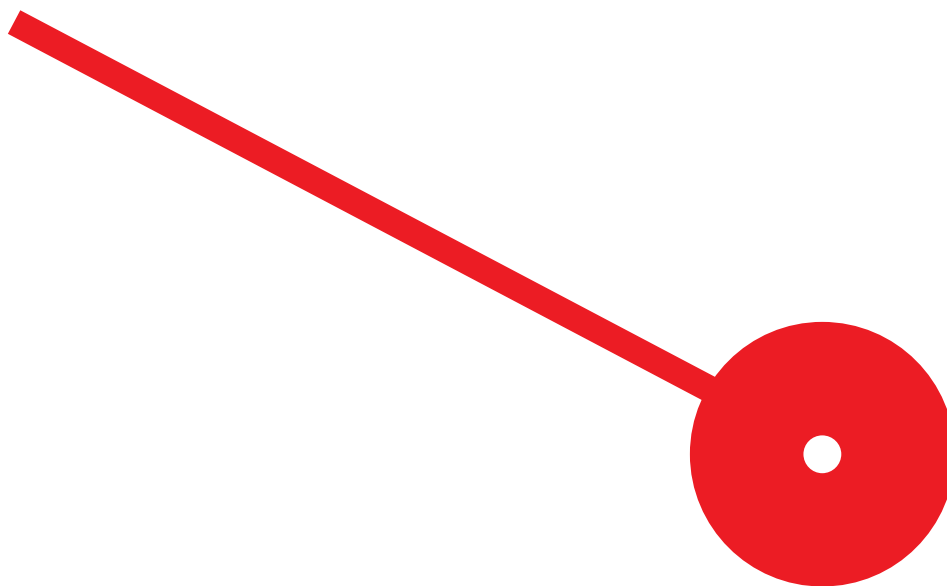


*Corporate governance e
endividamento: o caso das
empresas cotadas na Euronext
Lisbon*

Diogo Ferreira de Azevedo

10/2024

Diogo Ferreira de Azevedo. *Corporate governance e
endividamento: o caso das empresas cotadas na
Euronext Lisbon*
10/2024

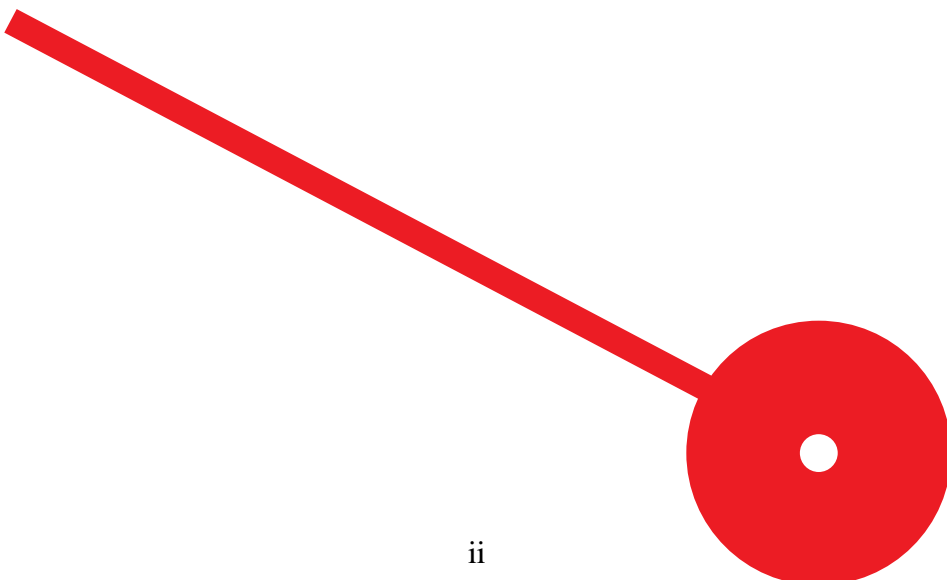


*Corporate governance e
endividamento: o caso das
empresas cotadas na Euronext
Lisbon*

Diogo Ferreira de Azevedo

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de
Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de
Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação do Prof. Doutor
Ricardo Bahia Machado

Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri



“Recomeça... se puderes, sem angústia e sem pressa e os passos que deres, nesse caminho duro do futuro, dá-os em liberdade, enquanto não alcanças não descanses, de nenhum fruto queiras só metade.”

Miguel Torga

Agradecimentos

Esta dissertação é o fruto de vários meses de trabalho e para a sua realização contei com o apoio de várias pessoas, sem as quais esta investigação não se teria tornado realidade e a quem estou profundamente grato.

Ao Professor Doutor Ricardo Bahia Machado, meu orientador, por todo o apoio e disponibilidade para esclarecer dúvidas, toda a sua orientação e colaboração para a solução de dúvidas e problemas que foram surgindo ao longo do estudo.

Aos meus professores de mestrado, por todos os ensinamentos que levo, e ao ISCAP, por ter sido a casa dos últimos dois anos da minha vida académica.

À minha família, por acreditarem sempre em mim, e em especial à minha Mãe, por todo o apoio e por todas as palavras de incentivo ao longo da minha formação académica.

Aos meus amigos, pelas palavras de apoio e confiança e, em especial ao Rafael e à Catarina, por todo o apoio e disponibilidade em me ajudar.

Resumo:

As questões relacionadas com a *corporate governance* e o papel que pode desempenhar nas decisões sobre a estrutura de capitais têm sido debatidas desde o final do século passado sendo que, atualmente, são ainda alvo de investigação, especialmente os modelos de *corporate governance*, as práticas utilizadas e o modo como os conselhos de administração são estruturados.

Este estudo tem como principal objetivo analisar a relação existente entre as práticas de *corporate governance* e o nível de endividamento das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*. Especificamente, foram analisados dois conflitos relevantes: propriedade da gestão e propriedade dos acionistas majoritários.

Para a realização deste estudo foi criada uma base de dados em painel de 29 empresas portuguesas não-financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, para um período entre 2016 e 2022. Após a formulação das hipóteses de investigação, procedeu-se à formulação de vários modelos econométricos, até se obter o modelo mais apropriado, o de Efeitos Aleatórios.

Os resultados obtidos indicam que as variáveis explicativas de *corporate governance* têm influência no nível de endividamento, havendo uma relação não linear entre a propriedade da gestão e o nível de endividamento e uma relação linear positiva entre a propriedade dos acionistas majoritários e o nível de endividamento. Os resultados também sugerem que as características do conselho de administração, concretamente a independência e a diversidade de género, têm um efeito significativo no nível de endividamento. Por um lado, a independência tem uma influência positiva, por outro lado, a diversidade de género dispõe de uma relação negativa.

Este estudo contribui para enriquecer o debate e a discussão sobre as características de *corporate governance* e o endividamento, sendo, por isso, relevante para acionistas, administradores, credores e outros investidores e também académicos.

Palavras-chave: *Corporate Governance*; Dados em Painel; Endividamento; *Euronext Lisbon*

Abstract:

The issues related to corporate governance and the role it can play in capital structure decisions have been debated since the end of the last century and are currently still subject of research, especially corporate governance models, the practices used and the way boards of directors are structured.

The main purpose of this study is to analyse the relationship between corporate governance practices and the level of indebtedness of companies listed on Euronext Lisbon. Specifically, two relevant conflicts have been analysed: managerial ownership and controlling shareholders ownership.

For that purpose, a balanced data set of 29 Portuguese non-financial companies listed on Euronext Lisbon was created for a period of seven years from 2016 to 2022. After formulating the research hypotheses, various econometric models were formulated until the most appropriate model, Random Effects, was obtained.

The results indicate that the corporate governance explanatory variables have an influence on the level of debt, with a non-linear relationship between managerial ownership and the level of indebtedness and a positive linear relationship between controlling shareholders ownership and the level of indebtedness. The results also suggest that the characteristics of the board of directors, specifically independence and gender diversity, have a significant effect on the level of indebtedness. On the one hand, board independence has a positive influence, while on the other hand, gender diversity of the board has a negative relationship.

This study contributes to enrich the debate and discussion on the characteristics of corporate governance and indebtedness, and it's, therefore, relevant to shareholders, administrators, lenders and other investors, as well as academics.

Keywords: Corporate Governance; Panel Data; Indebtedness; Euronext Lisbon

Índice geral

Capítulo I - Introdução	1
Capítulo II - Revisão da Literatura	4
2.1 Estrutura de Capital	5
2.1.1 Teoria da Agência.....	6
2.2 <i>Corporate Governance</i>	9
2.2.1 Conceito.....	9
2.2.2 Mecanismos de <i>corporate governance</i>	9
2.2.3 Evolução do conceito.....	10
2.2.4 Sistemas de <i>corporate governance</i>	11
2.2.5 Influência de <i>corporate governance</i> na Estrutura de Capitais	13
2.2.5.1 Entrincheiramento dos gestores	13
2.2.5.2 Concentração da propriedade	16
2.3 Hipóteses de Investigação	19
Capítulo III – Metodologia	21
3.1 Amostra.....	22
3.2 Variáveis	23
3.2.1 Variável Dependente	23
3.2.2 Variáveis Independentes Explicativas.....	23
3.2.3 Variáveis Independentes de Controlo	24
3.3 Metodologia de Investigação	29
3.3.1 Modelos de Regressão.....	30
Capítulo IV – Análise e Discussão dos Resultados	34
4.1 Estatísticas Descritivas	35
4.2 Matriz das correlações de <i>Pearson</i>	37
4.3 Resultados dos Modelos de Regressão	40
Capítulo V – Conclusão	53
Referências Bibliográficas	58

Apêndices.....	71
Apêndice A – Empresas não financeiras cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	72

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Variáveis utilizadas no estudo	29
Tabela 2 - Estatísticas descritivas da amostra	35
Tabela 3 - Matriz de correlações de <i>Pearson</i>	38
Tabela 4 - Teste de Multicolinearidade	39
Tabela 5 - Resultados da estimação do modelo base com recurso ao MEA	41
Tabela 6 - Resultados dos MEA com combinações de variáveis explicativas	43
Tabela 7 - Resultados obtidos através do <i>system</i> GMM.....	46
Tabela 8 - Matriz de <i>Huber-White</i>	48
Tabela A.1. - Empresas não financeiras cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	72

Lista de abreviaturas

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer* (Diretor Executivo)

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

FCF – *Free Cash Flow* (Fluxo de Caixa Livre)

GMM – *Generalized Method of Moments* (Método dos Momentos Generalizados)

MEA – Modelo de Efeitos Aleatórios

MEF – Modelo de Efeitos Fixos

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – *Ordinary Least Squares* (Mínimos Quadrados Ordinários)

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

UE – União Europeia

VIF – *Variance Inflation Factors* (Fatores de Inflação da Variância)

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

O presente estudo dedica-se ao estudo das características de *corporate governance* (ou governo das sociedades, em português) e a influência das mesmas no nível de endividamento das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Este assunto tem sido alvo de análise e adquirido relevância desde a década de 80, permanecendo um tema atual e crítico para os países e organizações responsáveis pela regulamentação dos mercados, como é o caso, em Portugal, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Neste sentido, pretende-se, com este trabalho, contribuir para a investigação empírica sobre o tema, apresentando evidências sobre os efeitos da *corporate governance* nas decisões de financiamento das empresas em Portugal.

Esta investigação parte do pressuposto de que a forma como as empresas são governadas gera conflitos de agência: entre acionistas e gestores, por um lado, e entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, por outro. Dado que os conflitos de agência desempenham um papel decisivo na determinação da estrutura de capital, a *corporate governance* torna-se a chave para estabelecer a política de financiamento da empresa. É no âmbito desta problemática que se desenvolve o presente trabalho, mais concretamente, com o objetivo de procurar identificar a relação existente entre as características de *corporate governance* e o endividamento empresarial.

Assim, este estudo foca-se em examinar dois problemas em particular. Em primeiro lugar, o efeito de entrincheiramento da gestão, em que os gestores com poder de controlo significativo, atuam em benefício próprio, adotando políticas financeiras contrárias aos interesses dos acionistas. Em segundo lugar, o efeito de expropriação, no qual os acionistas majoritários tomam certas medidas para atender os seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas minoritários.

Para além dos conflitos de entrincheiramento e expropriação, este estudo salienta a importância do conselho de administração na determinação do nível de endividamento. Neste contexto, são introduzidas diversas variáveis de controlo na análise, como a dimensão e a composição do conselho de administração, em particular, a proporção de administradores independentes e de membros do género feminino.

Esta dissertação está dividida em cinco capítulos, sendo esta introdução o primeiro. No capítulo II é apresentada a revisão da literatura, com o intuito de contextualizar os temas, onde são retratadas as teorias de estrutura de capital mais relevantes, os conceitos de *corporate governance* e as práticas como determinantes da estrutura de capital, assim

como as conclusões de estudos anteriores sobre esta temática. Neste capítulo, são também formuladas as hipóteses de investigação. No capítulo III é desenvolvida a metodologia de investigação, onde são abordadas a amostra e as variáveis aplicadas no modelo. Para além disso, são descritos os modelos econométricos utilizados. De seguida, no capítulo IV, apresentam-se e discutem-se os resultados, iniciando com uma análise estatística, seguida da análise das correlações entre variáveis e dos resultados dos modelos de regressão. Este capítulo termina com a interpretação desses resultados, comparando-os com as hipóteses de investigação estabelecidas no capítulo II. Por último, no capítulo V, são apresentadas as principais conclusões do estudo, bem como as limitações inerentes e recomendações para futuros desenvolvimentos sobre o tema.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Estrutura de Capital

A estrutura de capital representa a forma como as empresas combinam o seu capital próprio com o capital alheio para financiar os seus ativos (Franco, 2017). O capital próprio é composto pelo capital social e pelos resultados positivos gerados pela atividade da empresa, enquanto o capital alheio corresponde a dívidas provenientes de fontes de financiamento externas à empresa (Pinto, 2022). A decisão sobre o financiamento das empresas, para além de não ser fácil, é de extrema importância pois a combinação eficiente das diferentes fontes de capital permite a redução do custo do seu financiamento e, conseqüentemente, o aumento do valor empresarial, sendo essa combinação designada por estrutura de capital ótima (Semedo, 2015).

Ao longo das últimas décadas, a definição de uma estrutura de capital ótima tem sido alvo de várias discussões e estudos, não existindo, no entanto, consenso quanto à estrutura da mesma. O primeiro marco no estudo do tema foi formulado por Modigliani e Miller (1958), que, tendo em conta determinados pressupostos, tais como, a existência de mercados perfeitos e a inexistência de impostos, propuseram que a estrutura de capital é irrelevante para a determinação do valor da empresa, isto é, o que cria valor são os ativos da empresa e não o modo como são financiados (Silva, 2009). Todavia, e devido a críticas formuladas por outros autores, Modigliani e Miller (1963) abandonaram o pressuposto de inexistência de impostos e concluíram que o financiamento por dívida incrementa o valor empresarial, devido aos juros que, por serem fiscalmente dedutíveis, geram a denominada poupança fiscal, assumindo, por isso, a relevância da estrutura de capital.

Contrariamente ao defendido por Modigliani e Miller (1963), Kraus e Litzenberger (1973) formularam os fundamentos da Teoria do *Trade-Off*, que considera que as empresas devem ponderar o nível de endividamento tendo em conta os benefícios fiscais da dívida e, de igual modo, os custos de falência por ela originados, ou seja, pressupondo um equilíbrio financeiro entre as vantagens e desvantagens da dívida (Ferreira, 2021). Para Brealey et al. (2007) é perceptível que um aumento no nível de endividamento resulta num incremento dos custos de falência, o que, por sua vez, diminui o valor da empresa.

Com base nessa teoria, surgiu a Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), que veio incorporar, no seio da teoria da estrutura de capitais, os interesses dos gestores e dos detentores do capital próprio, sendo que assenta na separação entre a propriedade e o controlo que esses agentes possuem. Esta teoria foi uma das principais

contribuições nesta área, pelo que, devido à sua grande relevância para o estudo, será aprofundada no subcapítulo seguinte.

Também relevante é a Teoria da Sinalização, introduzida por Spence (1973) e aprofundada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). Baseia-se na assimetria de informação existente entre os agentes internos, nomeadamente gestores, e agentes externos, como investidores e credores, na definição da estrutura de capitais. Esta teoria refere que, perante essa diferença informacional, as mudanças realizadas pelos gestores nessa estrutura transmitem um certo tipo de informação para o mercado, interpretada como sinais. As formas mais usadas para transmitir informação são através do nível de endividamento e pela política de dividendos (Ross, 1977; Leland & Pyle, 1977).

Em 1984, surgiu a Teoria da *Pecking Order*, proposta por Myers e Majluf, que determinava uma ordem de preferência na escolha das fontes de financiamento. Nesta hierarquia, o autofinanciamento corresponde à opção preferida dos gestores, seguido pela dívida e pela emissão de capital próprio (Silva, 2009). A primeira opção evita assimetrias de informação e a dispersão de capital, enquanto a dívida, em segundo lugar, aumenta o risco da empresa devido aos gastos financeiros que consomem partes dos resultados obtidos. Em terceiro lugar, a emissão de capital próprio, via aumento de capital, apresenta custos associados à assimetria de informação e implica a perda de poder e de controlo dos atuais acionistas (Myers & Majluf, 1984).

Por fim, de referir a Teoria do *Market Timing*, estabelecida por Baker e Wurgler em 2002, que propõe uma associação entre a estrutura de capital e a emissão de ações. Segundo esta teoria, as empresas alcançam uma estrutura ótima de capital por meio das oportunidades de investimento em momentos favoráveis do mercado acionista. Portanto, devem emitir ações quando acreditam que estas estão sobrevalorizadas e proceder à sua recompra quando estão subvalorizadas (Ferreira, 2021).

2.1.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência, formalizada por Jensen e Meckling (1976), é a base teórica que procura examinar as relações entre os participantes das organizações, onde a propriedade e o controlo são atribuídos a diferentes partes, potencialmente gerando conflitos de interesse entre elas (Arruda et al., 2008). Por vezes, os interesses de uma das partes não

coincidem com as expectativas da outra, o que origina conflitos que resultam em prejuízos e perda de valor para as empresas. Esses conflitos são conhecidos como problemas de agência e ocorrem, particularmente, entre acionistas e gestores, acionistas e credores e acionistas majoritários e minoritários.

Relativamente à primeira relação referida, o acionista, designado como principal, possui a propriedade e contrata o gestor, designado como agente, para executar um serviço por sua conta, envolvendo a delegação de certa autoridade para a tomada de decisões (Jensen & Meckling, 1976). Ora, se ambas as partes pretenderem maximizar os seus benefícios, o agente poderá ter um comportamento oportunista, procurando satisfazer os seus interesses em detrimento dos do principal, afastando-se dos compromissos assumidos (Bastos, 2016), privilegiando a segurança no emprego, o estatuto social e outras regalias (Oliveira et al., 2022). Logo, como os interesses do agente não correspondem aos do principal, surgem os conflitos de agência (Silva, 2021).

De modo a alinhar os interesses entre as partes, é crucial a criação de mecanismos que incentivem a convergência de interesses e objetivos. Desta forma, os acionistas utilizam um conjunto de instrumentos que originam custos, designados custos de agência, que consistem na soma das despesas incorridas para supervisionar as atividades do gestor (Vaz, 2019). Um exemplo desses custos diz respeito às remunerações dos gestores, quer por salários elevados quer por salários variáveis em função do desempenho, motivando-os a agir de acordo com os interesses dos acionistas. Uma medida que permite alinhar os interesses é o aumento da participação dos gestores no capital empresarial (Gomes, 2014), sendo especialmente interessante na medida em que posiciona o gestor como detentor de capital, tornando o aumento do valor da empresa lucrativo também na sua perspectiva (Agrawal & Mandelkern, 1990).

Segundo esta teoria, uma das formas de reduzir esses conflitos é por meio do endividamento. Este constitui uma obrigação contratual assumida pela empresa, que incentiva os gestores a melhorar o desempenho e a tomar melhores decisões de investimento para evitar a falência, resultando numa maior eficiência. Para além disso, o endividamento diminui o *free cash flow*¹ (FCF), limitando o poder discricionário da gestão. A existência de um FCF substancial pode implicar o envolvimento dos gestores

¹ *Free Cash Flow* refere-se ao fluxo de caixa que excede o necessário para financiar todos os projetos com valores atuais líquidos positivos

em investimentos desnecessários e ineficientes, que aumentam o seu poder e controle, mas não necessariamente o valor da empresa (Jensen, 1986; Zaid et al., 2020). Desta forma, o endividamento, com obrigações legais que devem ser cumpridas, limita o investimento excessivo, pelo que, quanto maior for, menores serão os custos de agência, proporcionando, assim, um incremento do valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976).

No entanto, esse aumento pode levar a empresa a enfrentar outro tipo de custo: o custo de agência da dívida (Oliveira et al., 2022). Esse custo provoca uma relação de conflitos de interesse entre os detentores de capital e os credores, o que pode resultar na perda de valor da empresa (Semedo, 2015). Ocorre, por exemplo, quando os acionistas juntamente com os administradores, assumem novos investimentos de risco significativamente superior ao antecipado pelos credores. Assim, caso os investimentos sejam bem-sucedidos, os benefícios irão para os acionistas, uma vez que os credores recebem um retorno fixo, contudo, se os investimentos não forem bem-sucedidos, os credores terão de partilhar as perdas (Arruda et al., 2008).

É a partir da Teoria da Agência que se desenvolve a análise da estrutura de *corporate governance*, destacando a delegação da gestão das empresas nos gestores e a existência de interesses divergentes entre estes e os acionistas. Essa divergência de interesses evidencia a necessidade de desenvolver mecanismos que alinhem esses interesses, com vista à maximização do valor empresarial (Jensen & Meckling, 1976). Portanto, os problemas de agência podem ser minimizados por meio da *corporate governance*, que procura harmonizar os conflitos de interesse através da criação de um conjunto de mecanismos (Maher & Andersson, 2000). Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a mitigação dos custos de agência depende da eficácia dos mecanismos de *corporate governance*. Sem instrumentos eficazes de proteção dos acionistas, a gestão pode aproveitar a sua posição para acumular benefícios económicos, prejudicando não só o desempenho da empresa no longo prazo, mas também a sua capacidade de criar valor (Rocca, 2007).

A adoção de boas práticas de governo visa reduzir os problemas de agência decorrentes da relação entre gestores e acionistas, pois as empresas com maior qualidade de *corporate governance* tendem a enfrentar menos conflitos de agência. Neste contexto, essas práticas são vistas como altamente capazes de melhorar a gestão, o desempenho, incrementar o valor de mercado e ainda reduzir a assimetria de informação, através de uma maior divulgação das práticas de gestão empresarial (Oliveira et al., 2022).

2.2 Corporate Governance

2.2.1 Conceito

A *corporate governance* diz respeito a um conjunto de regras e práticas utilizadas no exercício da direção e controlo das empresas. A necessidade do seu estudo resultou, principalmente, dos conflitos de interesse decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão das empresas (Costa, 2008). Entende-se como o sistema pelo qual as empresas são geridas e controladas, através de modelos de gestão em que há distribuição de direitos e responsabilidades pelos vários *stakeholders*, nomeadamente, administradores e acionistas (Silva, 2022). Trata das técnicas e mecanismos através dos quais os acionistas exercem o controlo sobre os gestores, de forma a assegurar a proteção dos seus interesses e responsabilizando-os pelas suas decisões. Revela-se, desta forma, uma medida de proteção dos seus direitos (John & Senbet, 1998).

2.2.2 Mecanismos de *corporate governance*

Os mecanismos de *corporate governance* permitem, portanto, reduzir os custos de agência incorridos pelos acionistas e são classificados em duas categorias: mecanismos internos e externos. A eficácia da *corporate governance* é determinada pelo desempenho e sucesso desses mecanismos (Vaz, 2019). Os mecanismos internos referem-se à estrutura de capital, dispersão dos *stakeholders*, remuneração da gestão e composição do CA. Os mecanismos externos à empresa abrangem o Estado e outras instituições financeiras que monitorizam e controlam as práticas de governo (Silva et al., 2021). Incluem também a legislação e os regulamentos aplicados a cada país, mercado de capitais e concorrência no mercado. O objetivo é garantir, através de leis, a adoção de padrões de responsabilidade, integridade e transparência (Babatunde & Olaniran, 2009).

No que concerne ao CA, este representa um mecanismo de *corporate governance* previsto na legislação portuguesa, especificamente no Código de Sociedades Comerciais (Silva, 2022). É crucial na medida em que auxilia no controlo interno da empresa, assegurando uma boa relação entre a propriedade e a gestão (Cunha & Martins, 2015). Nas empresas cotadas e de grande dimensão, cabe aos acionistas nomear o CA, cuja principal responsabilidade é, para além de liderar e tomar decisões estratégicas, garantir a proteção

dos interesses dos proprietários (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; Júnior, 2018).

Os CA são, geralmente, formados por administradores internos e externos. Os administradores internos, ou executivos, têm a responsabilidade de definir os objetivos estratégicos e possuem um conhecimento mais aprofundado sobre a natureza dos projetos de investimento da empresa, devido à sua participação direta nas operações. Os administradores externos, ou independentes, são selecionados com base na sua experiência em gestão e não mantêm qualquer vínculo com os administradores internos. Devido a essa independência, são essenciais para fornecer informações de forma mais transparente e contribuir para o alinhamento dos interesses dos acionistas com os dos gestores (Torres, 2022).

2.2.3 Evolução do conceito

O conceito de *corporate governance* tem adquirido grande destaque e relevância nas últimas décadas, em grande parte devido à ocorrência de escândalos financeiros, como os da Parmalat, Enron, WorldCom e Tyco. Embora tenham sido casos ligados a empresas dos Estados Unidos, tiveram repercussões na Europa e advertiram para a relevância e necessidade de conceber mecanismos que promovam uma maior transparência na gestão das empresas (Ribeiro, 2014).

Em 2002, a empresa de consultoria americana McKinsey & Company publicou o relatório "*Global Investor Opinion Survey*", que incluía um inquérito realizado a mais de 200 investidores institucionais em mais de 30 países. O estudo concluiu que a *corporate governance* passou a ser bastante valorizada, com mais de 60% dos inquiridos a declarar ter em consideração aspetos relativos à *corporate governance* e estarem dispostos a pagar um prémio por empresas com níveis mais elevados de *corporate governance* (Ribeiro, 2014). Esses níveis elevados dizem respeito a empresas que adotam boas práticas de governo, com o objetivo de assegurar transparência e responsabilidade nas suas operações e na gestão.

Conforme destacou o diretor da McKinsey & Company, Paul Coombes (2002) "Os investidores querem ter mais confiança na integridade da conduta e dos relatórios das empresas." (p. 1). Para além disso, afirmou que:

Fatores como uma maior divulgação financeira, o reforço dos direitos dos acionistas e maior independência do conselho de administração continuam a ser fundamentais. As prioridades de reforma variam consoante região e país. No entanto, a mensagem geral é clara, os investidores querem informações financeiras em que possam confiar, a capacidade de responsabilizar o CA e a direção, e um controlo rigoroso dos abusos. (p. 1)

Uma das contribuições mais relevantes para o tema foi fornecida pela Organização para a Coordenação e Desenvolvimento Económico (OCDE), que especificou os direitos e responsabilidades de todos os intervenientes da empresa, desde o topo da estrutura organizacional até à base (Oliveira et al., 2022). Para além disso, providenciou uma definição completa de *corporate governance*, pelo que, segundo esta entidade, consiste no estabelecimento de relações entre o CA, os acionistas e outras partes interessadas na empresa, fornecendo uma estrutura adequada para a concretização dos objetivos da empresa e os meios para os atingir (OCDE, 2016).

Em Portugal, a CMVM também emitiu, ainda que já no final do século XX e motivada pela crescente influência da globalização, um documento orientador sobre a *corporate governance* das sociedades cotadas em bolsa. As recomendações visavam alinhar as práticas das empresas portuguesas com os padrões internacionais e a sua emissão refletiu a preocupação crescente com as questões relacionadas com a *corporate governance* e, conseqüentemente, com a responsabilidade que as empresas têm para com os seus *stakeholders* (Ribeiro, 2014). Deste modo, Portugal registou uma notável evolução nas práticas de *corporate governance*, o que contribuiu para aumentar a confiança entre os agentes das empresas (Mouro, 2014).

2.2.4 Sistemas de *corporate governance*

As questões relacionadas com a *corporate governance* estão presentes em organizações de todo o mundo, ainda que sob diferentes sistemas, mas com a semelhança de consistirem em mecanismos que minimizam os problemas de má conduta e corrupção, assegurando a divulgação e a transparência das empresas (Pillai & Al-Malkawi, 2018). A aplicação destes mecanismos resulta do enquadramento legal e institucional de cada empresa, logo, está associado de modo direto ao país (Silva, 2021). Como a estrutura de governo varia entre países, surgiu a necessidade de aprofundar os mecanismos de

corporate governance, levando à formação de dois sistemas: o continental e o anglo-saxónico. Ambos têm o propósito de reduzir os custos provenientes da separação entre a propriedade e o controlo e, conseqüentemente, alinhar os interesses entre principal e agente, permitindo controlar a atividade deste último (Vaz, 2019). Há vantagens associadas a cada um dos sistemas, porém, não é lógico declarar a existência de um sistema que seja melhor, devendo-se, primeiro, analisar o tipo de empresa em questão e a respetiva envolvente (Campos, 2015).

O sistema anglo-saxónico, típico das empresas dos Estados Unidos e do Reino Unido, baseia-se no capitalismo de mercado e orienta-se para a obtenção de resultados (Pereira, 2013). Este sistema foca-se nos detentores de capital, tendo como principal objetivo a maximização do seu valor (Campos, 2015). Entre as suas principais características estão uma estrutura acionista mais dispersa e a delegação das responsabilidades de gestão, o que reduz a influência dos acionistas na administração (Batista, 2009). Além disso, este sistema caracteriza-se pela remuneração dos gestores com base no desempenho, a vasta divulgação de informação e a presença de auditoria externa (Alves et al., 2006).

O sistema continental, por sua vez, é principalmente adotado por empresas da Europa Continental e evidencia que um dos fatores essenciais é o controlo empresarial por parte de uma estrutura acionista concentrada (Silva, 2021). Geralmente, os principais acionistas desempenham um papel ativo no processo estratégico de tomada de decisão, resultando numa disciplina com maior rigor e controlo sobre os gestores (Batista, 2009). De mencionar que a regulamentação é bastante influenciada pelo direito comunitário, dado que muitos países que adotam este sistema são membros da União Europeia e, desse modo, integram as diretivas e regulamentações da UE nas suas práticas de *corporate governance* (Silva, 2021). Este sistema pode ser dividido em dois submodelos: o dualista e o monista. No modelo dualista, há uma separação entre dois órgãos distintos com responsabilidade pela supervisão e administração: o CA, completamente independente da gestão, e o Conselho de Gestão, formado exclusivamente por executivos responsáveis pela gestão da empresa. Em contraste, no modelo monista, a administração e a fiscalização são exercidas, respetivamente, pelo CA e pelo Conselho Fiscal, havendo a unificação num só órgão da supervisão e gestão. Em Portugal, este é o modelo predominante (Batista, 2009; Silva, 2022).

2.2.5 Influência de *corporate governance* na Estrutura de Capitais

A estrutura de capital funciona como um mecanismo de *corporate governance*, onde o endividamento exerce um papel disciplinador ao limitar a discricionariade dos gestores, reduzindo o FCF e ao criar pressão para o pagamento do serviço da dívida (Guimarães, 2021; Jensen, 1986). O endividamento e as boas práticas de *governance* têm como objetivo impedir a expropriação dos direitos dos acionistas por parte da gestão, mas também a dos acionistas que controlam a empresa (Oliveira et al., 2022).

Assim, dois dos principais desafios para a *corporate governance* e a gestão eficaz das empresas consistem, por um lado, no entrincheiramento da gestão e, por outro, na concentração da propriedade. Deste modo, é fundamental que as empresas adotem estruturas de governo robustas e que promovam a diversidade de propriedade para mitigar os riscos associados a essas práticas e que influenciam as decisões sobre a estrutura de capitais das empresas. A Teoria da Agência, tal como referido no capítulo 2.1.1, demonstra que o aumento da propriedade da gestão é capaz de reduzir os conflitos de agência entre gestores e acionistas, porém, com esse acréscimo de propriedade, os gestores possuem mais direitos de controlo sobre a empresa e o seu comportamento oportunista pode não ser restringido de forma eficaz (Friend & Lang, 1988).

2.2.5.1 Entincheiramento dos gestores

O entincheiramento dos gestores refere-se ao fenómeno pelo qual os gestores atuam nos seus interesses e maximizam os seus benefícios, optando por políticas financeiras que assegurarão as suas posições. Contudo, essas políticas são muitas vezes contrárias aos interesses dos acionistas (Huang et al., 2010). Este fenómeno pode ser potenciado por vários fatores, tais como, a propriedade detida pelos gestores e o seu poder de voto na tomada de decisões (Costa, 2008). Segundo Berger et al. (1997), esta questão resulta de situações em que os gestores não sentem a disciplina de *corporate governance* e os demais mecanismos de controlo, incluindo a monitorização feita pelo CA e a ameaça de despedimento. De facto, estudos como os de Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983) ressaltaram que, nos casos que os gestores detêm poder de voto suficiente para assegurar as suas posições, podem tornar-se imunes ao potencial disciplinador de uma ameaça de “*takeover*” ou à concorrência do mercado de trabalho, podendo-se, assim, afirmar que se encontram entincheirados. A noção de entincheiramento dos gestores está, portanto,

associada à existência de condições que protegem os gestores e administradores de serem substituídos, promovendo a sua continuidade nos respectivos cargos, mesmo em situações adversas, como as ameaças de “*takeovers*”.

Este tipo de gestores, com poder discricionário sobre as escolhas de endividamento das suas empresas, pode escolher um nível de endividamento menor que o considerado ótimo, como forma de reduzir o risco de insolvência da empresa, que poderia, em último caso, custar-lhes o emprego. Outro motivo que pode levar os gestores a reduzir o nível de endividamento é a aversão à pressão sobre o desempenho associada a compromissos de libertação de grandes volumes de *cash flow*. Por outras palavras, poderão evitar o efeito disciplinador imposto pelo pagamento atempado dos juros e pelo reembolso da dívida, conseguindo, assim, uma maior margem de manobra para agir conforme os seus interesses (Granado-Peiró & López-Gracia, 2017).

Berger et al. (1997) concluíram que empresas em que o *Chief Executive Officer* (CEO) tinha várias características de entrincheiramento, como a longa permanência no cargo e compensações não relacionadas com o desempenho, tendem a ter um menor endividamento. Além disso, evidenciaram que o entrincheiramento é menor quando os gestores não estão sujeitos a um rigoroso controlo, como nas empresas com CA de grande dimensão, baixa proporção de administradores externos e ausência de acionistas maioritários. Estes autores realçam também que, nos casos em que a posição do gestor é colocada em causa, ou seja, ameaçada (diminuindo o seu entrincheiramento), o nível de endividamento tende a aumentar, o que ocorre, por exemplo, durante tentativas de aquisição da empresa ou com a entrada de novos acionistas “de peso” no CA. Fama (1980) também argumenta que os gestores optam por um nível de endividamento inferior ao ideal devido à sua grande sensibilidade aos custos de falência que advêm de um maior nível de endividamento, pelo que têm tendência a minimizar esse risco. Esta estratégia torna-se particularmente evidente em empresas em que a participação dos gestores no capital é insignificante e a concentração acionista está dispersa, resultando num conflito de agência entre gestores e acionistas.

Por outro lado, para Harris e Raviv (1988), os gestores entrincheirados que enfrentam o risco de perder o controlo da empresa podem, de forma intencional e estratégica, optar por um nível de endividamento elevado, com a finalidade de criar dificuldades contra

uma aquisição hostil² (“*hostile takeover*”), tornando a empresa menos atrativa. Ao recorrer a mais dívida, esta estratégia implica também riscos financeiros superiores, o que pode, por consequência, desmotivar os potenciais adquirentes. Zwiebel (1996) acrescenta que essa estratégia, para além de proteger contra aquisições hostis, pode funcionar como uma barreira contra a entrada de novos concorrentes, que podem não querer competir com uma empresa altamente endividada e disposta a assumir mais riscos, minimizando, assim, os desafios internos e externos à posição do gestor.

Nas empresas nacionais, onde os gestores assumem também papel de acionista, há um grau de sobreposição entre as suas funções como agente e como principal. Assim, quando as suas participações no capital começam a aumentar, estes assumem uma parte cada vez maior dos custos do desvio da maximização do valor da empresa e, conseqüentemente, os seus interesses alinham-se com os dos restantes acionistas e tornam-se menos propensos a desperdiçar o FCF. Como afirmam Jensen e Warner (1988), os interesses dos gestores aproximam-se dos interesses dos acionistas à medida que as suas participações aumentam “acima de zero”. Granado-Peiró e López-Gracia (2017) argumentam que, enquanto as participações dos gestores não forem suficientemente grandes para garantir o controlo da empresa, estes tornam-se mais motivados a tomar decisões que maximizem o valor da empresa, o que, por sua vez, pode levar a um aumento no nível de endividamento, dado que este efeito é consistente com um aumento do valor e, por conseguinte, do valor das suas participações. Ainda assim, também para estes autores, é de esperar que um aumento acentuado na propriedade dos gestores resulte em entrincheiramento, isto é, os gestores encontrarão incentivos privados para se desviarem do objetivo de maximização do valor empresarial, uma vez que o entrincheiramento assegura os seus direitos de voto e garante a sua posição. A mesma conclusão foi alcançada por Brailsford et al. (2002), que constataram que a relação entre a propriedade dos gestores e o nível de endividamento é não linear, sendo que, quando a propriedade é baixa, os conflitos de agência são menores, havendo, portanto, um aumento do financiamento por dívida. Todavia, um aumento da participação dos gestores no capital aumenta a sua capacidade de gestão e pode reduzir o financiamento da dívida, devido à aversão ao risco associado. Smith e Stulz (1985) referem que os gestores entrincheirados podem adotar uma política de alavancagem subótima de modo a reduzir o risco da

² Uma aquisição hostil refere-se à compra total ou da maioria do capital de uma empresa, contra a vontade do CA da empresa alvo da aquisição

empresa, evitando, desse modo, a queda de valor das respectivas participações. Neste sentido, e uma vez que são os gestores quem define a estrutura de capital das empresas, as práticas de *corporate governance* visam evitar que estes adotem medidas inadequadas ou que tenham um desempenho que não esteja alinhado com a maximização do valor para os acionistas (Shleifer & Vishny, 1997).

2.2.5.2 Concentração da propriedade

A concentração da propriedade diz respeito à distribuição do capital da empresa pelos seus detentores, constituindo um indicador de controlo e supervisão (Rodrigues, 2018). Segundo Jensen e Meckling (1976), tem um impacto no endividamento na medida em que quanto mais concentrada for a propriedade, menor será o conflito de interesses entre principal e agente, proporcionando, deste modo, um melhor desempenho empresarial. Estes autores referem que, enquanto nas empresas com propriedade mais dispersa o número de acionistas é elevado, nas empresas com propriedade concentrada, poucos acionistas detêm grandes porções do capital, isto é, a maior parte das ações.

De acordo com Ndua et al. (2023), uma alta concentração da propriedade refere-se à participação no capital dos acionistas com poder de voto suficiente que lhes permite influenciar e controlar as decisões importantes da empresa e intervir nas atividades dos gestores. Este tipo de acionistas é designado maioritário e pode estimular ou mesmo coagir a gestão da empresa para que esta atue de acordo com os seus interesses (Silva, 2017), estando em vantagem relativamente aos restantes acionistas, designados minoritários, graças à maior influência sobre as decisões delegadas aos gestores (Vaz, 2019). Ainda assim, a presença desse tipo de acionistas pode, em tempos de crise, auxiliar as empresas, proporcionando estabilidade, visto que, por vezes, esses proprietários transferem recursos privados para fazer face às dificuldades (Heugens et al., 2009).

Num cenário de estrutura de propriedade concentrada, segundo Cabral (2021), surgem duas possíveis situações de ocorrência de conflitos de agência entre os acionistas. A primeira situação refere-se à expropriação, que aponta para a possibilidade de os acionistas maioritários se apropriarem de benefícios privados em detrimento dos restantes acionistas. Devido à sua posição privilegiada na empresa, com maior influência nas decisões e acesso a informações, podem obter vantagens através da assimetria de informação para satisfazer os seus interesses. Como referido por Santos (2013), uma das

formas de expropriação dos acionistas majoritários é transferindo os lucros para outra empresa na qual o acionista majoritário tenha também participação. Já a segunda situação consiste numa substituição, que prevê a influência do poder dos acionistas majoritários na implementação de mecanismos de *corporate governance*. Nesse caso, estes acionistas atuam como substitutos do sistema formal de *corporate governance* para supervisionar a gestão da empresa. A capacidade de controlo direto que os acionistas majoritários exercem sobre os gestores prejudica a implementação de mecanismos eficazes de controlo, intensificando a subordinação dos gestores aos interesses dos acionistas majoritários. Portanto, há a possibilidade de os acionistas majoritários assumirem o papel de monitorização da empresa, em vez da implementação de mecanismos de "bom governo", o que aumenta a probabilidade de obterem benefícios pessoais.

Para Holderness (2003) e Thomsen (2005), a concentração da propriedade origina efeitos de sentidos opostos: por um lado, pode promover uma supervisão mais rigorosa, por outro, cria condições que permitem aos proprietários usufruir de benefícios pessoais que podem não estar alinhados com os interesses de todos os acionistas ou com o desempenho empresarial a longo prazo.

Relativamente à influência da concentração da propriedade no endividamento, para Ndua et al. (2023), Brailsford et al. (2002), Tayachi et al. (2021), é expectável que uma grande concentração da propriedade influencie o endividamento, dado que os acionistas majoritários têm preferência por um maior endividamento como forma de evitar e mitigar o oportunismo da gestão. Kim e Sorensen (1986) reforçam também essa perspetiva, sugerindo a existência de uma relação positiva direta entre a concentração da propriedade e o endividamento, alegando que os acionistas majoritários podem preferir o financiamento por dívida em vez da emissão de novas ações, a fim de evitar a diluição das suas participações, mantendo o seu controlo sobre a empresa.

Por outro lado, Muravyev (2001) argumenta que uma elevada concentração de propriedade pode dificultar o acesso ao crédito, visto que essa concentração pode ser percecionada pelos credores como um maior risco associado. Os acionistas majoritários podem ter incentivos para tomar decisões que maximizem os seus próprios benefícios, assumindo, possivelmente, maiores riscos que não seriam aceitáveis para os credores. Para além disso, a concentração da propriedade pode levar a uma menor transparência nas operações da empresa, o que dificulta a avaliação dos riscos pelos credores que, sem informações adequadas, podem ficar relutantes em conceder crédito.

Na mesma linha de raciocínio, Procianoy e Schnorrenberger (2004), Silva et al. (2011) e Hafez (2017) referem que as empresas com uma maior concentração de propriedade tendem a apresentar um nível de endividamento mais baixo, derivado de uma aversão à dívida e ao risco financeiro por parte dos acionistas majoritários. Essa aversão pode ser originada pelo risco de insolvência ou por dificuldades financeiras associadas ao endividamento, e conseqüente possibilidade de interferência dos credores, através de reestruturações da dívida, caso a empresa não seja capaz de cumprir as suas obrigações. Tal interferência limita severamente a autonomia dos acionistas majoritários na gestão e capacidade de influenciar as decisões empresariais. Esse fenômeno é particularmente evidente nas empresas familiares, onde os proprietários atuam também como gestores. Nessas empresas há uma tendência ao conservadorismo face ao financiamento externo, de modo a prevenir a diluição do controlo familiar e evitar comprometer as gerações futuras (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Nesses casos, as famílias têm os incentivos e o poder para tomar decisões que as beneficiem, mesmo que o desempenho empresarial seja prejudicado (Maury, 2006).

De acordo com Granado-Peiró e López-Gracia (2017), quando a concentração da propriedade é limitada, os gestores tendem a aproveitar a falta de controlo e supervisão por parte dos acionistas e reduzir o nível de endividamento. Essa estratégia proporciona aos gestores uma maior margem de manobra para agir de acordo com os seus interesses. No entanto, estes autores afirmam que, a partir de um determinado nível de concentração de propriedade, o nível de endividamento aumenta, dado que os acionistas majoritários têm mais controlo e influência sobre as decisões dos gestores. Assim, ao optarem por financiamento externo, esses acionistas podem financiar investimentos sem diluir a sua participação no capital. Logo, poderá haver uma relação não linear entre a propriedade dos acionistas majoritários e o nível de endividamento.

Importa salientar que, em Portugal, as sociedades cotadas são caracterizadas por uma estrutura de propriedade bastante concentrada sendo, por isso, um fenómeno particularmente relevante no panorama português (Silva, 2017). Para além disso, os acionistas assumem também funções de gestão, logo, os conflitos de interesses mais relevantes ocorrem entre acionistas majoritários e minoritários (Santos, 2013).

2.3 Hipóteses de Investigação

Tendo em conta o objetivo principal desta dissertação e com base na revisão de literatura apresentada anteriormente, sobretudo nas evidências demonstradas por Granado-Peiró & López-Gracia (2017), é possível formular as seguintes hipóteses de investigação. No que diz respeito ao fenómeno de entrincheiramento dos gestores, decorrente da propriedade de capital dos mesmos, enuncia-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1: O nível de endividamento de uma empresa dispõe de uma relação não linear com a propriedade dos gestores - uma relação positiva em níveis baixos de propriedade e uma relação negativa em níveis altos de propriedade.

Explicação da hipótese: À medida que as participações no capital dos gestores sobem acima de zero, os seus interesses aproximam-se dos interesses dos acionistas (Jensen e Warner, 1988). Deste modo, suportam uma parte cada vez maior dos custos do desvio da maximização do valor e, por consequência, os seus interesses são alinhados com os dos acionistas, pelo que se tornam menos propícios a desperdiçar o FCF (Granado-Peiró & López-Gracia, 2017). Se os gestores não possuem participações suficientemente grandes para obter o controlo da empresa, é de esperar um aumento do nível de endividamento, já que isso se alinha com um aumento do valor da empresa e, conseqüentemente, do valor das suas participações (Mehran, 1992). Entretanto, haverá um valor máximo que representa o equilíbrio entre o alinhamento de interesses e o entrincheiramento dos gestores. Com um acréscimo significativo nas participações dos gestores, poderá ocorrer um efeito de entrincheiramento, onde estes passam a ter incentivos pessoais para se afastarem do objetivo de maximização do valor da empresa (Morck et al., 1988), adotando políticas de endividamento mais conservadoras, isto é, níveis subótimos de endividamento, a fim de reduzir o risco de falência da empresa (Smith & Stulz, 1985). Assim, evitam a desvalorização das suas participações no capital e, em último caso, protegem-se contra a possível perda dos seus cargos.

Relativamente ao efeito de expropriação dos acionistas, causado pela propriedade dos acionistas majoritários, estabelece-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: O nível de endividamento de uma empresa dispõe de uma relação não linear com a percentagem de participação dos acionistas majoritários - uma relação negativa em baixos níveis de concentração de propriedade e positiva em níveis elevados de concentração de propriedade.

Explicação da hipótese: Estudos anteriores sugerem que o aumento da dívida das empresas é um instrumento eficaz para expropriar acionistas minoritários (Mehran, 1992; Faccio, 2010; Mande et al., 2012). Todavia, assume-se que o aumento do endividamento ocorrerá a partir de um certo nível de concentração da propriedade. Primeiro, quando a concentração da propriedade é limitada e reduzida, os gestores irão aproveitar a falta de controlo dos acionistas e irão reduzir o nível de endividamento, de forma a ter maior liberdade e poder discricionário sobre o FCF, isto é, atuando no seu próprio interesse. Quando a concentração da propriedade é maior e significativa, os acionistas maioritários têm mais controlo e podem influenciar as ações dos gestores e, deste modo, o nível de endividamento aumenta, visto que, com a dívida, estes acionistas podem financiar investimentos sem diluir a sua participação no capital (Granado-Peiró & López-Gracia, 2017). Assim, os acionistas maioritários podem nomear o CEO e membros do CA, que atuarão em seu nome, e beneficiar do seu poder à custa dos acionistas minoritários, facilitando, deste modo, a expropriação (Shleifer & Vishny, 1997).

CAPÍTULO III – DADOS E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1 Amostra

A maior parte dos estudos sobre *corporate governance* concentra-se nas empresas de grande dimensão, especialmente nas cotadas em bolsa. É nestas empresas que há, verdadeiramente, uma separação entre a propriedade e o controlo, sendo esta uma condição necessária para a pertinência da discussão sobre *corporate governance*. Para além disso, são também as únicas que podem emitir valores mobiliários junto dos investidores, que são os principais prejudicados por eventuais problemas relacionados com a ausência de mecanismos que os protejam de comportamentos oportunistas dos executivos (Silva, 2009). Desta forma, a amostra deste estudo é constituída pelas sociedades emittentes de ações, que se encontram admitidas à negociação no mercado regulamentado da NYSE Euronext Lisbon, entre o período de 2016 e 2022, tendo-se escolhido um período de sete anos para assegurar robustez e permitir avaliar a evolução das variáveis em análise.

Assim, identificaram-se as empresas que estavam cotadas durante esse período de sete anos e procedeu-se à exclusão das empresas financeiras, dado que são intrinsecamente diferentes em termos das suas políticas de estrutura de capital, logo, as suas informações poderiam distorcer os resultados do estudo. Também foram eliminadas as sociedades anónimas desportivas (SAD), por terem um ano fiscal diferente do ano civil, diferindo das demais empresas da amostra. A empresa Reditus, SA foi igualmente excluída, por não disponibilizar as informações necessárias para todos os anos abrangidos no estudo, uma vez que tem adiado a divulgação dos seus relatórios.

Após constituição da amostra, realizou-se o processo de truncagem de dados com vista ao tratamento de *outliers*, minimizando o efeito dos mesmos nos resultados. Substituíram-se os valores extremos das variáveis independentes que se situavam abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99. Assim sendo, a amostra final para a análise da influência de *corporate governance* no nível de endividamento é composta por 29 empresas não financeiras, que constam na tabela A.1 no Apêndice A, totalizando 203 observações longitudinais. Desta forma, garantiu-se um painel balanceado, pois todas as variáveis são observadas para todas as empresas ao longo de todo o período em análise.

Relativamente às fontes dos dados, as variáveis económico-financeiras foram recolhidas da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI), fornecida e gerida pelo Bureau van Dijk e pela Informa D&B, que disponibiliza indicadores económico-

financeiros e informações detalhadas das empresas cotadas. Como a SABI não agrega dados das variáveis de *corporate governance*, também se procedeu à consulta dos relatórios e contas das empresas constantes dos *sites* oficiais das empresas incluídas na amostra, dando-se destaque aos relatórios de governo da sociedade, que fornecem a informação sobre a estrutura acionista, organização e demais aspetos sobre o governo de cada sociedade.

3.2 Variáveis

Para responder às hipóteses de investigação previamente enunciadas, foram selecionadas as variáveis em estudo, consistindo numa variável dependente e várias variáveis independentes.

3.2.1 Variável Dependente

A variável dependente é o nível de endividamento das empresas, que representa a proporção de dívida em relação ao total dos ativos. Esta variável será calculada pelo rácio entre a dívida e o total de ativos. De salientar que a dívida considerada inclui apenas a dívida financeira ou remunerada, ou seja, os financiamentos obtidos, excluindo outros passivos correntes. Embora a definição mais comum desta variável inclua todos os passivos (correntes e não correntes), essa abordagem pode não ser a mais adequada para avaliar o risco de incumprimento das empresas no curto prazo. A inclusão de passivos operacionais, como as contas a pagar a fornecedores, no cálculo do nível de endividamento, poderia sobrestimar o mesmo. Assim, considera-se apenas o passivo remunerado, que abrange essencialmente os empréstimos financeiros. Logo, é conveniente distinguir entre a dívida financeira e outras formas de passivo (Rajan & Zingales, 1995).

3.2.2 Variáveis Independentes Explicativas

As variáveis independentes que permitem evidenciar as hipóteses anteriormente formuladas são a propriedade de capital dos gestores, representada por CEO, e calculada como a percentagem do capital da empresa detida pelo CEO, e a concentração da

propriedade, designada por CONCEN. Esta última será calculada de duas formas distintas, para garantir a robustez dos resultados: (1) a percentagem de participação no capital do principal acionista (CONCEN1) e (2) a soma das percentagens de participação no capital dos dois maiores acionistas (CONCEN2). A variável CONCEN2 pressupõe que ambos os acionistas compartilham um interesse comum e atuam em conjunto.

3.2.3 Variáveis Independentes de Controlo

Serão incluídas variáveis adicionais no modelo para controlar os seus efeitos sobre a estrutura financeira, visto que, teoricamente, estão relacionadas com a estrutura de capitais, logo, podem influenciar os níveis de endividamento das empresas. A inclusão destas variáveis contribui para evitar a especificação incorreta do modelo e para captar outros fatores que podem ter um impacto na estrutura de capital das empresas (Zaid et al., 2020). As variáveis de controlo são, por um lado, relacionadas com o CA e, por outro lado, numa dimensão económico-financeira relacionada com a política de endividamento.

Relativamente ao CA, mediante as suas características, para autores como Klein (1998) e Silva et al. (2011), este funciona como um mecanismo de controlo interno eficaz quando impõe limites às decisões discricionárias dos gestores. As atividades do CA incluem a supervisão e o controlo da gestão, desempenhando um papel fundamental na mitigação dos problemas de agência entre gestores e acionistas, tendo em vista os interesses destes últimos (Zaid et al., 2020). Desta forma, serão controladas algumas características relevantes do CA que podem ter um impacto crítico no nível de endividamento das empresas listadas portuguesas, como a sua dimensão, a independência e a diversidade de género.

No que diz respeito à dimensão do CA, apurada através do logaritmo do número de membros do conselho (incluindo os administradores executivos e não executivos), esta variável pode desempenhar um papel crucial na melhoria do controlo sobre as ações dos gestores e, conseqüentemente, sobre o nível de endividamento. Pode-se argumentar que empresas com maiores CA refletem uma maior capacidade de captar recursos de fontes externas para maximizar o valor da empresa, além de uma maior competência para supervisionar as ações dos gestores por meio da partilha de funções entre os membros. Isso pode melhorar a reputação da empresa, reduzir o custo da dívida e influenciar os padrões de financiamento (Zaid et al., 2020). Myers e Majluf (1984) argumentaram que

um CA grande diminui a assimetria de informação, levando as empresas a recorrer a dívida de longo prazo para maximizar o desempenho, demonstrando que a dimensão do CA tem um efeito positivo no nível de endividamento. Por outro lado, Jensen (1993) refere que um CA pequeno pode ter um melhor desempenho e sugere um número ideal máximo de oito membros. Com mais membros, há uma maior probabilidade de serem controlados pelo CEO, funcionando, portanto, de forma menos efetiva, com uma comunicação deficiente e menor foco na resolução de problemas.

A independência do CA, medida pelo logaritmo do número de administradores independentes, representa significativamente a eficiência e imparcialidade do conselho, uma vez que esses administradores não possuem qualquer vínculo com os gestores ou acionistas da empresa (Cunha & Martins, 2015), tendo, por isso, uma visão mais focada para os objetivos dos acionistas (Torres, 2022). Assim, espera-se que os administradores independentes exerçam um controlo objetivo sobre gestão, contribuindo com credibilidade para a estratégia e desempenho empresariais, sem conflitos de interesse (Júnior, 2018). Essa independência cria, na perspetiva dos credores, um ambiente de trabalho colaborativo em relação à "criação de dívida" melhorando, por conseguinte, o acesso da empresa ao financiamento e reduzindo o custo de endividamento, especialmente quando a gestão está disposta a reforçar o valor da empresa (Zaid et al., 2020). No entanto, a evidência empírica sobre esta relação é limitada. Wen et al. (2002) identificaram uma relação negativa entre o nível de independência do CA e o nível de endividamento, sugerindo que os administradores independentes supervisionam mais ativamente os gestores, incentivando-os a recorrer menos ao financiamento externo, com o objetivo de melhorar o desempenho da empresa.

A diversidade do CA, por sua vez, será medida pelo logaritmo do número de membros do género feminino. Vários estudos demonstram que a diversidade de género nos CA proporciona vantagens notáveis no desempenho das funções de fiscalização e controlo do conselho. Entre essas vantagens destacam-se o aumento do coeficiente de inteligência emocional e um maior nível de conflito cognitivo, o que é positivo para a inovação e desenvolvimento organizacional, pois incorpora perspetivas variadas e abordagens alternativas para a resolução de problemas (Silva, 2022). Quanto ao impacto da diversidade de género na estrutura de capital, Usman et al. (2019) demonstraram que empresas com CA diversificados em termos de género apresentam um custo de dívida inferior, uma vez que a presença de mulheres no conselho atenua o comportamento

oportunista da gestão e a assimetria de informação, melhorando a percepção dos credores sobre a capacidade de pagamento da dívida. Na mesma linha, Zaid et al. (2020) confirmaram que empresas que possuem um CA com maior diversidade de género são mais suscetíveis de recorrer a financiamento externo, dado que a presença de mulheres transmite maior confiança aos credores, facilitando o acesso ao financiamento por dívida. Do ponto de vista da teoria da agência, um CA mais diverso melhora o controlo sobre os gestores, dado que a heterogeneidade de género intensifica a independência do CA (Elmagrhi et al., 2018). Por outras palavras, a influência do CA é maior quando a distribuição dos membros do conselho é equilibrada em termos de género, pois a distribuição equitativa entre homens e mulheres melhora a eficácia do conselho (Zaid et al., 2020). Em contrapartida, autores como Barber e Odean (2001), Agnew et al. (2003) e Nyamweya (2005) referem que as mulheres tendem a ter maior aversão ao risco, preferindo reduzir o financiamento por dívida, o que resulta numa relação negativa com o nível de endividamento. Faccio et al. (2016) estudaram o impacto da diversidade de género dos CEO na alocação de capital em empresas europeias e concluíram que as empresas geridas por mulheres apresentam níveis de endividamento inferiores. Concluindo, a literatura não é consensual no que concerne ao impacto da diversidade de género no nível de endividamento. Ainda assim, conclui-se também que a presença de mulheres no CA tem uma forte influência na eficácia do mesmo, com estudos empíricos a salientarem a importância da diversidade de género para aumentar o valor da empresa, promovendo criatividade, inovação e contribuindo para a resolução de problemas (Granado-Peiró & López-Gracia, 2017).

No que se refere ao impacto das variáveis económico-financeiras, Harris e Raviv (1991) afirmam que o endividamento aumenta com a existência de ativos fixos, as oportunidades de investimento e a dimensão da empresa, enquanto diminui com a rentabilidade. Assim, serão controlados os efeitos das seguintes variáveis na política de endividamento: rentabilidade, crescimento, tangibilidade dos ativos e dimensão. De ressaltar que estas variáveis financeiras são frequentemente utilizadas na literatura empírica sobre a estrutura de capital.

Em relação à rentabilidade, esta mede a capacidade de uma empresa gerar resultados por meio dos seus ativos, sendo calculada como o rácio entre o resultado líquido e o total de ativos da empresa (Torres, 2022). Segundo Ross (1977), espera-se uma relação positiva com o nível de endividamento. O autor defende que esta relação se estabelece pela

sinalização de resultados futuros através de um maior ou menor uso de dívida, pelo que, quanto maior for a capacidade da empresa de gerar e reter resultados, maior será o poder negocial ao recorrer a financiamento externo, e mais atrativas serão as taxas de juro (Mouro, 2014). Na perspetiva da teoria do *Trade-Off*, também se espera uma relação positiva, dado que empresas mais rentáveis tendem a ter um nível de endividamento superior, já que os custos de falência diminuem com o aumento da rentabilidade. Além disso, quanto maior for a rentabilidade da empresa, mais esta beneficiará da vantagem fiscal proporcionada pela dedução dos juros dos empréstimos (Silva, 2012). Em contrapartida, de acordo com a teoria da *Pecking Order*, espera-se uma relação negativa, ou seja, quanto maior for a capacidade da empresa de gerar e reter resultados (autofinanciamento), menor será a necessidade de recorrer ao endividamento (Myers e Majluf, 1984).

A variável crescimento refere-se às oportunidades de crescimento da empresa e será medida pelo aumento dos ativos. Segundo Baskin (1989), o crescimento apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento, pois empresas com elevado crescimento precisam de recorrer a mais capital alheio, tendo em conta a considerável probabilidade de as necessidades de financiamento ultrapassarem os fundos gerados internamente (Mouro, 2014). A teoria da Agência também prevê uma relação positiva, visto que maiores oportunidades de crescimento facilitam o acesso ao financiamento, pois a empresa transmite maior confiança aos credores através de projetos em expansão. Como resultado, os problemas de agência são minimizados, pois a dívida é utilizada para controlar os conflitos entre gestores e acionistas, conforme explicado anteriormente (Ferreira, 2021). Contudo, não há unanimidade nesta relação, dado que, segundo Rajan e Zingales (1995), existe uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o nível de endividamento. À luz da teoria da *Pecking Order*, empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a apresentar menores níveis de endividamento, preferindo financiar-se com recursos internos ou outras formas menos arriscadas de financiamento, a fim de preservar a sua capacidade de investir em projetos futuros. No entanto, esta teoria sugere também a existência de uma relação positiva entre o endividamento e as oportunidades de crescimento, ou seja, dois efeitos possíveis. Assim, quando há mais oportunidades de crescimento, a empresa terá maior probabilidade de recorrer a fundos externos para financiar os seus investimentos, pois pode não ter fundos internos suficientes (Silva, 2012). A teoria do *Trade-Off*, por sua vez, sugere uma relação

negativa entre as oportunidades de crescimento e a dívida. Altos níveis de crescimento geram maior incerteza, o que aumenta tanto os custos quanto a volatilidade dos resultados. Dessa forma, o acesso ao financiamento torna-se mais difícil, pois a probabilidade de falência também é maior (Angelo & Masulis, 1980).

Quanto à variável tangibilidade dos ativos, calculada pelo rácio entre ativos tangíveis e o total de ativos, é esperada uma relação positiva com o nível de endividamento. Empresas com elevada tangibilidade podem utilizar os ativos como garantia para os credores em caso de incumprimento, o que facilita o acesso ao financiamento e aumenta a probabilidade de contraírem mais dívida, resultando num nível de endividamento superior (Arllyn, 2020). De acordo com a teoria da *Pecking Order*, Myers e Majluf (1984) também sugerem uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, tendo em conta que, para realizarem novos investimentos, as empresas geralmente necessitam de financiamento adicional. Como os fundos internos raramente são suficientes, essas empresas tendem a aumentar o seu nível de endividamento.

Por fim, a variável dimensão é calculada pelo logaritmo natural do total de ativos. Espera-se uma relação positiva com o nível de endividamento, uma vez que empresas de maior dimensão tendem a ter maior acesso ao financiamento, em virtude da maior divulgação de informação e, conseqüentemente, redução dos problemas de assimetria de informação (Granado-Peiró & López-Gracia, 2017; Mouro, 2014). Em contrapartida, empresas de menor dimensão, frequentemente em fases iniciais do ciclo de vida, podem encarar o endividamento como a única forma de financiamento disponível, havendo, assim, uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento (Junior, 2012).

Tabela 1 - Variáveis utilizadas no estudo

Variável	Tipo de Variável	Denominação	Fórmula de Cálculo
Endividamento (%)	Dependente	END	Dívida Financeira/ Ativo Total
Propriedade da gestão (%)	Independente	CEO	Percentagem de propriedade do CEO
Concentração da propriedade (%)	Independente	CONCEN1	Percentagem de propriedade do maior acionista
		CONCEN2	Soma da percentagem de propriedade do maior e segundo maiores acionistas
Variáveis de controlo do conselho de administração			
Dimensão do CA	Controlo	DIMCA	Logaritmo natural do n.º de administradores do CA
Independência do CA	Controlo	INDCA	Logaritmo natural do n.º Administradores não independentes
Diversidade do CA	Controlo	DIVCA	Logaritmo natural do n.º Mulheres no CA
Variáveis de controlo financeiras			
Rentabilidade	Controlo	RENTAB	Resultado líquido/ Ativo Total
Crescimento	Controlo	CRESC	Taxa de crescimento do Ativo Total
Tangibilidade dos ativos	Controlo	TANGIB	Ativos Fixos Tangíveis/ Ativo Total
Dimensão	Controlo	DIME	Logaritmo natural do Ativo Total

Fonte: Elaboração Própria

3.3 Metodologia de Investigação

O objetivo deste trabalho é analisar o impacto do entrincheiramento dos gestores, através da participação no capital dos mesmos, e da concentração da propriedade no nível de endividamento das empresas nacionais cotadas. Para atingir este propósito, a metodologia de investigação adotada é de natureza quantitativa, à semelhança de outros estudos realizados sobre o tema. O método quantitativo é considerado o mais apropriado, visto que permite a quantificação, tanto na recolha quanto no tratamento das informações, com recurso a técnicas estatísticas. Esta abordagem concentra-se na análise de fenómenos observáveis e na medição de variáveis que podem ser comparadas e relacionadas (Silva, 2017).

Desta forma, para testar as hipóteses de investigação, serão estimados os efeitos das diversas variáveis independentes sobre a variável dependente por meio de três modelos distintos de dados em painel, isto é, através da realização de modelos de regressão multivariada. O *software* econométrico selecionado para o tratamento dos dados e análise do modelo empírico foi o *RStudio*, versão 2023.09.1.

Num modelo de dados em painel são combinados dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*), sendo que as variáveis são observadas repetidamente ao longo do tempo, para um conjunto de indivíduos (Sousa, 2017). De ressaltar que alguns dos benefícios de recorrer a esta metodologia de dados em painel, também designada por dados longitudinais, incluem a capacidade de obter uma maior diversidade de dados, assim como uma maior eficiência estimativa e um maior número de graus de liberdade (Torres, 2022). Para além disso, esta abordagem permite reduzir a colinearidade entre as variáveis e controlar a heterogeneidade individual, reconhecendo a existência de características diferenciadoras dos indivíduos que podem ou não ser constantes ao longo do tempo (Costa, 2022).

3.3.1 Modelos de Regressão

Para aplicar a metodologia de dados em painel, é crucial determinar qual dos modelos é o mais apropriado. Como ponto de partida, testa-se o método dos mínimos quadrados, conhecido por *Ordinary Least Squares* (OLS). No entanto, tendo em conta que as variáveis do estudo variam ao longo do tempo, a utilização deste modelo é desaconselhada. Portanto, recorre-se também ao modelo de Efeitos Fixos, conhecido por *Least Squares Dummy Variables*, ao modelo de Efeitos Aleatórios e ao método dos Momentos Generalizados, também designado por *Generalized Method of Moments* (GMM).

O modelo de Efeitos Fixos e o modelo de Efeitos Aleatórios são utilizados para captar as diferenças não observadas entre as observações. No entanto, enquanto o primeiro assume que essas características não observáveis são constantes ao longo do tempo para cada indivíduo e estão correlacionadas com as variáveis independentes, o segundo presume que essas diferenças são aleatórias e não correlacionadas com as variáveis independentes do modelo (Ribeiro, 2014).

Relativamente ao modelo de OLS (equação 1), a equação da regressão é a seguinte:

$$\text{END}_{it} = \beta_0 + \beta_{cg} X'_{cg} + \beta_f X'_f + \beta_{CA} X'_{CA} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 1)

Onde,

- END_{it} – Endividamento da empresa i , no período t ;
- X'_{CG} – Vetor de variáveis explicativas de *corporate governance*;
- X'_F – Vetor de variáveis de controlo financeiras;
- X'_{CA} – Vetor de variáveis de controlo do CA;
- β_0 – Termo constante da regressão;
- β – Coeficientes de regressão associados às variáveis independentes;
- ε_{it} – Resíduos do modelo.

O modelo de Efeitos Fixos (equação 2), por sua vez, considera que a heterogeneidade não observável é específica para cada indivíduo e constante ao longo do tempo, logo, adiciona-se à equação essa mesma heterogeneidade, representada por α_i . A sua equação de regressão é a seguinte:

$$\text{END}_{it} = \beta_{cg} X'_{cg} + \beta_f X'_f + \beta_{CA} X'_{CA} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

No que se refere ao modelo de Efeitos Aleatórios (equação 3), ao contrário do modelo anterior, este considera a heterogeneidade não observável como uma variável aleatória e não constante. Assim sendo, adiciona-se à equação o termo b_i , que corresponde aos efeitos específicos de cada indivíduo, ou seja, de cada empresa. A equação exprime-se por:

$$\text{END}_{it} = \beta_{cg} X'_{cg} + \beta_f X'_f + \beta_{CA} X'_{CA} + b_i + \varepsilon_{it}$$

(Equação 3)

Seguindo a metodologia usada por Granado-Peiró e López-Gracia (2017), começa-se por estimar um modelo de dados em painel padrão (doravante designado “modelo base”) em que apenas variáveis de controlo financeiras são incluídas de modo a aferir os seus efeitos na variável dependente.

Relativamente à seleção do melhor modelo, em primeiro lugar, para confirmar a adequação do modelo de Efeitos Fixos em comparação com o modelo OLS, realiza-se o teste F , cuja hipótese nula é a inexistência de especificidade dos indivíduos, isto é, os coeficientes dos indivíduos são iguais a zero. Se o p -value obtido for inferior a 5%, conclui-se a presença de heterogeneidade significativa entre os indivíduos, ou seja, existem efeitos individuais não observáveis, que podem ser aleatórios ou fixos, que explicam a variável dependente. Nesse caso, o modelo OLS não é o mais indicado (Baltagi, 2005).

Além disso, utiliza-se o teste de *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* para determinar se o modelo de Efeitos Aleatórios é mais apropriado do que o modelo OLS. Posteriormente, recorre-se ao teste de *Hausman*, para comparar a adequação do MEA comparativamente ao MEF. A hipótese nula deste teste afirma a inexistência de correlação entre os efeitos específicos e as variáveis independentes. Se o p -value não rejeitar esta hipótese, então o MEA é considerado o modelo mais indicado para este estudo, caso contrário, o MEF é o mais adequado (Pinto, 2022).

Após a seleção do melhor modelo, é fundamental garantir que alguns pressupostos são cumpridos. Para verificar a homocedasticidade dos resíduos, isto é, a variância constante dos resíduos, procede-se ao teste de *Breusch-Pagan*, sendo esperado que essa variância se mantenha constante ao longo do tempo. Caso o p -value seja inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade, o que evidencia um problema de heterocedasticidade. Outro pressuposto a testar é a ausência de correlação transversal nos resíduos (*cross-sectional*), também com recurso ao teste *Lagrange Multiplier*. Se o p -value for inferior a 5%, tal indica a presença de correlação significativa entre os resíduos, ou seja, que não há independência entre os indivíduos ao longo do tempo. Por fim, é utilizado o teste de *Breusch-Godfrey Wooldridge*, para verificar a existência de autocorrelação em série temporal nos resíduos do modelo. Se a hipótese nula for rejeitada, existe correlação significativa nos resíduos ao longo do tempo.

Embora a utilização de modelos de Efeitos Fixos ou de Efeitos Aleatórios apresente vantagens, estes modelos são considerados estáticos, pois não têm em consideração a endogeneidade, a correlação em série, a heterocedasticidade, nem o possível dinamismo entre as variáveis independentes e dependentes. Esses modelos assumem que a relação entre as variáveis ocorre no mesmo período, contudo, os níveis de endividamento são frequentemente influenciados por níveis de endividamento passados, tornando necessário

a inclusão de valores desfasados das variáveis dependentes como variáveis explicativas. Para essa finalidade, o GMM é o mais adequado (Baltagi, 2005).

Para lidar com a endogeneidade, utilizam-se estimadores dinâmicos de painel GMM, como os desenvolvidos por Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998). O estimador GMM de Arellano e Bond (1991) é baseado no GMM, onde as variáveis instrumentais são a variável dependente e as variáveis independentes desfasadas. O estimador *system* GMM, elaborado inicialmente por Arellano e Bover (1995) e, posteriormente, concluído por Blundell e Bond (1998), é particularmente relevante quando a variável dependente é persistente, ou seja, quando há uma elevada correlação entre os seus valores no período atual e no anterior, e quando o número de períodos não é muito elevado (Baltagi, 2005).

Os resultados dos estimadores *difference* GMM e *system* GMM só podem ser considerados robustos mediante duas condições: (i) os instrumentos devem ser válidos, ou seja, exógenos; e (ii) não deve existir autocorrelação de segunda ordem. Para verificar a validade da primeira condição, realiza-se o teste de *Sargan*, cuja hipótese nula indica que os instrumentos são válidos. Para o estimador *system* GMM, aplica-se o teste de *Hansen*, que é robusto à heterocedasticidade, ou seja, permanece válido mesmo na presença de heterocedasticidade, ao contrário do teste de *Sargan*. Em relação ao teste de autocorrelação de primeira e segunda ordens, para testar a segunda condição, a hipótese nula indica que não há autocorrelação e, se for rejeitada, conclui-se que os resultados obtidos não são robustos (Caetano, 2011).

Neste sentido, a variável dependente desfasada é incluída como uma variável explicativa no modelo, com o objetivo de capturar a influência dos valores passados sobre os valores atuais da variável dependente. Esta abordagem permite tratar problemas de endogeneidade e prever padrões dinâmicos ao longo do tempo. Assim, a equação de regressão para o modelo com um ano de desfasamento do endividamento exprime-se por:

$$END_{it} = \beta_0 + \beta_1 END_{i,t-1} + \beta_{cg} X'_{cg} + \beta_f X'_f + \beta_{CA} X'_{CA} + b_i + V_t + \varepsilon_{it}$$

(Equação 4)

Na equação 4, os parâmetros são semelhantes aos dos modelos anteriores (equação 1, 2 e 3), sendo β_0 o termo constante da regressão, $END_{i,t-1}$ a variável dependente desfasada no tempo e V_t os efeitos temporais ou macroeconómicos.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 2 apresenta diversas estatísticas descritivas das variáveis presentes neste estudo, após tratamento estatístico de *outliers*. A tabela inclui os valores mínimos, máximos, médias, medianas e desvios padrão das variáveis utilizadas.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas da amostra

Variável	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
END	203	0	0,6762	0,2621	0,2301	0,2082
CEO	203	0	0,5100	0,0460	0	0,1183
CONCEN1	203	0,1000	0,9469	0,4850	0,5181	0,2326
CONCEN2	203	0,1831	0,9974	0,6020	0,6103	0,2212
DIMCA	203	3	19	9,0976	8	4,0306
INDCA	203	0	7	2,1456	1	2,3328
DIVCA	203	0	5	2,1250	2	1,4087
RENTAB	203	-0,2884	0,4027	0,0556	0,0300	0,1009
CRESC	203	-0,4068	0,4358	0,0089	-0,0029	0,1250
TANGIB	203	0	0,8000	0,0498	0	0,1575
DIME	203	50.572	22.858.316	1.565.683	365.917	3.353.013

Nesta tabela reportam-se as principais estatísticas das variáveis apresentadas na Tabela 1. A amostra consiste em 29 empresas e 203 observações. As variáveis DIMCA, INDCA, DIVCA e DIME são apresentadas em valores absolutos neste quadro, embora sejam introduzidas em logaritmos nas regressões. A variável DIME é definida em milhões de euros.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

De acordo com a Tabela 2, que abrange o horizonte temporal de 2016 a 2022, o endividamento médio entre as empresas da amostra é, aproximadamente, 26,21%. Observa-se uma elevada variação no nível de endividamento, com um valor mínimo de 0% e um valor máximo próximo de 68%, indicando uma disparidade significativa no nível de endividamento das empresas da amostra. Esta variação pode ser explicada pela diversidade de políticas de financiamento: algumas empresas preferem evitar o financiamento por dívida, apresentando níveis muito baixos de endividamento, enquanto outras dependem fortemente deste tipo de financiamento, estando, por isso, altamente

alavancadas. Esta ampla dispersão reflete diferentes estratégias de financiamento, perfis de risco e condições específicas do mercado durante o período analisado.

A variável explicativa referente à propriedade da gestão, que mede o capital detido pelos gestores, apresenta uma variação entre 0% e 51%, com uma média de aproximadamente 4,60%. O desvio-padrão de 0,1183 sugere uma volatilidade considerável nesta variável, visto que é consideravelmente superior à média. Observa-se ainda que o número de empresas em que o CEO detém participação no capital é reduzido, já que a mediana é zero. Estes valores podem limitar a capacidade de se obter conclusões a partir desta variável.

A concentração da propriedade detida pelo maior acionista (CONCEN1) varia entre 10% e 94,69%, com uma média de 48,50% e um desvio-padrão de 0,2326. A variável que mede a concentração da propriedade dos dois maiores acionistas (CONCEN2) varia entre 18,31% e 99,74%, com uma média próxima de 60% e um desvio padrão de 0,2212. Conclui-se que, em média, o maior acionista (CONCEN1) detém quase 50% da participação direta na empresa, enquanto os dois maiores acionistas (CONCEN2) possuem, em conjunto, mais de 60%. Estes níveis de concentração sugerem que há um controlo significativo por parte dos acionistas maioritários sobre as empresas.

No que respeita às variáveis de controlo, a dimensão média dos CA é de aproximadamente 9 membros, com uma dimensão mínima de 3 e máxima de 19 membros. A independência média dos CA situa-se em torno de 24%, o que significa que, em média, a maioria dos CA são compostos por membros executivos e não-independentes, revelando uma significativa discrepância. O valor máximo de independência corresponde a 7 membros e o mínimo é nulo. A diversidade dos CA, medida pelo número de mulheres que fazem parte do conselho, tem um valor máximo de 5 membros e o valor mínimo é também nulo. Em termos percentuais, a diversidade de género no CA é próxima da independência, situando-se próxima dos 23%. Isto revela uma presença limitada de administradores independentes e de mulheres nos conselhos, com uma mediana de 1 e 2 membros, respetivamente, em comparação com a mediana de 8 membros no total.

Em relação às restantes variáveis de controlo, de natureza económico-financeira, a rentabilidade tem um valor mínimo próximo de -29% e um máximo de 40%. É possível referir que as empresas da amostra são, em média, rentáveis, com uma rentabilidade média de cerca de 5%, o que indica que, por cada euro investido em ativos, nas empresas

da amostra, obtém-se um lucro de 5 cêntimos. Contudo, algumas empresas apresentam prejuízos, com rentabilidades negativas. Relativamente ao crescimento, as empresas cotadas tiveram um crescimento médio positivo, embora a mediana seja negativa, sugerindo uma distribuição assimétrica e que um número considerável de empresas enfrentou dificuldades. Analisando a tangibilidade dos ativos, verifica-se que, em média, os ativos fixos tangíveis representam cerca de 4% do total dos ativos das empresas, com um valor máximo de 80% e mínimo de 0%, indicando a existência de empresas sem qualquer tangibilidade. No que respeita à dimensão das empresas, calculada pelo logaritmo do valor dos ativos, o valor mínimo é de 17,7 (equivalente a 50 milhões de euros), enquanto o valor máximo é de cerca de 23,8 (equivalendo a mais de 22 mil milhões de euros). A análise também indica que algumas variáveis apresentam elevada volatilidade, com desvio-padrão superior à média, sendo essas variáveis as seguintes: Propriedade da gestão, Independência do CA, Rentabilidade, Crescimento e Tangibilidade. Por outro lado, as restantes variáveis independentes e a variável dependente têm desvios-padrão inferiores às suas médias, o que permite concluir que a volatilidade destas variáveis não é significativa.

4.2 Matriz das correlações de *Pearson*

Considerando que as variáveis são analisadas simultaneamente, é fundamental examinar a correlação entre elas para identificar a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes. A multicolinearidade refere-se à situação em que um modelo inclui várias variáveis independentes que possuem uma relação linearmente dependente entre si, o que pode comprometer a precisão das estimativas dos coeficientes e a interpretação dos resultados (Gujarati & Porter, 2011). Deste modo, calculou-se a matriz de correlação de *Pearson* para todas as variáveis (Tabela 3). Os valores de correlação variam entre -1 e 1, pelo que valores próximos destes extremos podem indicar que as variáveis medem características semelhantes e que são altamente correlacionadas. Neste sentido, foi realizado um teste de multicolinearidade, utilizando os *Variance Inflation Factors* (VIF), que fornecem uma medida de multicolinearidade entre as variáveis independentes. Os valores deste teste são apresentados na tabela 4.

Tabela 3 - Matriz de correlações de Pearson

Variável	END	CEO	CONCEN1	CONCEN2	DIMCA	INDCA	DIVCA	RENTAB	CRESC	TANGIB	DIME
END	1										
CEO	-0,1137	1									
CONCEN1	-0,0935	-0,2267**	1								
CONCEN2	-0,1504*	-0,1495*	0,9054***	1							
DIMCA	0,4147***	-0,3704***	0,0675	-0,0381	1						
INDCA	0,2605***	-0,2761***	-0,0821	-0,2032**	0,5655***	1					
DIVCA	0,2019**	-0,1433*	-0,0060	-0,1084	0,6252***	0,4655***	1				
RENTAB	0,0372	0,1798*	-0,0099	-0,0321	0,1299	0,0245	0,1134	1			
CRESC	0,0655	0,0850	0,0625	0,0359	0,0811	0,0345	0,0822	0,3604***	1		
TANGIB	0,1886**	-0,0702	0,2046**	0,1929**	0,1951**	0,2474***	-0,0114	0,0811	-0,0377	1	
DIME	0,4561***	-0,2924***	-0,0021	-0,1913**	0,4472***	0,3387***	0,3211***	0,1081	0,2457***	-0,0610	1

Nesta tabela reportam-se as correlações entre as variáveis para a amostra analisada, para o período temporal de 2016-2022.

‘***’, ‘**’, ‘*’, com nível de significância de 1%, 5%, 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

Os coeficientes de correlação (Tabela 3) constataam o grau de relacionamento entre as variáveis, permitindo compreender como as mesmas se associam entre si, dado que esta análise mede o grau e a intensidade da associação (Torres, 2022). Conforme observado na tabela 3, existem correlações estatisticamente significativas entre a maioria das variáveis, sendo estas correlações fracas ou moderadas. Destaca-se a correlação positiva forte de, aproximadamente, 0,90 entre as variáveis que representam as participações dos acionistas majoritários (CONCEN1 e CONCEN2). Este resultado era esperado, pois ambas as variáveis medem a mesma característica (concentração de propriedade). Esta correlação não constitui um problema, dado que as duas variáveis não serão utilizadas simultaneamente nos modelos. Quanto às restantes correlações, embora existam algumas relações lineares fortes, nenhuma é superior a 0,8, não havendo, por isso, problemas significativos de multicolinearidade.

Da análise à matriz de correlações, destacam-se as correlações altamente significativas (*p-value* inferior a 1%) e positivas entre o endividamento das empresas e a dimensão do CA (DIMCA), a independência do CA (INDCA) e a dimensão da empresa (DIME). Além disso, observam-se correlações significativas (*p-value* inferior a 5%) e positivas entre o endividamento e a diversidade do CA (DIVCA) a tangibilidade (TANGIB). Pode-se concluir, com base nesta matriz, que as empresas mais endividadas tendem a ter CA maiores, com um grau de independência mais elevado e mais diverso em termos de género, além de serem caracterizadas por uma maior dimensão e tangibilidade.

Tabela 4 - Teste de Multicolinearidade

Variável	CEO	CONCEN1	CONCEN2	DIMCA	DIVCA	INDCA	RENTAB	CRESC	TANGIB	DIME
VIF	1,40	6,91	7,30	2,41	1,83	1,77	1,24	1,25	1,25	1,67

Nesta tabela reportam-se os valores de VIF das variáveis independentes utilizadas no estudo.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

Relativamente à multicolinearidade, um VIF inferior a 5 é considerado aceitável para comprovar a inexistência de multicolinearidade entre as variáveis (Maroco, 2007). No entanto, conforme evidenciado na tabela 4, os resultados dos VIF variam entre 1,25 e 7,30. Segundo Hair et al. (2013), para que não existam problemas de multicolinearidade, o VIF deve ser inferior a 3, ou pelo menos não ser superior a 10, na medida em que um VIF elevado pode significar que a variável está fortemente correlacionada com as demais

variáveis. Assim, pode-se concluir que não existem problemas de multicolinearidade, dado que todos os valores são inferiores a 10, o que permite prosseguir com a análise de regressão dos modelos definidos no capítulo III.

4.3 Resultados dos Modelos de Regressão

Nesta secção são expostos os resultados dos modelos de regressão delineados no capítulo anterior, destacando a sua importância para responder às hipóteses de investigação estabelecidas e ao objetivo principal deste estudo: determinar se as práticas de *corporate governance* têm impacto no endividamento das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Como referido previamente no capítulo 3.3, a análise começou com a estimação de um modelo base, que inclui apenas as variáveis de controlo financeiras. Após a estimação do modelo OLS, do modelo de Efeitos Fixos e do modelo de Efeitos Aleatórios, foram realizados testes econométricos para identificar o modelo mais adequado, considerando um nível de significância de 5%.

Em primeiro lugar, foi realizado o teste *F* para confirmar se um modelo de dados em painel seria mais adequado do que um modelo de regressão linear. O resultado, com um *p-value* inferior a 5%, resultou na rejeição da hipótese nula sendo, indicando que o MEF é mais apropriado do que o OLS, sugerindo a presença a presença de efeitos individuais não observáveis, fixos ou aleatórios.

Seguidamente, foi realizado o teste de *Breusch-Pagan*, para verificar se o MEA era mais indicado do que o modelo OLS. Novamente, um *p-value* inferior a 5% resultou na rejeição da hipótese nula, confirmando a adequação de um modelo de dados em painel.

Posteriormente, o teste de *Hausman*, com um *p-value* superior a 5%, não rejeitou a hipótese nula, indicando que não há correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis explicativas. Portanto, optou-se pelo MEA em detrimento do de Efeitos Fixos. Os resultados estão apresentados na tabela 5.

A tabela também inclui testes adicionais para verificar a robustez dos resultados estimados. Primeiro, o teste de *Wald*, que avalia a significância conjunta dos coeficientes, apresentou um *p-value* inferior a 5%, em ambos os modelos, que rejeita a hipótese nula

de que todos os coeficientes são nulos, sugerindo que as variáveis de controlo financeiras têm um impacto estatisticamente significativo na variável dependente.

Em segundo lugar, foi realizado o teste AR(1) para verificar a presença de autocorrelação de primeira ordem nos resíduos do modelo GMM, sendo que, com um *p-value* inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula, evidenciando a existência de autocorrelação de primeira ordem. Por outro lado, o teste AR(2), revelou um *p-value* superior a 5%, não rejeitando a hipótese nula, o que demonstra a inexistência de autocorrelação de segunda ordem e valida, assim, os instrumentos usados no modelo *Difference* GMM. De referir que ambos os *p-values* eram esperados, pois ajudam a verificar a validade do modelo e dos instrumentos no GMM.

Tabela 5 - Resultados da estimação do modelo base com recurso ao MEA

Variável explicativa	Efeitos Aleatórios	System GMM
END _{t-1}	-	0,95699*** (0,04673)
RENTAB	-0,28498*** (0,08279)	-0,11265 (0,07717)
CRESC	-0,03080 (0,05321)	0,10862 (0,07120)
TANGIB	0,29623 (0,19691)	0,00207 (0,01977)
DIME	0,08539*** (0,01897)	0,00012 (0,00055)
Observações	203	319
Teste de <i>Sargan</i>	-	19,79
Teste de <i>Wald</i>	35,41***	13575,31***
AR(1)	-	-3,5115***
AR(2)	-	-1,7985
R ² ajustado	0,1100	-

Nesta tabela reportam-se os coeficientes de regressão estimados aplicando o modelo de Efeitos Aleatórios (equação 3) e *system* GMM (equação 4), para o modelo base. As variáveis incluídas referem-se às variáveis de controlo financeiras e, no caso do *system* GMM, a variável dependente desfasada. Os valores entre parênteses referem-se aos erros-padrão. R² corresponde ao coeficiente de determinação ajustado e indica em que percentagem as variáveis explicativas explicam a variável dependente.

***, **, com nível de significância de 1%, 5%, respetivamente.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

Analisando os resultados do modelo base, verifica-se que, embora a maioria dos coeficientes estimados não seja estatisticamente significativa, alguns resultados mostram-se inconsistentes com as previsões teóricas. No caso da variável Rentabilidade (RENTAB), no MEA, o coeficiente é negativo para um nível de significância de 1% ($p\text{-value} = 0,0005$). Já no *system GMM*, o coeficiente é também negativo, mas o $p\text{-value}$ é mais elevado (0,1444), indicando que há uma relação negativa significativa para um nível de significância de 15%. A variável Crescimento (CRESC), por sua vez, registra uma relação positiva, conforme esperado, no *system GMM* ($p\text{-value} = 0,1271$), estatisticamente significativa para um nível de significância de 15%. A Tangibilidade (TANGIB) também apresenta coeficiente significativo para um nível de 15% ($p\text{-value} = 0,1324$) no MEA. Por fim, a Dimensão da Empresa (DIME) evidencia uma relação significativa positiva, com coeficiente estatisticamente significativo no MEA, para uma significância a 1%.

Para testar as hipóteses previamente definidas, procedeu-se à inclusão das restantes variáveis num novo modelo (doravante designado por modelo completo), isto é, as variáveis de *corporate governance* e as variáveis de controlo do CA, com destaque para o impacto das primeiras no nível de endividamento das empresas: (i) a propriedade dos gestores (hipótese 1); e (ii) a concentração da propriedade (hipótese 2). Foram estimados cinco modelos (Tabela 6), com combinações das variáveis explicativas (CEO, CONCEN1 e CONCEN2). Os modelos foram estimados com recurso ao modelo de Efeitos Aleatórios, em detrimento do modelo de Efeitos Fixos, com base nos resultados do teste de *Hausman*. A combinação das variáveis explicativas em diversos modelos permitiu isolar o impacto de cada uma sobre o nível de endividamento, reforçando a robustez e consistência dos resultados. Assim, foi possível concluir como cada tipo de propriedade influencia diretamente as decisões financeiras das empresas. Os resultados estão apresentados na seguinte tabela.

Tabela 6 - Resultados dos MEA com combinações de variáveis explicativas

Variável	I	II	III	IV	V
RENTAB	-0,24694*** (0,07831)	-0,27234*** (0,07917)	-0,26197*** (0,07959)	-0,25592*** (0,07760)	-0,24529*** (0,07771)
CRESC	-0,04084 (0,05002)	-0,02528 (0,05070)	-0,03113 (0,05095)	-0,03352 (0,04963)	-0,04000 (0,04967)
TANGIB	0,24818 (0,20345)	0,20772 (0,20253)	0,20548 (0,19482)	0,21795 (0,20454)	0,20980 (0,19849)
DIME	0,08777*** (0,02056)	0,08074*** (0,02040)	0,08226*** (0,01974)	0,08740*** (0,02057)	0,08963*** (0,02006)
CEO	1,26602** (0,55531)			1,40307** (0,55859)	1,42400*** (0,54793)
CEO ²	-2,47344* (1,61005)			-2,94801* (1,63138)	-2,94833* (1,58074)
CONCEN1		0,62391* (0,38360)		0,72211* (0,38558)	
CONCEN1 ²		-0,43599 (0,32665)		-0,51486* (0,32743)	
CONCEN2			0,69822* (0,44491)		0,79873* (0,44672)
CONCEN2 ²			-0,41021 (0,32846)		-0,46304 (0,32815)
DIMCA	-0,01230 (0,03500)	-0,03049 (0,03570)	-0,02267 (0,03618)	-0,01578 (0,03564)	-0,00552 (0,03616)
INDCA	0,05370*** (0,01990)	0,03920* (0,02021)	0,04107** (0,02016)	0,05387** (0,02043)	0,05550*** (0,02028)
DIVCA	-0,05737*** (0,01503)	-0,06153*** (0,01530)	-0,06208*** (0,01546)	-0,05977*** (0,01495)	-0,06083*** (0,01505)
Observações	203	203	203	203	203
Teste de Wald	67,69***	62,40***	62,17***	74,48***	75,17***
R ² ajustado	0,2252	0,2091	0,2084	0,2391	0,2411

Nesta tabela reportam-se os coeficientes de regressão estimados para cinco modelos aplicando o modelo de Efeitos Aleatórios (equação 3), para o modelo completo. Cada modelo consiste numa combinação de variáveis explicativas. O modelo I inclui CEO. O modelo II inclui CONCEN1. O modelo III inclui CONCEN2. O modelo IV combina CEO e CONCEN1. O modelo V combina CEO e CONCEN2. Os valores entre parênteses referem-se aos erros-padrão. R² ajustado corresponde ao coeficiente de determinação ajustado e indica em que percentagem as variáveis independentes explicam a variável dependente.

‘***’, ‘**’, ‘*’, ‘•’ com nível de significância de 1%, 5%, 10%, 15% respetivamente.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

Como se pode observar pela tabela 6, o teste de *Wald* para a significância conjunta dos coeficientes confirma a validade das variáveis do modelo completo em cada um dos cinco casos. Para além disso, constata-se que o coeficiente de determinação ajustado (R^2 ajustado) varia entre 20,84% e 24,11%. Por exemplo, um R^2 ajustado de 24,11% indica que 24,11% da variação no nível de endividamento é explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo. Estes valores relativamente baixos denotam que as variáveis usadas capturam apenas uma parte limitada da variação no nível de endividamento, apontando para a possibilidade de incluir mais variáveis no modelo.

Adicionalmente, verifica-se que os coeficientes das variáveis de controlo financeiras são semelhantes aos apresentados no modelo base (Tabela 5). Relativamente às variáveis de controlo relacionadas com o CA, nem todas demonstram uma influência significativa sobre o nível de endividamento, como é o caso da Dimensão do CA (DIMCA). Por outro lado, a Independência do CA (INDCA) apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos, o que evidencia uma relação positiva entre a independência do CA e o nível de endividamento. Estes resultados sugerem que, quanto maior o nível de independência do conselho, através de administradores independentes, maior será o nível de endividamento. Já a Diversidade do CA (DIVCA), com coeficientes negativos e estatisticamente significativos, apresenta uma relação negativa, sugerindo que uma maior diversidade de género no CA está associada a um menor nível de endividamento.

No que respeita ao efeito das variáveis de *corporate governance*, a coluna I da tabela 6 apresenta os coeficientes de regressão obtidos através do MEA, onde a única variável de *corporate governance* incluída foi a participação no capital dos gestores (CEO), para testar a hipótese 1. O coeficiente associado a essa variável é positivo e estatisticamente significativo (p -value = 0,0226), confirmando a previsão da convergência de interesses. Isto significa que, à medida que os gestores aumentam a sua participação no capital da empresa, o nível de endividamento também aumenta, beneficiando, assim, os acionistas. Adicionalmente, o coeficiente da variável quadrática (CEO²), introduzida para avaliar o efeito de entrincheiramento, é negativo e estatisticamente significativo, para um nível de significância de 15% (p -value = 0,1244). Estes resultados sugerem a existência de uma relação quadrática em forma de U invertido entre a propriedade dos gestores e o nível de endividamento. Por outras palavras, confirma-se uma relação não linear entre as variáveis, ou seja, a presença de um ponto de viragem que confirma a hipótese 1.

No que diz respeito ao efeito da concentração da propriedade no nível de endividamento, para testar a hipótese 2, os resultados estão reportados nas colunas I e II (onde se inclui como variável de *corporate governance* CONCEN1 e CONCEN2, respetivamente). Em ambos os casos, os coeficientes das variáveis de concentração da propriedade sugerem uma relação positiva com o nível de endividamento, indicando que um aumento na concentração da propriedade tende a aumentar o nível de endividamento, contrariamente à previsão formulada. No entanto, estes coeficientes apresentam apenas significância estatística para um nível de significância de 15% ($p\text{-value} = 0,1038$ na coluna II e $p\text{-value} = 0,1165$ na coluna III). As variáveis quadráticas (CONCEN1² e CONCEN2²) não apresentam coeficientes estatisticamente significativos.

Nas regressões das colunas IV e V, foram estimadas conjuntamente as variáveis de *corporate governance*. Na coluna IV, combinou-se a variável CEO com CONCEN1, enquanto na coluna V se combinou CEO com CONCEN2. Em relação à variável CEO, os resultados mantêm-se semelhantes aos obtidos na coluna I, onde esta variável foi estimada de forma isolada. Quanto às variáveis de concentração da propriedade, tanto CONCEN1 (coluna IV) como CONCEN2 (coluna V) apresentam significância estatística para um nível de 10% ($p\text{-value} = 0,0610$ e $0,0737$, respetivamente), apresentando, assim, significância estatística mais elevada do que quando estimadas individualmente. Já as variáveis quadráticas da concentração da propriedade apresentam resultados distintos: CONCEN1² (coluna IV) é significativa a 15% ($p\text{-value} = 0,1158$), enquanto CONCEN2² (coluna V) não demonstra significância estatística ($p\text{-value} = 0,1582$).

Com o objetivo de controlar a endogeneidade e obter resultados mais robustos, recorreu-se ao método GMM, especificamente através do estimador *difference* GMM e do estimador *system* GMM. Foram estimados dois modelos diferentes, um para cada variável da concentração da propriedade (CONCEN1 e CONCEN2). Os resultados do método GMM, com recurso ao estimador *system* GMM encontram-se na seguinte tabela (Tabela 7). Optou-se pelo estimador *system* GMM em detrimento do estimador *difference* GMM, uma vez que o teste AR(2) para *difference* GMM rejeitou a hipótese nula, com um $p\text{-value}$ inferior a 5%, indicando que seria de esperar autocorrelação de 2.^a ordem nos resíduos. Para o *system* GMM, por outro lado, com um $p\text{-value}$ superior a 5%, não se rejeitou a hipótese nula, não sendo de esperar autocorrelação de 2.^a ordem nos resíduos, ou seja, a especificação do modelo está adequada.

Para testar a validade do estimador *system* GMM procedeu-se, além do teste AR(2), ao Teste de *Sargan/Hansen*, que verifica a validade dos instrumentos. A obtenção de um *p-value* superior a 5% demonstra a validação dos instrumentos. Relativamente ao teste AR(1), o *p-value* inferior a 5% rejeita a hipótese nula, de inexistência de autocorrelação de 1.^a ordem, o que indica que se espera autocorrelação de 1.^a ordem nos resíduos. Por fim, foi realizado o Teste de *Wald*, de modo a testar se os coeficientes são todos nulos. O *p-value* obtido, inferior a 5%, permite rejeitar a hipótese nula de que todos os coeficientes são nulos.

Tabela 7 - Resultados obtidos através do *system* GMM

Variável	I	II
END _{i,t-1}	0,93936*** (0,03976)	0,92198*** (0,04116)
RENTAB	-0,12060* (0,07937)	-0,12527* (0,07933)
CRESC	0,10774* (0,06811)	0,10756* (0,06547)
TANGIB	0,00638 (0,02406)	0,02062 (0,02776)
DIME	0,00013 (0,00102)	0,00037 (0,00124)
CEO	-0,08060 (0,10712)	-0,08744 (0,09956)
CEO ²	0,31024* (0,19774)	0,31389* (0,17735)
CONCEN1	-0,06638 (0,09216)	
CONCEN1 ²	0,03377 (0,09216)	
CONCEN2		-0,03506 (0,09454)
CONCEN2 ²		-0,01644 (0,08496)
DIMCA	0,014965 (0,01108)	0,01846* (0,01123)
INDCA	0,00223 (0,00686)	-0,00075 (0,00667)
DIVCA	-0,00990 (0,01092)	-0,01040 (0,01122)
N.º de observações	319	319
Teste de <i>Sargan</i>	28,88	26,77
Teste de <i>Wald</i>	88877,30***	61552,89***
AR(1)	-3,06***	-3,05***
AR(2)	-1,75	-1,70

Nesta tabela reportam-se os coeficientes de regressão estimados para dois modelos aplicando o *system* GMM (equação 4), para o modelo completo. O modelo I inclui CONCEN1. O modelo II inclui CONCEN2. Os valores entre parênteses referem-se aos erros-padrão.

‘***’, ‘**’, ‘*’, ‘.’ com nível de significância de 1%, 5%, 10%, 15% respetivamente.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

A análise da tabela 7 revela que a variável dependente desfasada ($END_{i,t-1}$) apresenta alta significância estatística, com coeficientes de 0,93936 e 0,92198, nos modelos I e II, respetivamente. Isto indica que o nível de endividamento de períodos passados exerce uma influência significativa sobre o nível de endividamento atual. Assim, pode-se concluir que empresas com elevados níveis de endividamento tendem a mantê-los nos períodos subsequentes. No que diz respeito às restantes variáveis, nenhuma delas é estatisticamente significativa nos modelos analisados, para uma significância a 10%. Portanto, não há evidências que suportem uma forte relação entre as variáveis do estudo e a variável dependente, quando se recorre ao estimador *system* GMM.

Para dar resposta às hipóteses de investigação formuladas no capítulo 2.3, optou-se por considerar os resultados do modelo de Efeitos Aleatórios (Tabela 6), devido à falta de significância estatística das variáveis no *system* GMM. Embora o modelo de Efeitos Aleatórios seja menos robusto face à endogeneidade, pode capturar relações que o GMM não consegue com tanta facilidade. A utilização de modelos de dados em painel estáticos requer a verificação de determinados pressupostos que assegurem a validade dos resultados obtidos. Importa, deste modo, validar os vários modelos, em relação aos pressupostos de homocedasticidade e independência dos resíduos. O processo de validação iniciou-se, assim, com o teste de heterocedasticidade de *Breusch-Pagan*, cuja hipótese nula é a existência de homocedasticidade. Os resultados obtidos indicaram *p-values* inferiores a 5% nos modelos, resultando na rejeição da hipótese nula e evidenciando a existência de variância dos resíduos e, conseqüentemente, um problema de heterocedasticidade. Relativamente à independência dos resíduos, o teste *Lagrange Multiplier* de *Breusch Pagan* considera como hipótese nula que os resíduos são independentes dos indivíduos, porém, com *p-values* inferiores a 5%, essa hipótese é rejeitada, ou seja, há correlação significativa entre os resíduos. Para testar a existência de autocorrelação em série temporal, efetuou-se o Teste de *Breusch-Godfrey/Wooldridge*, que, também com *p-values* inferiores a 5%, determinou a rejeição da hipótese nula, indicando a presença de autocorrelação em série temporal nos resíduos.

Neste sentido, para corrigir os problemas de heterocedasticidade e autocorrelação identificados, foi aplicado o método de *Huber-White* para o Modelo de Efeitos Aleatórios, para estimar a matriz robusta das variâncias e covariâncias. Este método ajusta as estimativas dos erros-padrão, tornando-os robustos e consistentes. A Tabela 8 apresenta os erros-padrão ajustados para os dois modelos criados, referentes a cada variável da

concentração da propriedade (CONCEN1 e CONCEN2). Esta abordagem não só capta as diferenças na definição de cada variável, como também aumenta a robustez dos resultados obtidos, ao refletir variações inconsistentes nas variâncias dos resíduos, permitindo, assim, obter estimativas mais confiáveis.

Tabela 8 - Matriz de Huber-White

Variável	I	II
RENTAB	-0,25592* (0,16876)	-0,24529 (0,17000)
CRESC	-0,03352 (0,05961)	-0,04000 (0,05957)
TANGIB	0,21795* (0,12290)	0,20980* (0,11948)
DIME	0,08740** (0,03438)	0,08963*** (0,03412)
CEO	1,40307*** (0,25210)	1,42396*** (0,26685)
CEO ²	-2,94801*** (0,70971)	-2,94833*** (0,70700)
CONCEN1	0,72211* (0,46214)	
CONCEN1 ²	-0,51486 (0,39680)	
CONCEN2		0,79873* (0,47603)
CONCEN2 ²		-0,46304 (0,35633)
DIMCA	-0,01578 (0,06362)	-0,00552 (0,06439)
INDCA	0,05387*** (0,02022)	0,05550** (0,02028)
DIVCA	-0,05977** (0,02703)	-0,06083** (0,02714)

Nesta tabela reportam-se os coeficientes de regressão estimados pela matriz robusta de variância e covariância para dois modelos aplicando o modelo de Efeitos Aleatórios (equação 3), para o modelo completo. O modelo I inclui CONCEN1. O modelo II inclui CONCEN2. Os valores entre parênteses referem-se aos erros-padrão robustos, calculados pelo método de *Huber-White*.

‘***’, ‘**’, ‘*’, ‘•’ com nível de significância de 1%, 5%, 10%, 15% respetivamente.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados amostrais.

Observa-se que a significância estatística de alguns coeficientes sofreu alteração, com determinados coeficientes a ganharem significância, enquanto outros perderam. Estes novos resultados evidenciam várias conclusões.

Em primeiro lugar, no que se refere às variáveis explicativas que respondem às hipóteses de investigação, os resultados da propriedade da gestão (CEO e CEO²) confirmam, com maior confiança, a existência de uma relação não linear significativa em forma de U invertido entre essa variável e a variável dependente. Para além da significância estatística ter aumentado em comparação com os coeficientes antes da aplicação da matriz das variâncias e covariâncias (Tabela 6), os erros-padrão diminuíram, refletindo de forma mais precisa a incerteza nas estimativas dos coeficientes. Assim, valida-se novamente a hipótese de investigação 1, agora com evidências mais sólidas: à medida que a participação do CEO no capital aumenta, o endividamento aumenta também, contudo, a partir de certo ponto, esse efeito começa a ser negativo. Ou seja, um incremento na propriedade do CEO resulta numa diminuição da dívida da empresa. Isto indica que o gestor se torna mais conservador em relação às decisões de financiamento, ocorrendo o fenómeno de entrincheiramento e havendo, assim, uma divergência de interesses entre estes agentes e os acionistas. Estes resultados alinham-se com os de Granado-Peiró e López-Gracia (2017) e Brailsford et al. (2002), que confirmaram uma relação não linear entre as variáveis.

Relativamente à concentração da propriedade, para dar resposta à hipótese de investigação 2, após a aplicação do método de *Huber-White*, constatou-se uma diminuição na significância estatística dessa variável, quer para CONCEN1 quer para CONCEN2. Conforme observado na tabela 8, CONCEN2 apresenta maior significância (*p-value* = 0,0950) em comparação a CONCEN1 (*p-value* = 0,1198). No entanto, as variáveis quadráticas não são estatisticamente significativas em nenhum dos modelos (*p-values* = 0,1960 e 0,1953), não havendo, assim, evidências robustas de uma relação não linear que validem a hipótese de investigação 2. Dessa forma, é mais seguro assumir uma relação linear positiva entre a concentração da propriedade e o nível de endividamento. Como CONCEN2 apresenta significância estatística superior comparativamente a CONCEN1, pode-se concluir que o modelo II é o mais adequado. Para além disso, quando inserida esta variável no modelo (Tabela 6), o R² ajustado é também mais elevado, o que também evidencia que é CONCEN2 preferível em comparação a CONCEN1. Estes resultados sugerem que, quando os dois maiores acionistas concentram as suas participações, há um ligeiro efeito positivo sobre a dívida das empresas.

Esta relação, apesar de não estar alinhada com o estudo de Granado-Peiró e López-Gracia (2017), vai ao encontro de outras evidências na literatura. Acionistas maioritários, com

maior controle sobre a empresa, tendem a favorecer o endividamento em detrimento da emissão de novas ações, de modo a maximizar o retorno do capital próprio e evitar a diluição do controle. Além disso, uma maior concentração da propriedade pode indicar um papel mais ativo desses acionistas na gestão, permitindo um maior controle sobre as decisões financeiras, incluindo as de financiamento, o que gera mais confiança no uso de dívida. Isto implica que os gestores estarão mais alinhados com o objetivo de preservar os interesses dos acionistas majoritários, evitando decisões que aumentem o risco de forma imprudente ou que beneficiem apenas a si próprios. Esses acionistas garantem que a dívida seja usada de forma eficiente, beneficiando quer a empresa quer os próprios acionistas, o que contribui para a redução dos conflitos de agência. Para além disso, ao terem acesso privilegiado a informações detalhadas sobre a gestão da empresa, a assimetria de informação é reduzida, aumentando a confiança no uso da dívida.

Em empresas com propriedade dispersa, os gestores têm mais liberdade para adotar decisões que favoreçam os seus interesses pessoais, prejudicando os acionistas. Adicionalmente, os credores podem perceber um risco de incumprimento mais elevado devido a uma “má gestão”, resultando em condições de crédito mais onerosas e tornando o endividamento menos atrativo. Em contrapartida, nestas empresas, os gestores não são controlados para beneficiarem diretamente um grupo restrito de acionistas, pelo que o risco de decisões oportunistas é menor. Já nas empresas com elevada concentração de propriedade, os acionistas majoritários podem tomar decisões que favoreçam os seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas minoritários, dando lugar a conflitos de agência. Adicionalmente, a presença de acionistas majoritários pode aumentar o risco de expropriação de valor, isto é, transferência de riqueza dos acionistas minoritários, ao passo que, em empresas com propriedade dispersa, esse risco é minimizado, dado que, as decisões financeiras são supervisionadas por diversas partes.

Shleifer e Vishny (1997) e Anderson et al. (2003) defendem uma relação linear entre a concentração da propriedade e o endividamento, argumentando que os acionistas majoritários tendem a preferir um nível de endividamento mais alto para controlar a gestão. Anderson et al. (2003), ao estudar empresas familiares americanas, observaram que a presença de acionistas majoritários é vista de forma positiva pelos credores. Para além desses autores, também Kim e Sorensen (1986), Brailsford et al. (2002), Tayachi et al. (2021) e Ndua et al. (2023) obtiveram resultados idênticos.

Em relação às variáveis de controlo relacionadas com o CA, a Dimensão do CA (DIMCA), tal como no modelo inicial (Tabela 6), não apresenta coeficientes estatisticamente significativos, ou seja, a dimensão do CA não tem um efeito claro no nível de endividamento neste modelo. Quanto à Independência do CA (INDCA), esta variável influencia positiva e significativamente a variável dependente ($\beta = 0,0538$ e $0,0555$; $p\text{-values} = 0,0083$ e $0,0067$), sugerindo que conselhos com maior nível de independência (com um número elevado de administradores independentes) tendem a tomar decisões que favorecem o uso de dívida. Um conselho mais independente está geralmente mais focado em proteger os interesses dos acionistas, o que pode incluir o uso de dívida como uma forma eficiente de financiamento. Este resultado está em linha com as conclusões de Zaid et al. (2020), que destacaram que a presença de administradores independentes funciona como um mecanismo eficaz de controlo interno aos olhos dos credores, facilitando o acesso ao financiamento externo. Anderson et al. (2003), também constataram que conselhos mais independentes estão associados a custos de dívida mais baixos, incentivando, assim, um maior recurso ao endividamento. Os resultados estão também em concordância com as conclusões dos estudos de Jensen (1986) e Berger et al. (1997).

No que se refere à Diversidade do CA (DIVCA), com coeficientes negativos e estatisticamente significativos ($\beta = -0,0598$ e $-0,0608$; $p\text{-values} = 0,0281$ e $0,0261$), os resultados sugerem a existência de uma relação negativa entre a diversidade de género no CA e o nível de endividamento. Deste modo, a presença de membros do género feminino está associada a uma maior aversão ao risco, o que pode ser explicado pela menor recetividade ao endividamento, conduzindo a decisões de financiamento mais cautelosas. Estes resultados estão alinhados com os de Barber e Odean (2001), Agnew et al. (2003) e Nyamweya (2005) e Teodosio et al. (2023), que destacam que conselhos mais diversificados tendem a ser mais conservadores em relação ao risco financeiro, optando por diminuir o nível de endividamento.

Por fim, relativamente às variáveis de controlo financeiras, a Rentabilidade (RENTAB) apresentou uma relação negativa, estatisticamente significativa para um nível de significância de 15%, no modelo da coluna I ($\beta = -0,2559$; $p\text{-value} = 0,1310$) e não significativa no modelo da coluna II. Logo, não se pode concluir, com confiança, o impacto desta variável no nível de endividamento. Do mesmo modo, o Crescimento (CRESC) apresentou coeficientes não significativos, ou seja, não apresenta um efeito

estatisticamente significativo na variável dependente. A Tangibilidade (TANGIB), por sua vez, tem uma relação estatisticamente positiva, visto que, apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos para um nível de 10% ($\beta = 0,2179$ e $0,2098$; p -values = $0,0777$ e $0,0807$), ao contrário do modelo inicial (Tabela 6). Desta forma, conclui-se que empresas com maior proporção de ativos tangíveis tendem a contrair mais dívida. Este tipo de ativos pode servir como garantias para os credores e, por conseguinte, o risco percebido por estes é reduzido, facilitando o acesso ao crédito. Rajan e Zingales (1995) também argumentaram que empresas mais tangíveis tendem a contrair mais dívida, pois esses ativos podem ser utilizados como garantia nos contratos de crédito. Finalmente, a Dimensão da Empresa (DIME) apresenta uma relação positiva e altamente significativa com o nível de endividamento (p -values = $0,0118$ e $0,0093$). Empresas de maior dimensão, que tendem a ser mais diversificadas e vistas como menos arriscadas pelos credores, têm maior facilidade em obter financiamento externo, o que explica o maior recurso à dívida. Assim, maiores empresas podem ter uma maior capacidade para negociar melhores condições com credores, obtendo, dessa forma, melhores condições de financiamento. Esta conclusão encontra-se em consonância com a Teoria do *Trade-Off*, que refere que empresas de maior dimensão tendem a ser mais diversificadas e a ter uma menor probabilidade de falência (Titman & Wessels, 1988), prevendo-se uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento.

O objetivo principal deste trabalho foi colmatar uma lacuna na investigação sobre a relação entre um tema emergente como a *corporate governance* e a decisão de financiamento, um assunto fundamental na gestão empresarial. Embora a estrutura de capital seja amplamente debatida, tanto a nível teórico como empírico, não existe ainda um consenso sobre a combinação ideal de capital próprio e dívida que as empresas devem adotar para maximizar o seu valor. Assim, esta dissertação procurou explorar o impacto que as práticas de governo têm no nível de endividamento das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, fornecendo evidências empíricas para avaliar de que forma a *corporate governance* das sociedades portuguesas influencia as decisões de financiamento.

Neste estudo, foi recolhida uma base de dados em painel, através da SABI e dos Relatórios e Contas publicados por cada uma das sociedades que compõem a amostra. A amostra é composta por 29 empresas portuguesas cotadas e 203 observações, para um horizonte temporal compreendido entre 2016 e 2022. A metodologia de investigação adotada foi de natureza quantitativa, com recurso à estimação de vários modelos econométricos, nomeadamente o modelo OLS, o modelo de Efeitos Fixos, o modelo de Efeitos Aleatórios e o modelo GMM. Apesar de se terem identificado problemas de endogeneidade, optou-se por avaliar as hipóteses de investigação com o modelo de Efeitos Aleatórios, que se demonstrou o mais adequado.

As análises realizadas permitiram tirar algumas conclusões importantes. Em primeiro lugar, os resultados revelam uma relação não linear em forma de U invertido entre a participação de capital da gestão e o nível de endividamento, confirmando a hipótese de investigação 1. Em níveis mais baixos de participação, as decisões dos gestores tendem a alinhar-se com os interesses dos acionistas, com vista à maximização do valor empresarial, favorecendo o uso de dívida. Contudo, à medida que a participação dos gestores aumenta, observa-se uma preferência pela redução do financiamento externo, a fim de preservar as suas posições, apontando para um efeito de entrincheiramento.

Em segundo lugar, os resultados confirmam a importância da concentração da propriedade na determinação do nível de endividamento. Apesar de não se constatar uma relação não linear, como definido na hipótese de investigação 2, verifica-se a existência de uma relação linear positiva. Esta relação sugere que, quando a concentração da propriedade por parte dos acionistas maioritários é suficientemente elevada, as empresas têm mais facilidade e tendência a obter financiamento externo, possivelmente devido à perceção de menor risco por parte dos credores. Nesta circunstância, podem surgir custos

de agência entre acionistas majoritários e minoritários, uma vez que os acionistas majoritários podem adotar comportamentos oportunistas, controlando a gestão e tomando decisões estratégicas que satisfaçam os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários.

Conclui-se também que o facto de o modelo monista ser o modelo de *corporate governance* mais adotado nas empresas portuguesas facilita o fenómeno de expropriação por parte dos acionistas majoritários. Neste modelo, em que as funções de administração e supervisão são concentradas num único órgão (o CA), os acionistas majoritários conseguem influenciar as decisões estratégicas e financeiras mais facilmente, maximizando os seus próprios interesses e intensificando os riscos de conflitos de agência, especialmente em detrimento dos acionistas minoritários. Alguns autores defendem que este modelo não é aconselhado para sistemas legais onde predominam grupos de acionistas controladores, sugerindo que o modelo dualista é mais apropriado em empresas com elevada concentração da propriedade e maior risco de agência entre acionistas. Neste sentido, a CMVM deve continuar a acompanhar de perto, propor e implementar recomendações em concordância com as diretrizes internacionais, nomeadamente as da OCDE, com o objetivo de controlar e mitigar os custos de agência provenientes das relações entre os diversos intervenientes das empresas e dos mercados.

Relativamente às variáveis de controlo relacionadas com o conselho de administração, os resultados fornecem evidências que corroboram a importância de incluir variáveis que capturam características do conselho. Deste modo, a proporção de administradores independentes e de mulheres no CA evidenciam relações significativas com o nível de endividamento, indicando que a composição do conselho pode influenciar as decisões financeiras das empresas. A relação positiva entre a independência do CA e o nível de endividamento sugere que um maior número de administradores independentes aumenta a transparência e credibilidade das empresas, melhorando a reputação no que diz respeito à capacidade de pagamento da dívida aos olhos dos credores, o que, por sua vez, facilita o acesso ao financiamento por dívida. No que se refere à Diversidade do CA (DIVCA), com coeficientes negativos e estatisticamente significativos, os resultados sugerem a existência de uma relação negativa entre a diversidade de género no CA e o nível de endividamento. Ou seja, uma maior diversidade de género está associada a uma maior aversão ao risco, conduzindo a decisões de financiamento mais cautelosas.

Os resultados deste trabalho contribuem para compreender as decisões de estrutura de capital em empresas do mercado português e sublinham a importância da *corporate governance* como fator determinante. Apresentam também relevância face à escassez de evidências empíricas estatisticamente significativas a nível nacional e à necessidade de aprofundar uma série de indícios para se obter resultados suficientemente sólidos que possam orientar as práticas ao nível de *corporate governance*. Ainda assim, é necessária mais investigação para compreender melhor a influência de elementos de *corporate governance* na estrutura de capital. Em futuros estudos, seria pertinente estender a análise desta relação a mercados de outros países da Europa, para entender como as diferentes condições políticas, económicas, culturais e sociais influenciam esta relação, permitindo comparar com os resultados obtidos e proporcionando uma perceção mais alargada desta dinâmica nos países europeus.

Apesar das contribuições deste estudo, importa destacar algumas limitações que devem ser consideradas, bem como as áreas que permitem melhorias em estudos futuros. A primeira prende-se com a reduzida dimensão da amostra, uma vez que esta dissertação investiga apenas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, sendo, por isso, constituída por 29 empresas e 203 observações. A pequena dimensão da amostra pode dificultar a evidência de resultados estatisticamente mais robustos. Sugere-se, assim, em investigações futuras, aumentar a dimensão da amostra, replicando o estudo para mercados de outros países, de modo a corroborar os resultados. Para além disso, foram utilizados apenas dados de empresas cotadas não financeiras, pelo que os resultados obtidos não podem ser generalizados para as empresas financeiras, que têm características diferentes. O aumento da dimensão temporal e a divisão da amostra em dois subperíodos – antes e após a pandemia causada pelo vírus Covid-19 – também poderia ser relevante, permitindo analisar o impacto que este acontecimento teve no nível de endividamento das empresas cotadas portuguesas. Este fenómeno influenciou, certamente, o nível de endividamento real das empresas, mas não é considerado no presente estudo. A ausência de divisão da amostra por setores de atividade representa outra limitação, pelo que, para pesquisas futuras sugere-se a separação por setores de atividade, a fim de obter resultados mais sólidos.

Outra limitação consiste no cálculo da variável dependente, o nível de endividamento, calculada como o rácio entre a dívida financeira e o total de ativos. Este cálculo pode ter sofrido algum enviesamento, uma vez que, pela consulta dos balanços, não é possível

identificar todos os passivos que sejam efetivamente de natureza financeira. Assim, alguns passivos que deveriam ter sido incluídos, caso remunerados, tais como passivos financeiros detidos para negociação e outros passivos financeiros, podem não ter sido considerados.

Em relação ao método econométrico utilizado, é importante salientar que o uso de modelos de efeitos aleatórios pode não captar adequadamente a dinâmica temporal das decisões financeiras, pois este modelo não resolve o problema de endogeneidade existente. Em virtude da não seleção do *system* GMM, sugere-se a exploração de outros instrumentos que possam resolver o problema de endogeneidade.

Uma dificuldade sentida durante este estudo está relacionada com a recolha de informação acerca das empresas da amostra, mais concretamente, as variáveis de *corporate governance* que foram difíceis de obter. A recolha dessas informações consumiu muito tempo, implicando a consulta detalhada dos relatórios e contas, bem como dos relatórios de governo das sociedades, para cada ano, uma vez que a SABI não fornece dados para essas variáveis.

Apesar das limitações identificadas e de outras que possam ser apontadas, este estudo pretende oferecer uma nova contribuição e aprofundar o conhecimento e as discussões sobre as características de *corporate governance* e a estrutura de capital das empresas. Este tema é relevante não só para acionistas, administradores, credores e outros investidores, mas também para académicos e entidades reguladoras, todos eles agentes fundamentais no contexto empresarial e na gestão das sociedades.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agnew, J., Balduzzi, P., & Sunden, A. (2003). Portfolio choice and trading in a large 401(k) plan. *American Economic Review*, 93(1), 193-215. <https://doi.org/10.1257/000282803321455223>
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 25(2), 143-161. <https://doi.org/10.2307/2330821>
- Alves, C. F. F., Silva, A. S., Vitorino, A., Cunha, J. A. da., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro branco de corporate governance em Portugal*. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- Angelo, H. d., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Arilyn, E. J. (2020). The Effects of profitability, liquidity, tangibility, firm size, and asset turnover on capital structure in chemical industry listed on Indonesia stock exchange from 2014 to 2018. *Atlantis Press*. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200626.068>
- Arruda, G. S. de., Madrugada, S. R., & Junior, N. I. de F. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1). <https://doi.org/10.5902/19834659570>

- Babatunde, M. A., & Olaniran, O. (2009). The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria. *Corporate Ownership and Control*, 7(2), 330-342. <https://doi.org/10.22495/cocv7i2c3p1>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stock. *The Journal of Portfolio Management*, 15(3), 19-25. <https://doi.org/10.3905/jpm.1989.409203>
- Bastos, C. F. (2016). *Finanças empresariais - Teoria e prática*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Batista, C. D. B. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Porto]. Repositório Aberto da Universidade do Porto. <https://hdl.handle.net/10216/56107>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997), Managerial entrenchment and capital structure decisions, *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. de., & Castrillo, L. A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study, *Family Business Review*, 20(3), 199-213. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00095.x>
- Blundell, R., & Bond, S. R. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2022). On the relation between ownership structure and capital structure, *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais*. Lisboa: McGraw-Hill.

- Bruno, G. S. F. (2005). Approximating the bias of LSDV estimator for dynamic unbalanced panel data models, *Economic Letters*, 87(3), 361-366. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2005.01.005>
- Cabral, C. R. S. (2021). *Estrutura de propriedade e dívida como mecanismo de governo das sociedades: Uma análise empírica para PME industriais portuguesas*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/19087>
- Caetano, A. C. C. (2011). *Decisões da estrutura de capitais das PME da Beira Interior: Teoria do trade-off versus teoria da pecking order*. [Dissertação de mestrado, Universidade da Beira Interior]. Repositório Digital da UBI. <http://hdl.handle.net/10400.6/3013>
- Campos, L. (2015). *Influência das características dos modelos de corporate governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Bragança]. Biblioteca Digital do Instituto Politécnico de Bragança. <http://hdl.handle.net/10198/12640>
- Coombes, P. (2002). *Governance is increasingly at the heart of investment decisions, New McKinsey Survey Shows*.
- Costa, J. N. V. da. (2008). *O Impacto do "entrincheiramento" no "earnings management"*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Porto]. Repositório Aberto da Universidade do Porto. <http://hdl.handle.net/10216/7573>
- Costa, R. M. C. da. (2022). *A relação entre crescimento e nível de emprego: evidências das PME do setor terciário em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/22371>
- Cunha, A. M. L. da., & Martins, O. S. (2015). Reflexo das características do conselho de administração no endividamento de companhias abertas no Brasil. *Revista de Governança Corporativa*, 2(1), 37-65. <https://doi.org/10.21434/IberoamericanJCG.v2i1.5>
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Malagila, J., Fosu, S., & Tunyi, A. A. (2018). Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in UK

- charities. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 478-508. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0185>
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 375-390. <https://doi.org/10.1086/467041>
- Faccio, M. (2010). Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis, *Financial Management*, 39(3), 905-928. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01099.x>
- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39(C), 193-209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>
- Fama, E. F. (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. <https://www.jstor.org/stable/1837292>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Ferreira, A. M. P. (2021). *Análise da estrutura de endividamento de PME Portuguesas: O caso específico do setor da construção*. [Dissertação de mestrado, Escola Superior de Tecnologia e Gestão]. IC-Online do Instituto Politécnico de Leiria. <http://hdl.handle.net/10400.8/5551>
- Franco, S. M. da C. L. C. e. (2017). *As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal]. Repositório Comum – Instituto Politécnico de Setúbal. <http://hdl.handle.net/10400.26/19756>
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03938.x>
- Gomes, R. (2014). A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de cinquenta anos. *Lusíada. Economia E Empresa*, (14), 119-143. <https://revistas.lis.ulusiada.pt/index.php/lee/article/view/550>

- Granado-Peiró, N., & López-Gracia, J. (2017). Corporate governance and capital structure: A spanish study. *European Management Review*, 14(1), 33–45. <https://doi.org/10.1111/emre.12088>
- Guimarães, T. M. M. (2021). *Produtividade laboral e o efeito disciplinador da dívida perante as condições do mercado de trabalho*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/18501>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Basic Econometrics* (5^a ed). New York: The McGraw-Hill.
- Hafez, H. (2017). Corporate governance practices and firm's capital structure decisions: An empirical evidence of an emerging economy. *Accounting and Finance Research*, 6(4), 115-129. <https://dx.doi.org/10.5430/afr.v6n4p115>
- Hair, J. F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2013). Partial least squares structural equation modeling: Rigorous applications, better results and higher acceptance. 46(1), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2013.01.001>
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 55-86. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90040-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90040-2)
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Heugens, P. P. M. A. R., van Essen, M., & van Oosterhout, J. H. (2009). Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding. *Asia Pacific Journal of Management*, 26, 481-512. <https://doi.org/10.1007/s10490-008-9109-0>
- Holderness, C. G. (2003). A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review*, 9(1), 51-64. <https://doi.org/10.2139/ssrn.281952>
- Huang, G-l., Zhang, L-l., & Cheng, C-c. (2010). A research on the impact of managerial entrenchment on capital structure. *International Conference on Management Science & Engineering*, 1346-1351. <https://doi.org/10.1109/ICMSE.2010.5719967>

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- 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:10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, 20, 3-24. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90038-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90038-4)
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070. <https://doi.org/10.2307/2328394>
- Junior, F. P. da S. (2012). *A estrutura do capital das PME'S e das grandes empresas: uma análise comparativa*. [Dissertação de mestrado, Universidade de Coimbra]. Repositório Científico da Universidade de Coimbra. <https://hdl.handle.net/10316/20000>
- Júnior, M. das C. D. (2018). *Influência das características do conselho de administração sobre o endividamento das empresas brasileiras de capital aberto*. [Monografia de conclusão de curso, Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal da Paraíba]. Repositório Institucional da Universidade Federal da Paraíba. <https://repositorio.ufpb.br/jspui/handle/123456789/12369>
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144. <https://doi.org/10.2307/2330733>

- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-304. <https://doi.org/10.1086/467391>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from western european corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002>
- Maher, M., & Andersson, T. (2000). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Oxford University Press*, 386-418. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218490>
- Mande, V., Park, Y. K., & Son, M. (2012). Equity or debt financing: Does good Corporate governance matter? *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 195-211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00897.x>
- Maroco, J. (2007). *Análise estatística com utilização do SPSS*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 539-560. <http://dx.doi.org/10.2307/2331139>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)

- Mouro, A. R. D. (2014). *Determinantes da estrutura de capital nos setores hoteleiro e industrial: Uma análise comparativa*. [Dissertação de mestrado, Universidade da Beira Interior]. Repositório Digital da Universidade da Beira Interior. <http://hdl.handle.net/10400.6/5522>
- Muravyev, A. (2001). Turnover of top executives in russian companies. *Russian Economic Trends*, 10(1), 20-24. <https://doi.org/10.1111/1467-9426.00162>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ndua, D. N., Nyamute, W., Kithinji, A., & Njihia, J. (2023). Ownership concentration, capital structure and stock returns of firms listed at the Nairobi securities exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 8(3), 246-253. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2023.8.3.1981>
- Nyamweya, S. A. (2015). Relationship between the board of directors' characteristics and the capital structures of companies listed in Nairobi securities exchange. *Journal of Business and Management*, 17(2), 104-109. <https://doi.org/10.9790/487X-1723104109>
- OCDE. (2016). *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*. Éditions OCDE. <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>
- Oliveira, H. S., Martins, C. T., Ribeiro, M. C., Pereira, M., & Lima, A. S. (2022). The corporate governance characteristics versus capital structure of portuguese companies. *E3 - Revista de Economia, Empresas E Empreendedores na CPLP*, 8(2), 005–025. <https://doi.org/10.29073/e3.v8i2.508>
- Pereira, J. M. (2013). *O Impacto da composição do conselho de administração nas medidas de performance financeira nas sociedades portuguesas cotadas em bolsa*. [Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Gestão]. Repositório Comum do Instituto Superior de Gestão. <http://hdl.handle.net/10400.26/23038>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H-A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in*

International Business and Finance, 44, 394-410.
<http://hdl.handle.net/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>

Pinto, B. O. L. (2022). *Estrutura de capital e internacionalização: o caso das empresas comerciais exportadoras portuguesas*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto.
<http://hdl.handle.net/10400.22/21460>

Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 122-146. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

Ribeiro, J. F. da C. (2014). *Corporate governance and capital structure: analysis for the portuguese and spanish stock indices*. [Dissertação de mestrado, Universidade de Lisboa]. Repositório Científico do Instituto Superior de Economia e Gestão.
<http://hdl.handle.net/10400.5/7777>

Ribeiro, M. L. de Q. de A. (2004). O efeito sinalizador dos dividendos. *Revista da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais*, (1), 111-119.
<http://hdl.handle.net/10284/617>

Rocca, M. L. (2007). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate Governance*, 7(3), 312-325.
<https://doi.org/10.1108/14720700710756580>

Rodrigues, J. M. P. (2018). *O Governo e a estrutura de endividamento: O caso das PME's portuguesas*. [Dissertação de mestrado, Politécnico de Viseu]. Repositório Científico do Instituto Politécnico de Viseu. <http://hdl.handle.net/10400.19/5101>

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
<https://doi.org/10.2307/3003485>

- Santos, M. M. (2013). *Teoria de agência, governo das sociedades e opinião do auditor*. [Dissertação de mestrado, Universidade de Aveiro]. Repositório Institucional da Universidade de Aveiro. <http://hdl.handle.net/10773/12162>
- Semedo, I. G. (2015). *Teorias da estrutura de capital das empresas: Uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa*. [Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Gestão]. Repositório Comum do Instituto Superior de Gestão. <http://hdl.handle.net/10400.26/11108>
- Silva, A. J. S. L. da., Guimarães, T., Oliveira, H. M. S. de., & Leite, E. M. de A. (2021). Diversity of the board of directors of psi-20 listed companies. *E3 - Revista de Economia, Empresas E Empreendedores na CPLP*, 7(1), 052-096. <https://doi.org/10.29073/e3.v7i1.360>
- Silva, C. A. F. da. (2018). *Evolução dos determinantes da estrutura de capitais - Uma análise das empresas do setor do calçado em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Porto]. Repositório Aberto da Universidade do Porto. <https://hdl.handle.net/10216/120693>
- Silva, D. F. A. da. (2009). *O impacto do corporate governance na estrutura de capitais*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Porto]. Repositório Aberto da Universidade do Porto. <http://hdl.handle.net/10216/53856>
- Silva, E. dos S., Santos, J. F. dos., & Almeida, M. A. (2011). Conselho de administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440-453. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v13i41.835>
- Silva, M. A. B. da. (2017). *Características do governance e influência na performance das sociedades cotadas em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/11185>
- Silva, N. M. e. (2022). *O corporate governance: Mecanismos e ferramentas, com foco na diversidade do conselho de administração e a controvérsia das finanças comportamentais*. [Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório do Instituto Universitário de Lisboa. <http://hdl.handle.net/10071/26736>

- Silva, S. F. R. da. (2012). *Estrutura de capitais: teste às teorias do trade-off versus pecking order*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Minho]. Repositório da Universidade do Minho. <https://hdl.handle.net/1822/25108>
- Silva, S. I. M. (2021). *Corporate governance, estrutura de capitais e desempenho das empresas não cotadas, em Portugal*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Bragança]. Biblioteca Digital do Instituto Politécnico de Bragança. <http://hdl.handle.net/10198/24721>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 12(2), 737-783. <https://doi.org/10.2307/2329497>
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391-405. <https://doi.org/10.2307/2330757>
- Sousa, M. I. P. de. (2017). *Determinantes da rendibilidade das ações: um estudo de empresas cotadas na Euronext Lisbon*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Coimbra]. Repositório Comum. <http://hdl.handle.net/10400.26/21090>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Tayachi, T., Hunjra, A. I., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2021). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 729-746. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2021-0291>
- Teodosio, J., Lisboa, I., & Oliveira, C. (2023). Board gender diversity and capital structure: Evidence from the portuguese listed firms. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 16(2), 173-198. <https://doi.org/10.33094/ijaefa.v16i2.945>
- Thomsen, S., (2005). Conflicts of interest or aligned incentives? Block-holder ownership, dividends and firm value in the US and the EU. *European Business Organization Law Review*, 6(2), 201-225. <http://dx.doi.org/10.1017/S1566752905002016>

- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Torres, C. F. O. (2022). *Impacto das práticas de corporate governance na estrutura de capital das empresas cotadas na Euronext Lisbon: o efeito moderador da diversidade de género*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/22336>
- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders? *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2018-1863>
- Vaz, C. de J. L. (2019). *Corporate governance e gestão do risco no setor bancário português*. [Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/16032>
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00271>
- Zaid, M. A., Wang, M., Abuhijleh, S. T. F., Issa, A., Saleh, M. W.A., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance*, 20(5), 939-964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86(5), 1197-1215. <https://www.jstor.org/stable/2118286>

Apêndice A – Empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*

Tabela A.1. – *Empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon*

ALTRI, SGPS, S.A.	COFINA, SGPS, S.A.
CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	CTT-CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.
EDP – ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	EDP RENOVÁVEIS, S.A.
ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.	GALP ENERGIA
GLINTT – GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.	GRUPO MÉDIA CAPITAL, SGPS
IMOBILIÁRIA GRÃO-PARA, SGPS	IBERSOL – SGPS, S.A.
IMPRESA, SGPS	INAPA – INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	MARTIFER, SGPS, S.A.
MOTA-ENGIL, SGPS, S.A.	NOS, SGPS, S.A.
NOVABASE, SGPS, S.A.	PHAROL, SGPS, S.A.
RAMADA - INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	REN – REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.
SEMAPA – SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.	SONAE, SGPS, S.A.
SONAECOM, SGPS, S.A.	TEIXEIRA DUARTE, S.A.
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.
VAA VISTA ALEGRE SGPS, S.A.	

Fonte: Elaboração Própria