



Check for
Updates

As Características de Governo Societário *versus* Estrutura de Capital das Empresas Portuguesas

*The Corporate Governance Characteristics versus Capital
Structure of Portuguese Companies*

Helena Oliveira 

Instituto Politécnico do Porto Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

hmoliveira@sapo.pt

Catarina Martins 

Instituto Politécnico do Porto Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

2191065@iscap.ipp.pt

Márcia Ribeiro 

Instituto Politécnico do Porto Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

2190226@iscap.ipp.pt

Marlene Pereira 

Instituto Politécnico do Porto Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

2190063@iscap.ipp.pt

Armindo Lima 

Instituto Politécnico do Porto Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

armindo.lima@gmail.com

Conflito de interesses: nada a declarar. Financiamento: nada a declarar.

Histórico:

Submissão | Received: 24/11/2021

Aprovação | Accepted: 28/02/2022

Publicação | Published: N.A.



Todo o conteúdo da **e³ – Revista de Economia, Empresas e Empreendedores na CPLP** é licenciado sob *Creative Commons*, a menos que especificado de outra forma e em conteúdo recuperado de outras fontes bibliográficas.

Resumo

O presente estudo analisa a relação existente entre as características de Governo Societário e o nível de endividamento das empresas portuguesas. A amostra é constituída por 8.899 empresas, não financeiras e corresponde a 97.889 observações, no período de 2008 a 2018. Os dados foram recolhidos por consulta da base de dados SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System) e foram analisados através de modelos de regressão de efeitos aleatórios, considerando o modelo de dados em painel, com recurso ao programa de software de desenvolvimento integrado para R – RStudio, versão 1.2.5001. A análise dos resultados fornece evidências que permite concluir que, as características de governo influenciam a escolha da estrutura de capital das empresas portuguesas. Este estudo visa contribuir para o debate e o enriquecimento da discussão sobre as características de Governo Societário e a estrutura de capitais, podendo ser muito útil para acionistas, administradores, credores e outros investidores, assim como para académicos e reguladores.

Palavras-chave: Dualidade CEO/Chairman, Endividamento, Estrutura de Capital, Governo das Sociedades.

Abstract

This study analyzes the relationship between Corporate Governance and the level of leverage of Portuguese companies. The sample consists in 8.899 Portuguese non-financial companies corresponding to 97.889 observations, over a period from 2008 to 2018. The data for this study were collected by consulting the SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System) database and were analyzed using random effects regression models, considering the data model in panel, by using the integrated development software program for R – RStudio, version 1.2.5001. The analysis of the results provides evidence that Corporate Governance influence the choice of capital structure of Portuguese companies. This study aims to contribute to the debate and enrich the discussion on the characteristics of Corporate Governance and the capital structure and it may be useful for shareholders, administrators, lenders and other investors, as well as for academics and regulators.

Keywords: Capital Structure, Corporate Governance, Duality CEO/Chairman, Leverage

1. Introdução

Atualmente vive-se uma época caracterizada pela supressão não só das fronteiras territorialmente limitadas, mas e sobretudo sem fronteiras em termos económicos e nos circuitos monetários, que conjugada com a evolução tecnológica conduziu à globalização da economia e à internacionalização dos negócios e das empresas. Para enfrentar estes desafios, académicos, investigadores e empresários centram as suas preocupações em definir uma estrutura ótima de capitais, com a finalidade de maximizar o valor da empresa (Modigliani & Miller, 1958). Realmente, o controverso e contínuo debate sobre a escolha ótima da proporção de capitais próprios e capitais alheios que compõem a estrutura de capitais, tem vindo a reportar desenvolvimentos consideráveis. Na verdade, e apesar dos numerosos estudos, ainda não existe um consenso alargado sobre os principais elementos determinantes da estrutura de financiamento (Modigliani & Miller, 1958; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Friend & Lang, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Silveira et al., 2008; Sheikh & Wang, 2012). Aliado a tudo isto, e tendo igualmente ganho relevância acentuada nas economias e debates empresariais, surge o interesse na temática do Governo Societário, como consequência e corolário dos escândalos financeiros passados e não só, e dos seus efeitos nocivos, como a quebra de confiança dos investidores e consequente quebra do normal funcionamento dos mercados (Baysinger & Butler, 1985; La Porta et al., 2000; Demsetz & Villalonga, 2001;

Chen et al., 2010; Oliveira, 2015; Ntoug et al., 2017; Ntoug et al., 2020).

Os desenvolvimentos sobre o estudo do Governo Societário originaram a publicação de Códigos e Regulamentos de Boas Práticas e de Princípios de Governo¹, que gradualmente têm alcançado elevada magnitude na monitorização e controlo das sociedades, estabelecendo regras de funcionamento, de organização e de impacto na estrutura empresarial, assentes na transparência da informação, responsabilização e idoneidade dos órgãos de gestão. Releva-se que é do interesse público a existência de um adequado nível de transparência, na medida em que, as empresas constituem o tecido político, social e económico, crucial para o desenvolvimento de um País (Lizcano Álvarez, 2013). De facto, é imprescindível que a informação seja completa, fidedigna, relevante e concisa, e que os órgãos de administração sigam valores éticos baseados na honestidade, competência, integridade e profissionalismo, permitindo restabelecer a confiança dos e nos mercados, maximizar o valor da empresa, criar riqueza e facilitar o acesso ao financiamento de capitais alheios (Armstrong et al., 2010; Oliveira, 2015). Em função do que foi mencionado, é nosso propósito estudar a relação existente entre as características de Governo e a estrutura de capitais das empresas portuguesas, questionando-se “*Existe uma relação significativa entre o nível de endividamento e as características de governo?*”.

Para desenvolver esta investigação, recolheram-se os dados na SABI (*Iberian*

¹ Exemplos: *Treadway* (1987) e *COSO* (1992), *Cadbury* (1992), nos EUA, *Greenbury* (1995), *Hampel* (1998), *Turnbull Report* (1999) (2005), o *Combined Code* (2003) (2008) e o actual *UK Corporate Governance Code* (2014), no Reino Unido, a *Sarbanes-Oxley* (2002), nos EUA, o Relatório *Aldama* (2003), a Lei da

Transparência (2003) (2013) e a Lei relativa à Auditoria das Contas (2010) em Espanha, Princípios da OCDE (1999 e 2004), Recomendações (1999) em Portugal.

Balance Sheet Analysis System) partindo-se de uma amostra de empresas não financeiras, classificadas em CAE Rev. 3. Este estudo visa contribuir para o debate e enriquecimento da discussão sobre as características de Governo e o nível de endividamento das empresas podendo ser útil para acionistas, administradores, credores e investidores, assim como para académicos e reguladores. Estrutturamos este estudo em 5 pontos,

incluindo a introdução. No ponto 2, apresenta-se a Revisão de Literatura relevante e a contextualização teórica da Estrutura de Capitais e dos Princípios de Governo. No ponto 3, abordamos a descrição, metodologia, amostra, hipóteses de estudo, variáveis e modelos. No ponto 4, procede-se à análise e discussão dos resultados. No último ponto são apresentadas as conclusões, limitações e sugestões para trabalhos futuros.

2. Revisão de Literatura

2.1. Teorias sobre a Estrutura de Capital

Nos últimos 70 anos, têm sido estudadas várias teorias sobre a estrutura de capital, não existindo ainda uma base teórica sólida que justifique o conceito de estrutura de financiamento utilizado pelas empresas (Modigliani & Miller, 1958; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Friend & Lang, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Silveira et al., 2008; Silva, 2009; Sheikh & Wang, 2012). Em condições de mercado perfeito, o valor da empresa não depende da sua forma de financiamento, considerando-se que a estrutura de capital é irrelevante para a determinação do seu valor (Modigliani & Miller, 1958). Contudo, a percepção que os mercados são imperfeitos e ainda a existência de fatores que influenciam a estrutura de capital, nomeadamente os impostos, custos de transação, custos de agência, custos de insolvência e assimetrias de informação, provocaram o aparecimento de múltiplas teorias, das quais se destacam as de *Pecking Order*, *Trade-off*, Teoria da Agência e *Market Timing*.

Se analisarmos a Teoria *Pecking Order* (Myers, 1984 e Myers & Majluf, 1984), esta determina

uma hierarquia de preferências seguida pelas empresas para a escolha das fontes de financiamento. Segundo a mesma, as empresas preferem o financiamento interno através de lucros retidos, em detrimento do financiamento externo devido aos custos associados às assimetrias de informação.

A Teoria *Trade-off* considera a existência de um nível ótimo de financiamento, obtido através da combinação de capital próprio e de capital alheio, maximizando o valor da empresa e potenciando a possibilidade do uso de endividamento externo para financiamento (Myers, 1984). Advém desta teoria que, as empresas ponderam o nível de endividamento tendo em consideração o benefício fiscal e os custos das dificuldades financeiras (Bastos & Nakamura, 2009).

A Teoria da Agência, essa assenta na separação entre a propriedade e o controlo. Segundo Jensen and Meckling (1976), a relação de agência é um contrato predefinido, onde uma parte – propriedade – (acionista/sócio) contrata outra – controlo – (administrador/gerente) para realizarem um determinado serviço ou conjunto de ações em nome da primeira, mediante uma transmissão de poderes. Os problemas de agência surgem quando o agente tenta

satisfazer os seus próprios interesses em detrimento dos interesses do acionista/sócio que o contratou, resultando conflitos entre as partes (Smith, 1775 e Berle & Means, 1932). De forma a reduzir os conflitos, o acionista/sócio incorre em custos de agência, nomeadamente em auditorias, nomeação de investidores externos para o conselho de administração, exigência de direitos de voto dos acionistas em determinadas matérias, no sentido de monitorizar e limitar comportamentos indesejados por parte do administrador/gerente (Jensen, 1986).

A Teoria *Market Timing* (Baker & Wurgler, 2002) refere-se a um comportamento oportunista das empresas, em que as mesmas usufruem oportunidade para obter recursos. Assim, quando as empresas consideram que o valor das suas ações está acima do seu valor real, emitem ações e procederão à sua recompra quando estas estiverem subavaliadas. Desta forma, as empresas conseguem explorar as flutuações temporárias do custo do capital próprio sobre outras formas de financiamento.

2.2. Estrutura de Capital e os Princípios de Governo

A existência de diferentes estruturas de capitais, com a maior ou menor participação de capital próprio, alteram o risco financeiro da empresa, bem como o seu custo de capital (Tavares, 2017). Também a necessidade de manter um equilíbrio entre as expectativas criadas pelos acionistas e a visão dos gestores influenciará o processo de obtenção de vantagens competitivas e a criação de valor (Monteiro, 2019). Na génese deste processo surgem os princípios de Governo que, gradualmente, têm alcançado elevada magnitude na monitorização e no controlo das sociedades.

A adoção das boas práticas de Governo visa e tende a reduzir os problemas de agência decorrentes da relação entre gestores e acionistas, no sentido em que as empresas com maior qualidade de governação ficam expostas a menos conflitos de agência (Chen et al., 2015; Pinheiro et al., 2017). Neste contexto, as boas práticas de governação são vistas como altamente capazes de melhorar a gestão, o desempenho, incrementar o valor de mercado e ainda reduzir a assimetria informacional, através de uma maior divulgação (Armstrong et al., 2010; Detthamrong et al., 2016; Pinheiro et al., 2017). São vários os estudos empíricos que evidenciam esse conjunto de benefícios, espelhados na qualidade da governação, que tende a melhorar a relação da empresa com o mercado externo, contribuindo positivamente para o acesso ao endividamento (Chen et al., 2010; Vieira et al., 2011; Pinheiro et al., 2017; Liao et al., 2015).

A estrutura de capital funciona como um mecanismo de Governo, cujo endividamento atua como fator disciplinador, limitando a discricionariedade dos gestores ao reduzir o *cash-flow*, ao criar pressão para pagamento do serviço da dívida e ao aumentar o incentivo dos credores na monitorização da gestão (Jensen & Meckling, 1976). O endividamento e as boas práticas de Governo visam impedir, não só, a expropriação dos direitos dos acionistas por parte da gestão, mas igualmente a dos acionistas que controlam a empresa. Não obstante estas evidências, em questão de literatura não há consensualidade relativamente à relação (positiva ou negativa) entre as práticas de governação e o endividamento (Silva, 2009).

2.3. Estudos Anteriores

Há dados empíricos que provam que a relação entre as práticas de governação e o endividamento é positiva (Friend & Lang, 1988; Berger et al., 1997; Garvey & Hanka, 1999; Kayhan, 2008). Os níveis de endividamento são superiores quando existe uma melhor governação. Estes autores concluíram que a arbitrariedade dos órgãos de gestão tem um elevado impacto nas decisões de financiamento que a empresa tende a adotar. Também Brito and Lima (2005) e Silveira et al. (2008) corroboram a relação positiva entre a opção de melhores práticas de governação e o endividamento. Outro ângulo de análise desta relação evidencia que, na ausência de boas práticas de Governo as empresas possuem um nível de endividamento mais baixo (Friend & Lang, 1988; Berger et al., 1997; Garvey & Hanka, 1999; Kayhan, 2008). Segundo Berger et al. (1997), a gestão tem o poder de definir qual a estrutura de capital que a empresa assumirá e dessa forma, caso não existam mecanismos de controlo e disciplina, quiçá o gestor optará pelos seus interesses pessoais em detrimento dos interesses da empresa, levando a um menor nível de endividamento. As boas práticas de Governo permitem eliminar os custos de agência causados entre acionistas e obrigacionistas. Os financiadores têm em consideração um conjunto de múltiplas variáveis, incluindo as práticas de governação para a estimação do risco de insolvência e dessa forma concluir que as empresas com melhor governação são mais endividadas. Inversamente, as empresas com pior governação tendem a ser incentivadas a divulgar a sua informação para o mercado (reduzindo assim a assimetria de informação),

permitindo recorrer a financiamento através da emissão de ativos (Silva, 2009). Analisando noutra perspetiva, Toy et al. (1974), Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Jorge & Armada (2001), Miguel & Pindado (2001) e Frank & Goyal (2007) estabelecem uma relação negativa entre as práticas de governação e o endividamento, alicerçada pela teoria do *Pecking Order*, e defendendo que uma melhor governação diminui os níveis de endividamento. Segundo estes autores, as empresas com melhores práticas de governação tendem a ser mais credíveis, apresentam maior divulgação de informação, reduzem assimetrias e proporcionam maior acesso ao financiamento através da emissão de ações.

A doutrina corrente afirma que os gestores têm preferência de financiamento através da dívida numa tentativa de evitar a aquisição da empresa através de ações. A implementação de práticas de governação reduz o poder dos órgãos de gestão levando a um menor endividamento. Numa outra perspetiva, a existência de mecanismos de governo que possam favorecer a aquisição da empresa tenderá a agravar o risco para o financiador e o custo de financiamento, de modo que a empresa possua um menor nível de endividamento. Na ótica do custo do endividamento, as empresas com menor prática de governo têm tendência a adotar comportamentos que beneficiam os obrigacionistas, aumentando a liquidez, diminuindo o risco de insolvência e reduzindo o custo de financiamento, embora no seu conjunto se traduza num aumento do endividamento.

3. Metodologia

3.1. Amostra e Dados recolhidos

Neste ponto, procedeu-se ao estudo da Estrutura de Capital, bem como das características de Governo para uma amostra de empresas não financeiras, através dos dados recolhidos e construídos da base de dados SABI (*Iberian Balance Sheet Analysis System*) que contém informações financeiras detalhadas de cerca de 800.000 empresas portuguesas. Das empresas classificadas segundo o CAE Rev. 3 excluíram-se as relacionadas com a Agricultura, Silvicultura, Pecuária e Serviços Públicos. Igualmente se excluíram as empresas classificadas como Micro-entidades (NC - ME) e Pequenas Entidades, de acordo com o prescrito no Sistema de Normalização Contabilística (SNC) e as empresas inativas e com informações incompletas. A razão subjacente a esta exclusão centra-se no facto destas entidades estarem sujeitas a normativos e regulamentos diferentes, para além de apresentarem informação reduzida. Assim, obteve-se uma amostra final de conveniência composta por 8.899 empresas e 97.889 observações, para o período de 2008 – 2018, o que corresponde a cerca de 1,11% do total das empresas. A definição do período temporal para análise teve em consideração a necessidade de estudar períodos longos, isto porque estes permitem recolher mais observações e obter melhores resultados.

As entidades que compõem a amostra possuem um Balanço (Ativo) > 350.000 €, Volume de Negócios > 700.000 €, Número de Trabalhadores > 10 e Capital Próprio superior a 50% do Capital Social (Código das Sociedades Comerciais (CSC), artigo 50.º). Destaca-se que o tecido empresarial português é de reduzidíssima dimensão. De facto, a amostra

resultante da aplicação das quatro condições, em conjunto, é composta pelas empresas que contribuem com a parte mais significativa do Produto Interno Bruto (PIB) e o maior número de postos de trabalho.

Em termos de estratégia empresarial, existem poucos estudos neste âmbito, sendo importante que o mesmo incida sobre empresas portuguesas, atendendo às nossas características de País periférico e com importância histórica no desenvolvimento comercial, industrial e cultural. Neste sentido um melhor conhecimento das características de governo e da estrutura de capitais das empresas nacionais poderá ser útil para acionistas, administradores, credores e outros investidores, assim como para académicos e reguladores de mercado.

3.2. Hipótese e Variáveis

Neste subcapítulo pretendemos estudar a relação existente entre as características de governo e a estrutura de capitais das empresas portuguesas, pelo que se colocaram as seguintes questões:

Hipótese 1 (H1): *Existe uma relação significativa entre o nível de endividamento e as características de governo?*

Hipótese 1a (H1a): *A relação é positiva?*

Hipótese 1b (H1b): *A relação é negativa?*

Para responder à hipótese colocada, definiu-se como variável dependente o nível de endividamento de uma empresa (*vide* Figura 1), traduzido pelo grau de recursos financeiros externos que são utilizados nas operações

financeiras. É importante realçar que quanto maior for o nível de endividamento, maior será o risco de investimento na empresa, indicando uma menor estabilidade financeira e uma maior vulnerabilidade (Crisóstomo & Pinheiro, 2016). De forma a medir esse grau de endividamento, utilizou-se o rácio de endividamento total,

evidenciado na Equação 1, que mede a percentagem das aplicações da empresa (Total do ativo Líquido), financiado por capitais alheios (Total do Passivo) (Larcker et al., 2004; Bradshaw et al., 2004; Delgado-Garcia et al., 2013 e Oliveira, 2015) (vide Figura 1).

Figura 1 – Resumo das variáveis utilizadas no estudo

Variáveis		
Dependente	– Estrutura de Capital • Endividamento	$Endiv_{i,t} = \frac{TPassiv_{i,t}}{TAtivoLiq_{i,t}}$
Independente	– Estrutura de Propriedade • Dualidade <i>CEO/Chairman</i>	= 1 se CEO atua também como Chairman, e = 0 caso contrário
Controlo	Rendibilidade do ativo	$ROA_{i,t} = \frac{EBT_{i,t}}{TAtivoLiq_{i,t}}$
	Oportunidades de Crescimento	$Oport. Cresc_{i,t} = \frac{VN_{i,t} - VN_{i,t-1}}{VN_{i,t-1}} \times 100$
	Dimensão	$Ln Act Total$
	Antiguidade	$Ln Antig$
	Indústria	De acordo com o código de classificação CAE Rev-3

Fonte – Elaboração própria

Para variável independente definiu-se a Estrutura de Propriedade, designada por Dualidade *CEO/Chairman*, e como variáveis de Controlo definiu-se a Rendibilidade do ativo, Oportunidades de Crescimento, Dimensão, Antiguidade e Indústria (vide Figura 1).

Oulhim (2019) considera que a Dualidade *CEO/Chairman* ocorre quando o CEO (*Chief Executive Officer*, i.e., Diretor Executivo) de uma empresa atua como *Chairman* (Presidente do Conselho de Administração).

Fama and Jensen (1983) defendem que as funções do CEO e do *Chairman* devem ser estanques, dado que é a principal autoridade de controlo de decisões, enquanto o CEO tem a responsabilidade de gerir os negócios da empresa. Assim, teoricamente, os conflitos de agência podem ser reduzidos caso se evidencie a separação. No entanto, Brickley et al. (1997) argumentam que a dualidade e separação têm benefícios e custos, não havendo uma relação

única significativa entre dualidade e estrutura de capital, no sentido em que a presença de Dualidade *CEO/Chairman* será positiva e benéfica para algumas empresas e sem valor ou inócua para outras. Para além disso, as evidências mostram que a Dualidade *CEO/Chairman* é também insignificante e negativamente associada a ambas as medidas de estrutura de capital (isto é, alavancagem de curto prazo e de longo prazo), não alterando a escolha da estrutura de capital pela empresa (Sheikh & Wang, 2012). Oulhim (2019) defendem uma relação positiva e significativa entre a Dualidade do *CEO/Chairman* e a Estrutura de Capital. Apesar da relação ser estatisticamente insignificante, Fosberg (2004), evidenciou que as empresas com *Chairman* e CEO separados, apresentam uma estrutura de capital otimizada para a dívida, detendo na generalidade uma maior alavancagem financeira. Kyereboah-Coleman & Biekpe (2008) encontraram uma relação negativa e

significativa entre a Dualidade *CEO/Chairman* e a alavancagem de curto prazo e a alavancagem total.

Quanto às Variáveis de Controlo, para o presente estudo foram utilizadas as seguintes: (i) Rendibilidade do cativo (ROA); (ii) Oportunidades de Crescimento; (iii) Dimensão; (iv) Antiguidade; e (v) Indústria.

A Rendibilidade do cativo (ROA) é uma função desempenho, que mede a capacidade dos ativos da empresa em gerar retorno económico e financeiro sendo, portanto, um bom indicador para medir a qualidade da gestão. As empresas com maior rendibilidade são consideradas como as que oferecem boas ou melhores condições e têm incentivos para se distinguirem das empresas com menor rendibilidade, a fim de obterem capital nas melhores condições disponíveis no mercado. O resultado do período é um indicador que traduz o contributo a usufruir pelos investidores (Oliveira, 2015).

Relativamente às Oportunidades de Crescimento, estas correspondem ao aumento das vendas num determinado período, obtido através da razão entre as vendas do período t e $t-1$ (Fonseca et al., 2016). De acordo com a Teoria do *Pecking Order*, as empresas com maiores oportunidades de investimento possuem um nível de endividamento superior, caso os meios libertos pelo negócio não sejam suficientes para o financiamento. Um ponto-chave quando se fala em oportunidades de crescimento é o sentido de oportunidade (*timing*); este tem um impacto significativo nas decisões de investimento de uma empresa, na medida em que o endividamento se torna numa solução quando no mercado ocorre uma sobrevalorização das ações (Semedo, 2015). De acordo com estudos publicados, as Oportunidades de Crescimento estão negativamente relacionadas com o endividamento das empresas e assim sendo,

as que apresentam maiores Oportunidades de Crescimento atestam menor endividamento (Gaud et al., 2003; Rajan & Zingales, 1995; Harris & Raviv, 1991; Akdal, 2011).

A Variável de Controlo Dimensão (Ntoug, et al., 2017; Semedo, 2015; Oliveira, 2015 e Oulhim, 2019) foi medida através do logaritmo do total dos ativos da empresa. A sua dimensão tem efeitos no desempenho da organização, na medida em que podem surgir economias de escala e de gama, sendo espectável que empresas maiores obtenham um melhor desempenho. Além disso, empresas com maior dimensão são mais diversificadas, apresentando uma menor probabilidade de insolvência, maior facilidade no acesso a taxas de juro mais baixas, melhores ativos para dar como garantia e melhor qualidade de divulgação. Contudo, de forma a garantir um melhor grau de autonomia financeira e de solvabilidade as maiores empresas apresentam menor percentagem de endividamento face ao total do ativo, verificando-se assim uma relação negativa com o endividamento.

Relativamente às restantes variáveis de controlo, a variável Antiguidade foi mensurada pelo logaritmo da data de constituição da empresa e a variável Indústria foi mensurada através de Variáveis *Dummy* referentes ao código de classificação CAE Rev. 3 (Ntoug et al., 2020). Importa referir que a inclusão do sector de atividade teve como objetivo captar as características estruturais das empresas relacionadas com o ramo de atividade que poderão afetar o seu nível de endividamento, como por exemplo, condições de mercado e barreiras à entrada de novos concorrentes, não captadas por outras teorias anteriores (Jorge & Armada, 2001).

3.3. Modelos de Regressão

A metodologia adotada para o desenvolvimento deste estudo consiste na estimação de regressões utilizando Modelos com Dados em Painel. Para o tratamento destes dados, utilizou-se o *software* de desenvolvimento integrado para R (linguagem de programação

para gráficos e cálculos estatísticos) – *RStudio*, versão 1.2.5001. Para examinar a relação entre a Estrutura de Capital e as Características de Governo aplicou-se o Modelo de Regressão de Efeitos Aleatórios, tendo-se recorrido ao *Teste F*. A equação da regressão é ilustrada da seguinte forma:

$$\text{Endiv}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t} + \beta_2 \text{Oport. Cresc}_{i,t} + \beta_3 \text{Dimensão}_{i,t} + \beta_4 \text{Antig}_{i,t} + \beta_5 \text{Dualidade Dummy}_{i,t} + \beta_6 \text{Indústria Dummy}_{i,t} + \mu_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

- $\text{Endiv}_{i,t}$ – Endividamento da empresa i , no período t ;
- $\text{ROA}_{i,t}$ – Rendibilidade do cativo Total da empresa i , no período t ;
- $\text{Oport. Cresc}_{i,t}$ – Oportunidades de Crescimento da empresa i , no período t ;
- $\text{Dimensão}_{i,t}$ – Logaritmo do Total do cativo da empresa i , no período t ;
- $\text{Antig}_{i,t}$ – Logaritmo da idade da empresa i , no período t ;
- $\text{Dualidade Dummy}_{i,t}$ – iguala a 1 caso o CEO actue como *Chairman*;
- $\text{Indústria Dummy}_{i,t}$ – Código de classificação CAE Rev. 3;
- $\mu_{i,t}$ - Efeitos significativos da empresa;
- $\varepsilon_{i,t}$ – Resíduos ou fator erro

Para corrigir a presença de heterocedasticidade e de autocorrelação em série e transversal, reportam-se os coeficientes consistentes com

estes problemas, fornecidos pela Matriz de Variância e Covariância Robusta, calculados a partir do Método *Huber-White*.

4. Resultados e Análise

4.1. Estatísticas Descritivas

Para caracterizar a amostra em estudo, constituída por 97.889 observações, realizou-se uma análise descritiva das variáveis utilizadas, considerando todos os elementos obtidos. A Tabela 1, abaixo indicada, apresenta os resultados da estatística descritiva, cuja média do endividamento das empresas da amostra é de cerca de 60,08%. Contudo, a média do endividamento nas empresas com Dualidade *CEO/Chairman* igual a 1 é de cerca

de 58,18% e igual a 0 é de 60,22%. Relativamente às variáveis de controlo, o ROA é de cerca de 3,77% e a média das oportunidades de crescimento ascende a 4,37%. Finalmente, o nível de endividamento médio por Indústria, apresenta os valores mais baixos (52,68%) para Atividades Imobiliárias, e os valores mais elevados (68,06%) para atividades de Transportes e armazenagem. Há que relevar que para os *outliers* foi usado um intervalo de 1% a 99%.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Estatísticas Descritivas	Mínimo	Média	Máximo	Desvio Padrão
Variável Dependente				
Endividamento	0,0852751	0,6008168	1,095784	0,2329803
Variáveis Independentes				
Rendibilidade do cativo	-0,1773476	0,0377169	0,284097	0,0683804
Oportunidades de Crescimento	-0,4344939	0,0437104	0,879809	0,2024952
Dimensão	6,2643150	8,3133690	12,415650	1,2515770
Antiguidade	2,4849070	3,3595630	4,521789	0,4473043
Dualidade CEO/Chairman				
Dualidade = 0	0,0852751	0,6022538	1,095784	0,2335668
Dualidade = 1	0,0852751	0,5818915	1,095784	0,2242725
Dummy de Indústria				
Indústrias transformadoras	0,0852751	0,5844717	1,095784	0,2254930
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	0,0852751	0,6706890	1,095784	0,2302596
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	0,0852751	0,6635484	1,095784	0,2592144
Construção	0,0852751	0,6199765	1,095784	0,2074897
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	0,0852751	0,5950149	1,095784	0,2315127
Transportes e armazenagem	0,0852751	0,6806718	1,095784	0,2413372
Alojamento, restauração e similares	0,0852751	0,5781826	1,095784	0,2531745
Atividades de informação e de comunicação	0,0852751	0,6320404	1,095784	0,2436513
Atividades imobiliárias	0,0852751	0,5268332	1,095784	0,2689671
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	0,0852751	0,5931860	1,095784	0,2443992
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	0,0852751	0,6495663	1,095784	0,2595566
Outras atividades de serviços	0,0852751	0,6538133	1,095784	0,2247107

Fonte – Elaboração própria

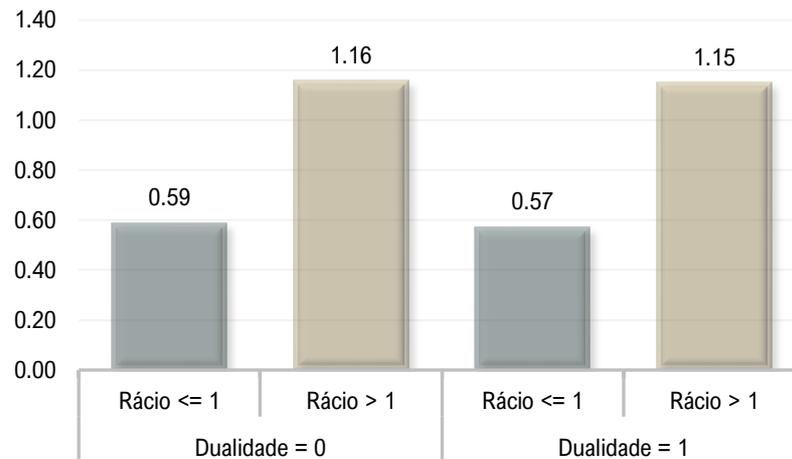
4.2. Relação entre nível de Endividamento e as características de Governo

Complementarmente, e considerando que o propósito deste estudo passa por analisar a relação entre as características de Governo e a Estrutura de Capital, nomeadamente o nível de endividamento das empresas, apresentam-se as figuras seguintes, para uma maior consistência da análise. Foram agrupadas as observações por nível do Rácio de Endividamento (ou seja, Rácio menor ou igual a 1 e Rácio superior a 1) face a cada variável

independente e de controlo. Na esfera Dualidade *CEO/Chairman*, e tal como anteriormente mencionado, as observações foram previamente agregadas com Dualidade igual a 1 caso o CEO actue também como *Chairman*, ou Dualidade igual a 0 no caso contrário. Deste modo, e de acordo com a Figura 2, pode-se verificar que as empresas com Dualidade *CEO/Chairman* igual a 0 têm níveis de endividamento ligeiramente superiores às empresas que apresentam Dualidade igual a 1 (59% para Rácio ≤ 1 e 116% para Rácio > 1). Assim, verifica-se que as empresas que apresentam níveis de

endividamento superiores são aquelas onde o CEO e o *Chairman* são pessoas distintas.

Figura 2 – Estatística Média do Rácio de Endividamento agrupado por Dualidade CEO/Chairman (2008-2018)

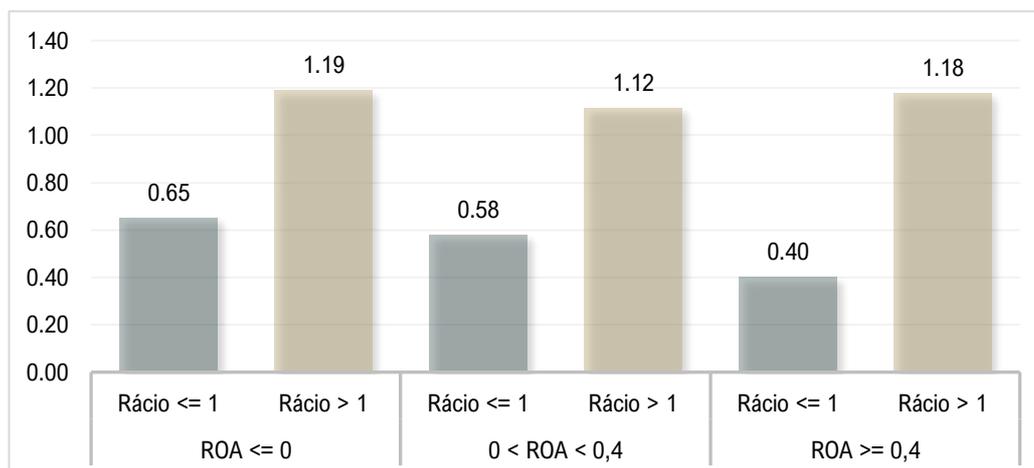


Fonte – Elaboração própria

Na Figura 3, abaixo indicada, representa-se a média do Endividamento das empresas portuguesas relativamente à Rendibilidade do cativo Total. Nesta análise agrupou-se o ROA em três intervalos. No primeiro intervalo, as observações com ROA menor ou igual a 0, significam que por cada unidade investida na empresa, esta obtém prejuízos. Nesta premissa, a média do Rácio de Endividamento menor ou igual a 1 é de 65% enquanto a média do Rácio de Endividamento superior a 1

corresponde a 119%. No segundo intervalo do ROA (maior do que 0 e menor do que 0,4) verifica-se que para o Rácio de Endividamento menor ou igual a 1, bem como maior do que 1, obtêm-se ROA médios em valores entre 58% e 112%. No último intervalo, para um ROA maior ou igual a 0,4 os dados apontam para uma média do Rácio de Endividamento na ordem dos 40% para rácio menor ou igual a 1 e de 118% para superior a 1.

Figura 3 – Média do Rácio de Endividamento agrupado pela Rendibilidade do cativo (2008-2018)

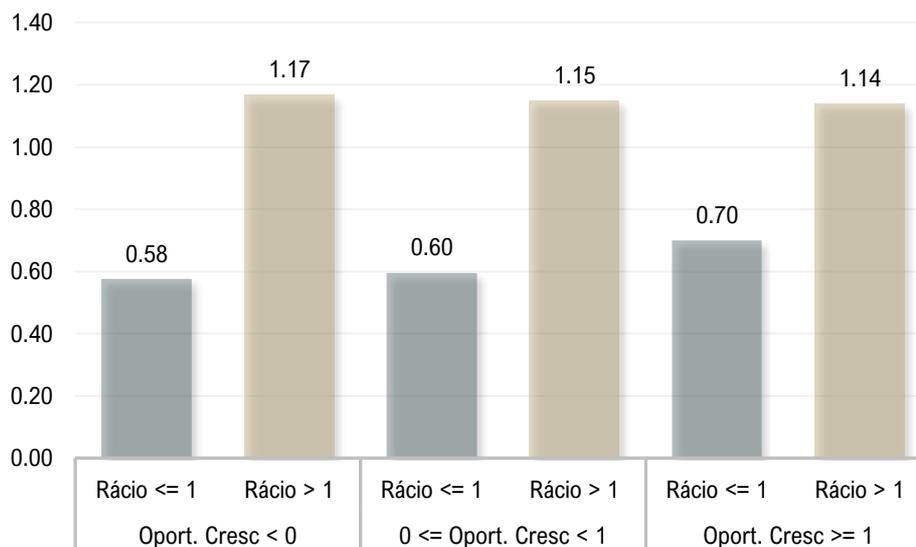


Fonte – Elaboração própria

Em relação à análise da média do Rácio de Endividamento *versus* Oportunidades de Crescimento, é possível visualizar as flutuações através da Figura 4. As observações da amostra para as Oportunidades de Crescimento foram agrupadas em três intervalos: (i) valores inferiores a < 0 ; (ii) valores entre $[0 \text{ e } 1[$; e (iii) valores ≥ 1 . No primeiro intervalo, existe um decréscimo do volume de negócios entre dois períodos. Assim, verifica-se que a média dos Rácios de Endividamento com valores inferiores ou iguais a 1, vão apresentando valores mais elevados acompanhando o aumento das oportunidades de crescimento, ou seja, quando as oportunidades de crescimento são inferiores a 0, o rácio é de 58%, mas quando superiores ou iguais a 1, o rácio corresponde a 70%.

Este rácio aumenta, porque quanto maior for a oportunidade de crescimento de uma empresa, melhor o seu “estado” e maior será a captação de fontes de financiamento externas. A média dos Rácios de Endividamento para valores superiores a 1 tem um efeito diametralmente oposto ao anterior. Neste caso, o rácio vai diminuindo à medida que a oportunidade de crescimento aumenta, ou seja, para uma oportunidade de crescimento inferior a zero, corresponde um rácio de 117%. Finalmente, para oportunidades de crescimento superiores ou iguais a 1 corresponde um rácio de 115%. A partir desta análise é possível concluir que as empresas com maiores oportunidades de crescimento são as que apresentam um menor sobre endividamento relativamente às que mostram menores oportunidades de crescimento.

Figura 4 – Média do Rácio de Endividamento agrupado por Oportunidades de Crescimento (2008-2018)



Fonte – Elaboração própria

4.3. Resultados do Modelo de Regressão

A Tabela 2, abaixo apresentada, mostra os resultados do Modelo de Regressão de Efeitos

Aleatórios e, da sua análise podemos concluir que existe uma relação significativa entre o nível de endividamento das empresas e as características de Governo, validando a hipótese de partida H1. Relativamente à Rendibilidade do cativo (ROA), Dimensão e

Antiguidade, verifica-se uma relação negativa e com uma significância de 0,1%, face ao nível de endividamento. Contudo, as Oportunidades de Crescimento, a Dualidade *CEO/Chairman* e a Indústria têm uma relação positiva e significativa com o nível de endividamento.

Bastos & Nakamura (2009) concluíram que quanto maior for a rendibilidade de uma empresa maior será o resultado gerado

internamente, reduzindo o financiamento externo pelo que apresentará um nível de endividamento mais baixo. As maiores empresas apresentam níveis de endividamento mais baixo (Oliveira, 2015), assim como as empresas mais antigas são mais avessas ao endividamento de forma a garantir melhor grau de autonomia financeira (Ntoug et al, 2020), permitindo uma maior latitude de decisão.

Tabela 2 – Resultados do Modelo de Regressão

Variável Dependente - Endividamento						
Variáveis Independentes/Controlo	Modelo OLS			Efeitos Aleatórios		
Rendibilidade do cativo	-1,2195989	***	(-119,806)	-0,7220034	***	(-84,5651)
Oportunidades de Crescimento	0,1537662	***	(44,950)	0,0880652	***	(45,5798)
Dimensão	-0,0081586	***	(-14,317)	-0,0124845	***	(-11,2905)
Antiguidade	-0,1166894	***	(-72,802)	-0,1013976	***	(-21,9976)
Dualidade CEO/Chairman						
Dualidade = 0	0,9525595	***	(143,771)	1,0564361	***	(60,6891)
Dualidade = 1	0,9515843	***	(126,731)	1,0700065	***	(54,7345)
Dummy de Indústria						
Indústrias transformadoras	0,0471123	***	(4,338)	0,0972659	**	(2,5627)
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	0,0583015	***	(4,426)	0,1071640	**	(2,7199)
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	0,0202535	**	(3,148)	0,0522268	**	(2,6096)
Construção	0,0082589	**	(3,156)	0,0125103	.	(1,6700)
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	0,0055656	***	(3,403)	0,0036473		(0,8236)
Transportes e armazenagem	0,0975205	***	(32,360)	0,0968179	***	(10,9601)
Alojamento, restauração e similares	0,0044606		(1,396)	-0,0074740		(-0,7247)
Atividades de informação e de comunicação	0,0308160	***	(6,552)	0,0339344	*	(2,3333)
Atividades imobiliárias	-0,0847083	***	(-7,911)	-0,0529737		(-1,4185)
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	0,0145791	***	(3,765)	0,0072407		(0,5661)
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	0,0565694	***	(15,173)	0,0558888	***	(4,9777)
Outras atividades de serviços	0,0629373	***	(5,458)	0,0379710		(0,9066)
Adj. R-squared	0,8922			0,11455		
Teste de Breusch-Pagan				< 2.2×10 ⁻¹⁶		
Teste LM de Breusch-Pagan				< 2.2×10 ⁻¹⁶		
Teste de Breusch-Godfrey/Wooldridge				< 2.2×10 ⁻¹⁶		

Nota: ***, **, *, . com significância de 0,1%, 1%, 5% e 10%, respetivamente

Fonte – Elaboração própria

Relativamente à variável Dualidade *CEO/Chairman*, afigura-se como evidente a sua relação positiva e de elevada significância com

o nível de endividamento. Tendo em consideração que esta variável toma valores iguais a 1 quando o CEO atua como *Chairman*,

e valores iguais a 0 quando o CEO e o *Chairman* são pessoas distintas, confirma-se assim (apesar do diferencial ser mínimo), que as empresas com o *Chairman* e o CEO diferentes, aplicam a quantidade ótima de dívida nas suas estruturas de capital, detendo na generalidade uma maior alavancagem financeira. No entanto e apesar da literatura não ser consensual, a relação positiva e significativa entre a Dualidade do *CEO/Chairman* e a estrutura de capital (medida pelo nível de endividamento), obtida neste estudo é apoiada pelos estudos empíricos de Oulhim (2019) e Fosberg (2004).

De facto, a variável Dualidade *CEO/Chairman*, confirma a hipótese de partida, relativamente à existência de uma relação significativamente positiva entre o nível de endividamento das empresas e as características de governo.

Embora as Oportunidades de Crescimento apresentem uma relação positiva e significativa com o nível de endividamento, essa significância é de apenas 10%, ou seja, com um intervalo de confiança de 90%. Contudo, os resultados corroboram a Teoria *Pecking Order*, para empresas com maiores oportunidades de investimento e que possuam um nível de endividamento superior, desde que os meios libertados pelo negócio não sejam suficientes para o financiamento.

Quanto à Dimensão, esta variável apresenta uma relação negativa e significativa com o nível de endividamento, corroborando os resultados indicados na literatura (Ntoug, et al., 2017; Semedo, 2015; Oliveira, 2015 e Oulhim, 2019). O coeficiente desta variável indica-nos que empresas com maior estrutura financeira têm menores níveis de endividamento, visto que detêm menor probabilidade de insolvência e maior autonomia quando comparadas com empresas de menor dimensão.

Também a variável Antiguidade, apresenta uma relação negativa e significativa face ao nível de

Endividamento num intervalo de confiança de 99,9%. Assim sendo, poder-se-á dizer com alguma segurança que, as empresas com menor endividamento são tendencialmente as mais antigas.

4.4. Testes de Robustez

Para um número elevado de empresas – no caso da amostra em estudo, 9.170 empresas – a literatura sugere que o uso do Modelo de Regressão em Painel de Efeitos Aleatórios é mais adequado que o Modelo de Regressão de Efeitos Fixos, por este representar melhor a diversidade do tecido empresarial. De facto, realizou-se o Teste F em que o resultado confirmou ser mais adequado aplicar o Modelo de Regressão em Painel de Efeitos Aleatórios.

Determinado o modelo, e com o objetivo de testar a sua validade, procedeu-se ao Teste da Variância e da Independência dos resíduos e da Correlação em série, sendo que foram utilizados, respetivamente, o Teste de *Breusch-Pagan*, o Teste de *Breusch-Pagan LM* e o Teste de *Breusch-Godfrey/Wooldridge*. Relativamente ao Teste *Breusch-Pagan*, a sua hipótese nula consiste na variância constante dos resíduos, para um nível de confiança de 5%. Porém, esta hipótese foi rejeitada, evidenciando a existência de Heterocedasticidade. Numa outra vertente, o Teste de *Breusch-Pagan LM* dita como hipótese nula que a correlação dos indivíduos é igual a zero, ou seja, os resíduos são independentes dos indivíduos. Contudo, a hipótese nula foi rejeitada ($2.2 \times 10^{-16} < 5\%$), verificando-se, assim, a autocorrelação transversal. A concluir pelo resultado do Teste de *Breusch-Godfrey/Wooldridge*, observou-se a existência de autocorrelação em série, através da rejeição da hipótese nula ($2.2 \times 10^{-16} < 5\%$).

Neste contexto, e de modo a corrigir os problemas acima explicitados, concomitantes

com a heterocedasticidade e com a presença de autocorrelação em série e transversal, reportaram-se os coeficientes dados pela Matriz Robusta de Variância e Covariância,

calculada pelo Método *Huber-White*. Estes novos coeficientes encontram-se reportados na Tabela 2, acima citada.

5. Considerações Finais

Este estudo assentou no modelo de dados em painel, para uma amostra de 97.889 observações, num período compreendido entre 2008 e 2018, com a finalidade de analisar e fundamentar a forma como as características de governo podem alterar a Estrutura de Capital, dada pelo rácio de endividamento, para um total de 8.899 empresas portuguesas.

Os resultados deste estudo fornecem evidências de como as características de governo influenciam a escolha da Estrutura de Capital. Através do Modelo de Regressão de dados em painel de Efeitos Aleatórios, podemos comprovar que existe uma relação evidente entre as práticas de governo e o nível de Endividamento das empresas, validando-se, assim, a Hipótese 1, todavia não se pode comprovar, na generalidade, se esta relação é positiva ou negativa.

As variáveis utilizadas na medição das características de governo apresentaram, uma dupla relação, negativa e positiva, com o nível de endividamento das empresas. De facto, os coeficientes das variáveis ROA, Dimensão e Antiguidade são estatisticamente significativos e negativos. Por outro lado, os coeficientes das variáveis Oportunidades de Crescimento, Dualidade *CEO/Chairman* são estatisticamente significativos e positivos. A Dimensão e a Antiguidade, com um resultado marcadamente negativo, permite-nos concluir que empresas com maior dimensão e mais antigas têm

tendência para apresentarem menores níveis de endividamento.

A análise da variável Dualidade, significativamente positiva, indica que as empresas onde o CEO e o *Chairman* são pessoas distintas, detêm na generalidade uma maior alavancagem financeira.

Em futuros estudos, seria importante estender a análise da relação entre as Características de Governo e a Estrutura de Capitais a outros países, para se ajuizar de como as diferentes condições políticas, económicas, sociais e culturais influenciam esta relação permitindo comparar com os resultados obtidos.

Por último, seria igualmente relevante, a utilização de outras variáveis para medir as Características de Governo, como por exemplo, as Políticas de Incentivo. Efetivamente, a análise dos resultados fornece evidências de como as características de governo influenciam a escolha da estrutura de capital das empresas portuguesas.

Este estudo visa contribuir e fomentar um debate enriquecedor e de profundas discussões sobre as características de Governo e a estrutura de capitais, temática que pode ser útil para acionistas, administradores, credores e outros investidores e ainda para académicos e entidades reguladoras, todos eles importantes atores do tecido empresarial e da gestão societária.

BIBLIOGRAFIA

- Akdal, S. (2011). How do Firm Characteristics Affect Capital Structure? Some UK Evidence. Londres: Kingston University.
- Armstrong, C., Guay, W. & Weber, J. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 179-234. 10.1016/j.jacceco.2010.10.001.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57, 1-32. 10.1111/1540-6261.00414.
- Bastos, D. & Nakamura, W. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 75-94.
- Baysinger, B. & Butler, H. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics and Organization*; 1(1), 101-124.
- Berger, P., Ofek, E. & Yermack, D. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. 10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x.
- Berle, A. & Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. S. Paulo: Nova Cultural: Coleção Economistas.
- Bradshaw, M., Bushee, B. & Miller, G. (2004). Accounting Choice, Home Bias, and U.S. Investment in Non-US Firms. *Journal of Accounting Research*, 42. 10.1111/j.1475-679X.2004.00157.x.
- Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220. 10.1016/S0929-1199(96)00013-2.
- Brito, R. & Lima, M. (2005). A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 59(2), 177-208. 10.1590/S0034-71402005000200002.
- Chen, W. P., Chung, H., Hsu, T. L., & Wu, S. (2010). External financing needs, corporate governance, and firm value. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 234-249. 10.1111/j.1467-8683.2010.00801.x.
- Chen, Y., Chou, R. & Huang, T. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics and Finance*, 38, 44-55. 10.1016/j.iref.2014.12.013.
- Crisóstomo, V. & Pinheiro, B. (2016). Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*.
- Delgado-Garcia, J., Quevedo-Puente, E. & Diez-Esteban, J. (2013). The Impact of Corporate Reputation on Firm Risk: A Panel Data Analysis of Spanish

BIBLIOGRAFIA

- Quoted Firms. *British Journal of Management*. 10.1111/j.1467-8551.2011.00782.x.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance; *Journal of Corporate Finance*; 7,209-233.
- Detthamrong, U., Chancharat, N. & Vithessonthi, C. (2016). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. 10.1016/j.ribaf.2017.07.011.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, XXVI.
- Fonseca, C., Silveira, R. & Hiratuka, C. (2016). A Relação entre a Governança Corporativa e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras no Período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35-52. 10.4025/enfoque.v35i2.29673.
- Fosberg, R. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. *Corporate Governance*, 4, 31-38. 10.1108/14720700410521943.
- Frank, M. & Goyal, V. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. 10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x.
- Friend, I. & Lang, L. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Garvey, G. & Hanka, G. (1999). Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage. *The Journal of Finance*, 54(2), 519-545. 10.1111/0022-1082.00116.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. & Bender, A. (2003). The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. Geneva: The International Center for Financial Asset Management and Engineering.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. 10.1016/0304-405X(76)90026-X.

BIBLIOGRAFIA

- Jorge, S. & Armada, M. (2001). Factores Determinantes do Endividamento: Uma Análise em Painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(2), 9-31. 10.1590/S1415-6552001000200002.
- Kayhan, A. (2008). Managerial Discretion and the Capital Structure Dynamics. Louisiana State University.
- Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N. (2008). The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, 4. 10.22495/cocv4i2p11.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27.
- Larcker, D., Richardson, S. & Tuna, Í. (2004). Does Corporate Governance Really Matter? University of Pennsylvania, Philadelphia. 10.1.1.180.1479&rep=rep1&type=pdf.
- Liao, L., Mukherjee, T. & Wang, W. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study. *The Journal of Financial Research*, 38, 169-191.
- Lizcano Álvarez, J. (2013). El Valor de la Transparencia en las Instituciones Públicas y las Empresas. Barcelona: ACCID – *Revista de Contabilidad y Dirección*, 16, pp. 109-125.
- Miguel, A. & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 77-99. 10.1016/S0929-1199(00)00020-1.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- Monteiro, T. (2019). Governo das Sociedades em Portugal. Estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20. Tese de Mestrado, Católica Porto Business School, Porto.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592. 10.2307/2327916.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- Ntoug, L., Santos de Oliveira, H., Sousa, B., Pimentel, L. & Bastos, S. (2020). Are Family Firms Financially Healthier Than Non-Family Firm? *Journal of Risk and Financial Management*, 13. 10.3390/jrfm13010005.

BIBLIOGRAFIA

- Ntoug, L., Vila Biglieri, J., Santos de Oliveira, H., Ferreira de Sousa, B., Outman, B. & Masárová, E. (2017). The impact of ownership structure on firm performance: The role of chairman and CEO in Portugal. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 13. 10.22495/cbv13i2art1.
- Oliveira, H. M. S. (2015). A Estrutura Conceptual da Informação Financeira e o Governo das Sociedades: Análise da Relação entre as Características das Empresas Cotadas em Portugal e a Informação Divulgada. Espanha: Universidad de Vigo, Facultad de Ciencias Economicas y Empresariales. Tesis Doctoral.
- Oulhim, A. (2019). The Impact of Corporate Governance on Capital Structure. Universidade do Algarve, Faculdade de Economia.
- Pinheiro, B., Vasconcelos, A., Luca, M. & Crisóstomo, V. (2017). Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BMFBovespa. *Journal of Education and Research in Accounting*, 451-466. 10.17524/repec.v11i4.1706.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.
- Semedo, I. (2015). Teorias da estrutura de capital das empresas: Uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa. Lisboa: Instituto Superior de Gestão.
- Serens, M. (2021). Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Edições Almedina, 36th Edição, Reimpressão.
- Sheikh, A. & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance*, 12, 629-641. 10.1108/14720701211275569.
- Silva, D. (2009). O Impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.
- Silveira, A., Perobelli, F. & Barros, L. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788. 10.1590/S1415-6552008000300008.
- Smith, A. (1775). Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações. Fundação Calouste Gulbenkian, Vol. II, Edição de 1981.
- SNC Sistema de Normalização Contabilística, Decreto-Lei n.º 98/2015 de Junho.

BIBLIOGRAFIA

- Tavares, F. (2017). A Estrutura de Capital das Empresas e as Decisões de Financiamento. Universidade Portucalense, Porto.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. 10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x.
- Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L., Wright, R. & Beekhuisen, T. (1974). A Comparative International Study of Growth, Profitability, and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(5), 875-886. 10.2307/2329684.
- Vieira, K., Velasquez, M., Losekann, V. & Ceretta, P. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7, 49-67. 10.4270/ruc.2011104