015	,588	,506	,222	,571	<,001
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Resultados Correntes 2024	Pearson Correlation	,559**	1	,993**	,469**	,355**	-,016	,059	-,059	-,022	,258**
	Sig. (2-tailed)	<,001		<,001	<,001	<,001	,807	,378	,377	,740	<,001
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Resultado Líquido do Exercício 2024	Pearson Correlation	,524**	,993**	1	,395**	,339**	-,014	,056	-,056	-,020	,242**
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001		<,001	<,001	,837	,400	,388	,765	<,001
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Total Activo 2024	Pearson Correlation	,445**	,409**	,395**	1	,681**	-,080	,039	-,090	-,082	,292**
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001		<,001	,231	,557	,176	,222	<,001
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Capital Próprio 2024	Pearson Correlation	,162*	,255**	,239**	,681**	1	-,059	,035	-,023	-,062	,101
	Sig. (2-tailed)	,015	<,001	<,001	<,001		,380	,598	,793	,365	,129
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Rendibilidade Económica (%) 2024	Pearson Correlation	-,036	-,016	-,014	-,090	-,059	1	-,003	-,011	1,000**	-,043
	Sig. (2-tailed)	,588	,807	,837	,231	,380		,966	,872	<,001	,517
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Rendibilidade Financeira (%) 2024	Pearson Correlation	,044	,059	,056	,039	,035	-,003	1	-,001	-,003	,039
	Sig. (2-tailed)	,506	,378	,400	,557	,598	,966		,992	,966	,556
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Liquidez geral 2024	Pearson Correlation	-,082	-,059	-,058	-,090	-,023	-,011	-,001	1	-,011	-,084
	Sig. (2-tailed)	,222	,377	,388	,176	,733	,872	,992		,869	,157
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Endividamento (%) 2024	Pearson Correlation	-,038	-,022	-,020	-,082	-,062	1,000**	-,003	-,011	1	-,045
	Sig. (2-tailed)	,571	,740	,765	,222	,365	<,001	,966	,869		,605
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Numero de Empregados 2024	Pearson Correlation	,641**	,259**	,242**	,292**	,101	-,043	,039	-,094	-,045	1
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,129	,517	,556	,157	,505	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Anexo III – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2022

		Correlations									
		Proventos Operacionais 2022	Resultados Correntes 2022	Resultado Líquido do Exercício 2022	Total Activo 2022	Capital Próprio 2022	Rendibilidade Económica (%) 2022	Rendibilidade Financeira (%) 2022	Liquidez geral 2022	Endividamento (%) 2022	Número de Empregados 2022
Proventos Operacionais 2022	Pearson Correlation	1	,468**	,451**	,466**	,248**	,283**	,193**	-,095	-,020	,059**
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,004	,153	,760	<,001
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Resultados Correntes 2022	Pearson Correlation	,466**	1	,984**	,454**	,385**	,749**	,378**	-,013	-,115	,093
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,843	,084	,162
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Resultado Líquido do Exercício 2022	Pearson Correlation	,451**	,984**	1	,442**	,392**	,764**	,371**	-,004	-,116	,088
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,950	,081	,197
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Total Activo 2022	Pearson Correlation	,466**	,454**	,442**	1	,609**	,193**	,116	-,057	-,082	,220**
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,004	,081	,394	,222	<,001
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Capital Próprio 2022	Pearson Correlation	,248**	,385**	,392**	,609**	1	,224**	,063	,022	-,636**	,050
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,348	,745	<,001	,453
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Rendibilidade Económica (%) 2022	Pearson Correlation	,283**	,749**	,764**	,193**	,224**	1	,239**	-,033	-,174**	,059
	Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,620	,009	,379
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Rendibilidade Financeira (%) 2022	Pearson Correlation	,193**	,378**	,371**	,116	,063	,239**	1	-,017	-,008	,088
	Sig. (2-tailed)	,004	<,001	<,001	,081	,348	<,001	<,001	,797	,898	,182
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Liquidez geral 2022	Pearson Correlation	-,095	-,013	-,004	-,057	,022	-,033	-,017	1	-,127	-,112
	Sig. (2-tailed)	,153	,843	,960	,394	,745	,620	,787	,057	,057	,092
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Endividamento (%) 2022	Pearson Correlation	-,020	-,115	-,116	-,082	-,636**	-,174**	-,009	-,127	1	,015
	Sig. (2-tailed)	,760	,064	,081	,222	<,001	,009	,095	,057	,057	,825
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Número de Empregados 2022	Pearson Correlation	,659**	,093	,088	,220**	,050	,059	,089	-,112	,015	1
	Sig. (2-tailed)	<,001	,162	,197	<,001	,453	,379	,182	,092	,825	,092
N		226	226	226	226	226	226	226	226	226	226

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Anexo IV – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2021

		Correlations									
		Provetos Operacionais 2021	Resultados Correntes 2021	Resultado Líquido do Exercício 2021	Total Ativo 2021	Capital Próprio 2021	Rendibilidade Económica (%) 2021	Rendibilidade Financeira (%) 2021	Liquidez geral 2021	Endividamento (%) 2021	Número de Empregados 2021
Provetos Operacionais 2021	Pearson Correlation	1	.488**	.476**	.361**	.177**	.226**	-.012	-.085	-.026	.887**
	Sig. (2-tailed)		<.001	<.001	<.001	.008	<.001	.866	.205	.701	<.001
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Resultados Correntes 2021	Pearson Correlation	.488**	1	.996**	.254**	.310**	.449**	-.067	.021	-.096	.113
	Sig. (2-tailed)	<.001		<.001	<.001	<.001	<.001	.317	.751	.151	.089
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Resultado Líquido do Exercício 2021	Pearson Correlation	.476**	.996**	1	.242**	.317**	.460**	-.081	.026	-.108	.108
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001		<.001	<.001	<.001	.225	.597	.105	.105
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Total Ativo 2021	Pearson Correlation	.361**	.254**	.242**	1	.564**	.065	.008	.032	-.072	.209**
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001	<.001		<.001	.327	.905	.637	.282	.002
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Capital Próprio 2021	Pearson Correlation	.177**	.310**	.317**	.564**	1	.138	-.045	.087	-.416**	.057
	Sig. (2-tailed)	.008	<.001	<.001	<.001		.038	.503	.193	<.001	.394
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Rendibilidade Económica (%) 2021	Pearson Correlation	.226**	.449**	.460**	.065	.138	1	-.044	-.008	-.720**	.084
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001	<.001	<.001	<.001		.513	.934	<.001	.210
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Rendibilidade Financeira (%) 2021	Pearson Correlation	-.012	-.067	-.081	.008	-.045	-.044	1	.013	.022	-.032
	Sig. (2-tailed)	.856	.317	.225	.906	.503	.513		.848	.742	.628
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Liquidez geral 2021	Pearson Correlation	-.085	.021	.026	.032	.087	-.006	.013	1	-.070	.113
	Sig. (2-tailed)	.205	.751	.697	.637	.193	.934	.848		.297	.089
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Endividamento (%) 2021	Pearson Correlation	-.026	-.096	-.108	-.072	-.416**	-.720**	.022	-.070	1	-.016
	Sig. (2-tailed)	.701	.151	.105	.282	<.001	<.001	.742	.257		.806
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
Número de Empregados 2021	Pearson Correlation	.667**	.113	.108	.309**	.057	.084	-.032	-.113	-.016	1
	Sig. (2-tailed)	<.001	.089	.105	.002	.394	.210	.628	.089	.806	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Anexo V – Tabela Correlação entre variáveis do ano 2020

		Correlations										
		Projetos Operacionais 2020	Resultados Correntes 2020	Resultado Líquido do Exercício 2020	Total Ativo 2020	Capital Próprio 2020	Rendibilidade Econômica (%) 2020	Rendibilidade Financeira (%) 2020	Liquidez geral 2020	Endividamento (%) 2020	Número de Empregados 2020	
Projetos Operacionais 2020	Pearson Correlation	1	.506**	.483**	.370**	.133**	.268**	.070	-.122	.028	.653**	
	Sig. (2-tailed)		<.001	<.001	<.001	.046	<.001	.292	.067	.700	<.001	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Resultados Correntes 2020	Pearson Correlation	.505**	1	.993**	.306**	.401**	.573**	-.059	-.031	-.215**	.115	
	Sig. (2-tailed)	<.001		<.001	<.001	<.001	<.001	.375	.645	.001	.084	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Resultado Líquido do Exercício 2020	Pearson Correlation	.483**	.993**	1	.290**	.435**	.597**	-.082	-.026	-.252**	.106	
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001		<.001	<.001	<.001	.219	.688	<.001	.112	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Total Ativo 2020	Pearson Correlation	.370**	.306**	.290**	1	.543**	.159**	.141**	-.084	-.045	.193**	
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001	<.001		<.001	.017	.034	.339	.503	.004	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Capital Próprio 2020	Pearson Correlation	.133**	.401**	.435**	.543**	1	.311**	.005	.020	-.540**	.036	
	Sig. (2-tailed)	.046	<.001	<.001	<.001		<.001	.940	.787	<.001	.586	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Rendibilidade Econômica (%) 2020	Pearson Correlation	.268**	.573**	.597**	.159**	.314**	1	.121	-.017	-.536**	.111	
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001	<.001	<.001	<.001		.070	.796	<.001	.097	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Rendibilidade Financeira (%) 2020	Pearson Correlation	.070	-.059	-.082	.141**	.005	.131	1	-.004	.004	.056	
	Sig. (2-tailed)	.292	.375	.219	.034	.940	.070		.952	.951	.405	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Liquidez geral 2020	Pearson Correlation	-.122	-.031	-.026	-.084	.020	-.017	-.004	1	-.110	-.131*	
	Sig. (2-tailed)	.067	.645	.698	.338	.767	.796	.952		.098	.049	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Endividamento (%) 2020	Pearson Correlation	.028	-.215**	-.252**	-.045	-.540**	-.536**	.004	-.110	1	.018	
	Sig. (2-tailed)	.700	.001	<.001	.503	<.001	<.001	.951	.098		.785	
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	
Número de Empregados 2020	Pearson Correlation	.653**	.115	.106	.183**	.036	.111	.056	-.131*	.018	1	
	Sig. (2-tailed)	<.001	.084	.112	.004	.696	.097	.405	.049	.785		
	N	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).