



Relação entre a estrutura de capital e corporate governance

Mestrado em Finanças Empresariais

Ana Isabel da Conceição Martins

Leiria, setembro de 2025



Relação entre a estrutura de capital e corporate governance

Ana Isabel da Conceição Martins

Dissertação realizada sob a orientação da Professora Doutora Inês Lisboa e da Professora Doutora Magali Costa.

Leiria, setembro de 2025

Originalidade e Direitos de Autor

A presente dissertação é original, elaborada unicamente para este fim, tendo sido devidamente citados todos os autores cujos estudos e publicações contribuíram para a elaborar.

Reproduções parciais deste documento serão autorizadas na condição de que seja mencionada a Autora e feita referência ao ciclo de estudos no âmbito do qual a mesma foi realizado, a saber, Curso de Mestrado em Finanças Empresariais, no ano letivo 2024/2025, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria, Portugal, e, bem assim, à data das provas públicas que visaram a avaliação deste trabalho.

Agradecimentos

A realização desta dissertação representou um percurso exigente, mas também profundamente enriquecedor, que não teria sido possível sem o apoio e dedicação de várias pessoas.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer às minhas orientadoras, Professora Doutora Inês Lisboa e Professora Doutora Magali Costa, pela disponibilidade, paciência e orientação constante ao longo de todo este processo. As suas sugestões, críticas construtivas e partilha de conhecimento foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho e para o meu crescimento académico.

Agradeço igualmente aos meus pais, pelo apoio incondicional, incentivo diário e por acreditarem sempre em mim, mesmo nos momentos mais desafiantes. Ao meu irmão e a toda a minha família, deixo um agradecimento especial pelo carinho, compreensão e motivação constante, que foram essenciais para que conseguisse manter o foco e concluir este percurso.

Por fim, expresso também a minha gratidão a todos os meus amigos e colegas que, de diferentes formas, contribuíram para a realização deste trabalho, seja através de palavras de incentivo, de conselhos ou simplesmente pela sua presença.

Resumo

O presente estudo visa analisar a relação entre a estrutura de capital e os mecanismos de *corporate governance*. Para tal foi analisada uma amostra de dados em painel de 37 empresas cotadas em Portugal e Espanha, entre os anos de 2014 e 2023.

A estrutura de capital foi medida por várias *proxies* de endividamento: total, de curto prazo, de médio e longo prazo e endividamento via fornecedores (também referido na literatura como crédito comercial), calculada por medidas contabilísticas e de mercado. Como mecanismos de *corporate governance* foram considerados a dimensão do conselho de administração, a independência do conselho, a dualidade de funções do CEO (*Chief Executive Officer*), a diversidade de género no conselho e a existência de conselho de auditoria. Foram ainda incluídas variáveis de controlo de natureza económico-financeira (dimensão da empresa, tangibilidade, rendibilidade, idade) e macroeconómica (crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), taxa de inflação e taxa média de endividamento público em relação ao PIB). Os modelos foram estimados através de modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios.

Os resultados evidenciam que diferentes mecanismos de *corporate governance* influenciam de forma distinta o endividamento das empresas, dependendo do tipo de *proxy* de endividamento analisada. Em particular, a concentração dos cargos de CEO e presidente do conselho de administração numa pessoa, e a existência de conselho de auditoria contribuem para diminuir o endividamento via fornecedores, enquanto a presenças de mulheres nos conselhos de administração contribui para aumentar o endividamento total e de médio e longo prazo. Relativamente às variáveis de controlo, têm um impacto diferenciado consoante a *proxy* de endividamento analisada, sendo os resultados globalmente consistentes com as teorias tradicionais de estrutura de capital, nomeadamente a teoria da agência, o *trade-off* e a *pecking order theory*.

Estes insights são relevantes para diferentes *stakeholders*: para investidores, oferecem indicações sobre como os mecanismos de governação podem reduzir riscos associados a níveis excessivos de endividamento; para gestores, demonstram que a composição e funcionamento do conselho podem ser utilizados como instrumentos estratégicos na definição da estrutura de capital; para reguladores, evidenciam a importância de promover

práticas de governance robustas, como forma de reforçar a estabilidade financeira e aumentar a confiança nos mercados.

Palavras-chave: *Corporate governance*, Estrutura de capital, Endividamento, Conselho de administração, Diversidade de género, Empresas cotadas, Portugal, Espanha

Abstract

This study aims to analyze the relationship between capital structure and corporate governance mechanisms. To this end, a panel data sample of 37 companies listed in Portugal and Spain between 2014 and 2023 was analyzed.

Capital structure was measured by several debt proxies: total, short-term, medium-term, and long-term debt, and supplier debt (also referred to in the literature as trade credit), calculated using accounting and market measures. Corporate governance mechanisms considered included the size of the board of directors, board independence, dual roles of the CEO (Chief Executive Officer), gender diversity on the board, and the existence of an audit committee. Control variables of an economic-financial nature (company size, tangibility, profitability, age) and macroeconomic nature (growth of Gross Domestic Product (GDP), inflation rate, and average public debt-to-GDP ratio) were also included. The models were estimated using fixed effects and random effects models.

The results show that different corporate governance mechanisms influence corporate debt differently, depending on the type of debt proxy analyzed. In particular, the concentration of the positions of CEO and chairman of the board of directors in one person, and the existence of an audit committee contribute to reducing indebtedness via suppliers, while the presence of women on boards of directors contributes to increasing total and medium- and long-term indebtedness. Control variables have a different impact depending on the debt proxy analyzed, with results broadly consistent with traditional capital structure theories, namely agency theory, trade-off theory, and pecking order theory.

These insights are relevant to different *stakeholders*: for investors, they offer indications on how governance mechanisms can reduce risks associated with excessive levels of debt; for managers, they demonstrate that the composition and functioning of the board can be used as strategic instruments in defining the capital structure; for regulators, they highlight the importance of promoting robust governance practices as a way to strengthen financial stability and increase confidence in the markets.

Keywords: *Corporate governance*, Capital structure, Indebtedness, Board of directors, Gender diversity, Listed companies, Portugal, Spain

Índice

Originalidade e Direitos de Autor	iii
Agradecimentos	iv
Resumo	v
Abstract	vii
Lista de Gráficos	ix
Lista de tabelas.....	x
Lista de siglas e acrónimos.....	xi
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura.....	4
2.1. Estrutura de Capital.....	4
2.1.1. Teorias sobre Estrutura de Capital.....	4
2.1.2. Medidas da estrutura de capital	7
2.1.3. Determinantes da estrutura de Capital.....	9
2.2. <i>Corporate Governance</i>.....	16
2.2.1. Mecanismos de <i>Corporate Governance</i>	17
2.2.2. Sistemas e Modelos de <i>Corporate Governance</i>	20
2.3. Relação entre estrutura de capital e <i>corporate governance</i>.....	23
3. Metodologia.....	28
3.1. Variáveis.....	28
3.1.1. Metodologia.....	33
3.2 Amostra	34
4. Resultados.....	36
4.1. Caraterização da Amostra	36
4.2. Análise Univariada	39
4.3. Resultados das regressões	46
5. Conclusão	51
Bibliografia.....	53
Anexos.....	59

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução anual das medidas de endividamento contabilísticas (Valor médio)	37
Gráfico 2 - Evolução anual das medidas de endividamento a valores de mercado (Valor médio)	38

Lista de tabelas

Tabela 1 - Determinantes da Estrutura de Capital e sua Relação com o endividamento.....	16
Tabela 2 - Resumo dos estudos empíricos sobre a relação entre estrutura de capital e <i>corporate governance</i>	27
Tabela 3 - Variáveis do estudo.....	31
Tabela 4- Caracterização Amostra (Variável Setor e País)	36
Tabela 5- Estatísticas Descritivas	40
Tabela 6 - Correlação.....	44
Tabela 7 - Tabela de resultados	46
Tabela A 1 - Lista de Empresas consideradas	59
Tabela A 2 - Teste de Normalidade	60
Tabela A 3 - Análise Multicolinearidade (VIF).....	60

Lista de siglas e acrónimos

CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> (Diretor Executivo)
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
EA	Efeitos Aleatórios
EF	Efeitos Fixos
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance</i> (Ambiental, social e de governação)
GMM	Método Generalizado dos Momentos
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
Kd	Custo da dívida
Ke	Custo Capital Próprio
PIB	Produto Interno Bruto
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OLS	<i>Ordinary least squares</i> (Mínimos Quadrados Ordinários)
ROC	Revisor Oficial de Contas
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i> (Fator de inflação e variância)
VI	Valor Empresa Alavancada
Vu	Valor Empresa Não Alavancada
WACC	Custo Médio Ponderado Capital

1. Introdução

O conceito de *corporate governance* foi introduzido em 1970 e refere-se ao sistema organizado de regras, atividades e procedimentos pelos quais uma empresa é governada e gerida. Este sistema procura delegar os deveres e poderes dos intervenientes (acionistas, gestores e conselhos de administração), sendo fundamental para a gestão das empresas (Kathayat et al., 2024). Quando são adotadas boas práticas de *corporate governance*, as empresas podem reduzir a assimetria de informação entre gestores e acionistas, o que minimiza os conflitos de agência e aumenta a transparência nas decisões (Javaid et al., 2023; Jensen & Meckling, 1976). Isto fortalece a confiança dos investidores e facilita o acesso a fontes de financiamento mais favoráveis, o que poderá conduzir a uma estrutura de capital ótima (Ahmed et al., 2023; Farooq et al., 2024). Entende-se por estrutura de capital ótima o mix de financiamento que maximiza o valor da empresa, minimiza os seus riscos financeiros e melhora a sua posição competitiva no mercado (Candy & Quinn, 2023).

A escolha entre capital próprio e capital alheio não é indiferente, pois por um lado o aumento da dívida aumenta o risco financeiro da empresa, mas por outro o aumento de capital próprio pode diluir os lucros por ação (Kathayat et al., 2024). Assim, a *corporate governance* desempenha um papel fundamental na definição da estrutura de capital, ao procurar simultaneamente minimizar o custo do capital e aumentar o interesse dos acionistas, promovendo a transparência e responsabilidade e procurando o equilíbrio de poder nas organizações (Ahmed et al., 2023).

Embora os temas da estrutura de capital e da *corporate governance* sejam amplamente estudados na literatura financeira (Gomez-Gonzalez et al., 2022; Lisboa et al., 2020), existe ainda um reduzido número de estudos que analisam a interação entre ambos (Ahmed et al., 2023; Nguyen et al., 2022; Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023). O objetivo deste estudo é explorar a relação entre a estrutura de capital e os mecanismos de *corporate governance*, procurando compreender de que forma a adoção de boas práticas de governação influenciam as decisões de endividamento das empresas cotadas num mercado específico. Para tal, será analisada uma amostra composta por empresas cotadas nos mercados acionistas de Portugal e Espanha, no período compreendido entre 2014 e 2023 considerando múltiplas *proxies* de endividamento (total, de curto, médio e longo prazo, e crédito comercial), mensuradas tanto por valores contabilísticos como por valores de mercado, e diversos

mecanismos de *corporate governance* (dimensão, independência e diversidade de género do conselho de administração, dualidade do CEO e existência de conselho de auditoria). Para alcançar este objetivo, recorreremos a modelos de dados em painel, estimados através de efeitos fixos e efeitos aleatórios, selecionados com base nos testes de especificação adequados (F-test, Breusch-Pagan e Hausman).

A maioria dos estudos analisados concentram-se em mercados desenvolvidos de maior dimensão, como os Estados Unidos, Reino Unido ou Alemanha (Hromei et al., 2021; Palmieri et al., 2024). Em economias emergentes e de menor dimensão, os trabalhos existentes tendem a analisar apenas determinados mecanismos de governação, por norma os mais analisados são a dimensão do conselho, a independência e dualidade do CEO, a diversidade de género, ou então a recorrer a medidas únicas de endividamento (endividamento total medido por medidas contabilísticas) (Ahmed et al., 2023; Hromei et al., 2021; Ktit & Abu Khalaf, 2024; Silva, 2021). No caso ibérico, a evidência empírica ainda é limitada e frequentemente assente em períodos mais curtos ou em *proxies* de dívida mais restritas. Por exemplo, Ribeiro et al. (2014) e Silva (2021) analisaram apenas cinco anos e utilizaram apenas o endividamento total medido por valores contabilísticos. Já Teodósio et al. (2023) analisaram um período de dez anos, mas recorreram exclusivamente a medidas de mercado.

Assim, o presente trabalho distingue-se da literatura por considerar simultaneamente múltiplas *proxies* de endividamento (contabilísticas e de mercado), analisando um indicador de endividamento particularmente relevante para a amostra em estudo - crédito comercial. São utilizados vários mecanismos de *corporate governance*, incluindo a dimensão, a independência e a diversidade de género do conselho de administração, a existência de conselho de auditoria e a dualidade de funções do CEO, em conjunto com variáveis de controlo internas e macroeconómicas. Por fim, é analisado um período de dez anos, incluindo anos mais recentes.

Este trabalho está organizado em 5 capítulos. Após este primeiro capítulo, onde o tema e o objetivo do trabalho são apresentados, no capítulo 2 surge a revisão da literatura sobre a estrutura de capital, o *corporate governance* e a relação entre a estrutura de capital e *corporate governance*. No capítulo 3 apresenta-se a metodologia, nomeadamente a amostra selecionada, as variáveis e o procedimento utilizado para testar as hipóteses. No capítulo 4,

são apresentados e discutidos os resultados obtidos. Por fim, no capítulo 5, são apresentadas as conclusões, contributos, limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras.

2. Revisão da Literatura

O presente capítulo visa apresentar a revisão de literatura sobre a relação entre a estrutura de capital e *corporate governance*. Dessa forma encontra-se subdividido em três tópicos: estrutura de capital, onde é explicado o que é, as principais teorias que a explicam, como é medida e os principais determinantes; *corporate governance*, destacando as formas de mensuração; e a relação entre a estrutura de capital e *corporate governance*, com a apresentação dos principais resultados encontrados por estudos anteriores.

2.1. Estrutura de Capital

Apesar da vasta literatura sobre a estrutura de capital, esta continua a ser considerada um “puzzle” (Javaid et al., 2023) tanto pela diversidade de teorias sobre o tema (Leote, 2024) como pela dificuldade em identificar uma estrutura de capital ótima.

A estrutura de capital consiste essencialmente na combinação de fontes de financiamento utilizadas para financiar os ativos e as operações das empresas (Gomez-Gonzalez et al., 2022). Esta resulta do mix entre capital próprio e capital alheio (dívida) (Gomez-Gonzalez et al., 2022; Llobet-Dalmases et al. 2023), sendo essencialmente uma decisão estratégica da empresa (Javaid et al., 2023), uma vez que impacta diretamente o seu custo de capital, o risco financeiro e a rendibilidade (Kathayat et al., 2024).

Cada fonte de capital tem um custo associado e o objetivo da empresa é optar pela(s) fonte(s) que apresente(m) menor custo de modo a minimizar o valor do custo médio ponderado de capital - custo ponderado de cada fonte de financiamento (Fernando et al., 2021). Deste modo, um dos grandes objetivos dos gestores das empresas é encontrar um ponto ótimo entre a utilização da dívida e do capital próprio de modo a minimizar o custo médio ponderado de capital e a maximizar o valor total da empresa (Gomez-Gonzalez et al., 2022). A definição de uma estrutura de capital desadequada pode afetar negativamente o desempenho financeiro da empresa e o seu valor, podendo colocar em causa a sua sobrevivência (Candy & Quinn, 2023).

2.1.1. Teorias sobre Estrutura de Capital

Nos últimos anos surgiram um conjunto de teorias que têm por objetivo analisar a existência de uma estrutura de capital ótima.

Teoria Tradicional

A teoria tradicional, defendida por Durand (1952), sugere que o uso de dívida, como fonte de financiamento, pode aumentar o valor de uma empresa. O facto de os credores assumirem menos risco que os detentores de capital próprio faz com que o custo da dívida seja menor do que o custo do capital próprio. Esse facto torna o financiamento por dívida, em geral, mais vantajoso do que o financiamento por capital próprio. No entanto, esse benefício ocorre apenas até certo ponto, pois com o excesso de endividamento, o financiamento através da dívida provoca um aumento do risco financeiro (Durand, 1952). Deste modo, existe uma estrutura de capital ótima que corresponde ao ponto em que é possível minimizar o custo médio ponderado do capital e maximizar o valor da empresa.

Teoria de Modigliani e Miller (1958)

A teoria apresentada por Modigliani e Miller (1958) revolucionou o campo das finanças empresariais ao contrariar a ideia da estrutura de capital ótima. Os autores, assumindo um conjunto de pressupostos entre os quais: a existência de um mercado perfeito, a ausência de impostos, de custos de transação, de custos de falência e de custos de agência, e a inexistência de assimetria de informação, defendem que a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante para determinar o seu valor. De acordo com a teoria, as empresas com a mesma distribuição de fluxos de caixa futuros terão o mesmo valor de mercado, independentemente dos seus financiamentos (Vo, 2021).

Teoria de Modigliani e Miller (1963)

Mais tarde, Modigliani e Miller (1963) reviram a teoria proposta, tendo incluído o efeito fiscal decorrente do pagamento dos juros. Com esta inclusão, os autores mostraram que a dívida pode aumentar o valor da empresa ao reduzir a carga tributária (poupança fiscal), tornando o uso da dívida vantajoso. Segundo Modigliani e Miller (1963), o valor de uma empresa alavancada (V_I) é maior do que o valor de uma empresa não alavancada (V_U), pois o aumento da dívida leva a uma diminuição do custo médio ponderado de capital (weighted average cost of capital-WACC) uma vez que o custo da dívida (K_d) acaba por ser menor que o custo do capital próprio (K_e).

Teoria do *Trade-Off*

Embora a teoria de Modigliani e Miller (1963) mencionasse as vantagens do uso da dívida, não considerava os custos associados ao endividamento excessivo (Gomes & Pereira, 2014). Kraus e Litzenberger (1973) propuseram a *teoria do trade-off* que, além de considerar o benefício fiscal da dívida, tem em conta o custo de falência associado ao excesso de endividamento. Esta teoria sugere então que as empresas escolhem a sua estrutura de capital de forma a maximizar o seu valor, com base num equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência associados ao endividamento excessivo.

Teoria da agência

A teoria proposta por Kraus e Litzenberger (1973) trouxe um contributo para a literatura ao considerar os custos de falência, no entanto não considerava o impacto dos custos de agência. Jensen e Meckling (1976) propuseram a teoria da agência considerando os custos decorrentes dos conflitos de interesses que surgem entre gestores e acionistas e entre acionistas e credores. Estes conflitos, segundo os autores, ocorrem essencialmente quando os gestores colocam os seus interesses acima dos interesses dos acionistas e quando os acionistas investem em projetos mais arriscados para procurar maximizar o seu rendimento, que podem prejudicar os credores dado que podem comprometer o pagamento dos compromissos para com os mesmos.

Por um lado, a dívida atua como um mecanismo disciplinador para os gestores uma vez que obriga a empresa a realizar pagamentos regulares, o que reduz os recursos disponíveis para projetos de baixo rendimento ou decisões que não maximizem o valor para os acionistas. Assim, reduzem-se os conflitos de agência entre os gestores e acionistas. Por outro lado, o aumento da dívida pode gerar conflitos entre acionistas e credores, pois enquanto os acionistas, quando procuram maximizar a sua rentabilidade, podem optar por estratégias arriscadas e investimentos que ponham em causa o pagamento futuro da dívida e/ou reduzir os recursos disponíveis para maximizar o rendimento dos acionistas (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976).

Portanto, embora a dívida possa ser uma ferramenta eficaz para reduzir custos e disciplinar gestores, o seu uso deve ser equilibrado para evitar riscos excessivos e conflitos entre as partes interessadas.

Teoria *Pecking Order*

Myers e Majluf (1984), ao proporem a teoria do *pecking order*, introduziram a ideia de que as empresas seguem uma hierarquia específica ao escolherem as suas fontes de financiamento por causa dos problemas de assimetria de informação. A assimetria de informação acontece nomeadamente em determinadas situações em que algumas pessoas possuem informação privilegiada que outros não possuem (Sell & Reese, 2014). Assim, não há uma estrutura de capital ótima, apenas uma ordem preferencial, em que, inicialmente, as empresas optam por utilizar fontes internas, como os resultados retidos, para evitar custos associados a fontes de financiamento externas. Quando estes recursos se tornam insuficientes, as empresas recorrem ao uso da dívida (Vo, 2021) e, apenas em último caso, recorrem à emissão de ações, pois esta pode ser interpretada pelos investidores como um sinal de que os gestores acreditam que a empresa está sobrevalorizada o que poderá conduzir a um valor inferior ao novo capital da empresa (Gomez-Gonzalez et al., 2022). É de realçar que os gestores têm mais informações sobre o verdadeiro valor da empresa, o que reduz a confiança dos investidores, impactando negativamente o preço das ações (Viswanath, 1993).

Teoria do *Market Timing*

Baker e Wurgler (2002) apresentaram a teoria do *market timing* que defende que as empresas tomam decisões de financiamento com base nas condições de mercado, ou seja, não seguem uma estrutura de capital predefinida. Segundo os autores, as empresas emitem ações quando acreditam que as mesmas estão sobrevalorizadas, aproveitando o seu valor de mercado elevado para a diluição da participação dos acionistas. Em contrapartida, as empresas preferem recorrer à dívida quando as taxas de juros estão baixas, o que reduz o custo do capital (Baker & Wurgler, 2002). Dessa forma, as decisões de financiamento tornam-se oportunistas, refletindo uma estratégia que acumula escolhas feitas em momentos favoráveis do mercado. Ao definir a sua estrutura de capital, as empresas procuram maximizar seu valor de mercado, equilibrando o risco e o rendimento de forma eficaz.

2.1.2. Medidas da estrutura de capital

Como vimos anteriormente, a estrutura de capital de uma empresa refere-se à combinação de fontes de financiamento utilizadas para sustentar as suas operações. Compreender como essa estrutura de capital é representada através de indicadores financeiros é essencial para analisar o nível de endividamento e a sustentabilidade financeira da organização (Kieschnick

& Moussawi, 2018). Um dos pontos centrais no debate sobre as medidas de estrutura de capital é que tipo de dados utilizar: valor contabilístico ou valor de mercado (Mireku et al., 2014).

O valor contabilístico é frequentemente defendido como a melhor fonte de informação para a medida da estrutura de capital por dois motivos principais. Primeiro, em caso de insolvência, os ativos da empresa, por norma, são avaliados com base no seu valor contabilístico, pelo que esta medida se torna mais relevante para estimar o custo da falência. Além disso, os benefícios fiscais associados ao pagamento de juros da dívida não são afetados pelas flutuações do mercado pelo que são calculados com base nos valores contabilísticos. Em segundo, vários estudos indicam que os gestores tendem a tomar as suas decisões com base em valores contabilísticos, pois estes são geralmente mais estáveis no curto prazo e menos sujeitos a oscilações imediatas do mercado, refletindo as condições económicas com maior desfasamento temporal (Mireku et al., 2014). Em contrapartida, o valor de mercado reflete as expectativas dos investidores e as condições económicas. Diferente do valor contabilístico, que se baseia em registos históricos, o valor de mercado capta o potencial de crescimento e a geração de lucros futuros. No entanto, sua volatilidade pode dificultar a análise e, além disso, está disponível apenas para empresas cotadas em bolsa, o que limita sua aplicabilidade para empresas não cotadas (Mireku et al., 2014).

O endividamento total é uma das *proxies* mais comuns para medir a estrutura de capital de uma empresa. Pode ser calculado tanto com base em valores contabilísticos quanto em valores de mercado. Quando optamos pela abordagem com base nos valores contabilísticos, o endividamento total é obtido dividindo o valor do passivo pelo ativo total (Kieschnick & Moussawi, 2018). Por outro lado, o endividamento total com base em valores de mercado é calculado dividindo o valor do passivo total pelo valor do passivo adicionado pelo valor de mercado da empresa (Burgos, 2022).

Por vezes os autores consideram o tipo de maturidade da dívida, dado que esta oferece uma visão mais detalhada sobre a liquidez da empresa e os riscos financeiros associados (Demirgüç-Kunt et al., 2020). A dívida de curto prazo considera os passivos correntes, enquanto a dívida de médio e longo prazo considera os passivos não correntes, pelo que captam aspetos singulares. Empresas com uma elevada proporção de dívida de curto prazo podem estar mais vulneráveis a problemas de liquidez em momentos de crise financeira, enquanto aquelas com maior dependência de dívida de longo prazo podem ter mais tempo

para cumprir as suas obrigações, mas podem incorrer em custos financeiros mais elevados a longo prazo (Milbradt & Oehmke, 2015).

Ainda existem alguns autores que consideram casos específicos de dívida, como os financiamentos bancários e os créditos comerciais dado que esses tipos de passivos apresentam características e riscos distintos que impactam a liquidez e a estrutura financeira da empresa (Ahmed et al., 2023; Farooq et al., 2024). Os financiamentos bancários são uma fonte comum de crédito, tanto de curto como de longo prazo, e podem ser vantajosos dependendo das taxas de juros (Ahmed et al., 2023). No entanto, empresas muito dependentes de crédito bancário estão expostas a mudanças nas condições económicas, como alterações nas taxas de juros, o que pode afetar a sua estrutura de capital de maneira significativa (Kieschnick & Moussawi, 2018).

O crédito comercial, por sua vez, ocorre quando uma empresa obtém financiamento dos seus fornecedores, permitindo o pagamento diferido de bens e serviços (Bialek, 2016). Este influencia diretamente a liquidez da empresa, sendo uma forma comum de financiamento de curto prazo, especialmente em períodos de baixa liquidez. Apesar de ser uma fonte acessível, o uso excessivo pode criar uma rede de dependência financeira entre empresas e os seus fornecedores (Bialek, 2016; Kieschnick & Moussawi, 2018).

As diferentes medidas da estrutura de capital oferecem uma visão detalhada sobre a alavancagem e a flexibilidade financeira de uma empresa. A combinação de valores contabilísticos e de mercado, juntamente com a análise da dívida por maturidade e a consideração de casos específicos de financiamento, permite uma compreensão mais completa da estrutura financeira e dos riscos associados à alavancagem de uma empresa. A escolha das métricas deve depender dos objetivos da análise e do contexto económico em que a empresa está inserida (Kieschnick & Moussawi, 2018; Mireku et al., 2014).

2.1.3. Determinantes da estrutura de Capital

A estrutura de capital é uma das decisões financeiras mais relevantes para as empresas e tem sido objeto de grande interesse entre os investigadores. O objetivo das pesquisas tem sido compreender os fatores que influenciam as escolhas de financiamento e as razões pelas quais estas variam entre empresas, setores e contextos (Ahmed et al., 2023; Fernando et al., 2021).

Existem diversos determinantes que podem explicar a estrutura de capital das empresas. Os determinantes da estrutura de capital das empresas podem ser classificados em características específicas da empresa, como a estrutura do ativo, a dimensão, a idade, as oportunidades de crescimento, o risco, a rentabilidade e os benefícios fiscais não relacionados com a dívida (Fukui et al., 2023; Javaid et al., 2023; Leote, 2024). Para além destes fatores internos, as variáveis de natureza macroeconómica, como a taxa de juro, a inflação, o crescimento económico e a estabilidade política, também influenciam significativamente as decisões de financiamento, uma vez que afetam o custo do capital e a perceção de risco no mercado (Frank et al., 2009).

Estrutura do ativo

À medida que as organizações crescem e acumulam mais ativos fixos tangíveis, aumentam os seus recursos reais que podem ser utilizados como garantia em operações de crédito. Esta capacidade de oferecer garantias tangíveis reduz o risco de perda para os credores em caso de incumprimento, aumentando, assim, a credibilidade das empresas no mercado. Desta forma a empresa consegue negociar melhores condições de financiamento, aumentando o seu acesso a recursos externos e reduzindo o custo de capital (Ahmed et al., 2023; Ferrari et al., 2022; Frank et al., 2009; Sibindi, 2016). Esta relação positiva entre tangibilidade e endividamento está alinhada com a teoria do *trade-off*, proposta por Kraus & Litzenberger (1973), que sugere que empresas com mais ativos tangíveis tendem a ter níveis mais elevados de dívida.

A teoria de agência também sugere uma relação positiva entre tangibilidade e endividamento, uma vez que os ativos tangíveis ajudam a reduzir os conflitos de agência entre os acionistas e os gestores (Sibindi, 2016). Ao investirem em ativos fixos, a empresa recorre normalmente a dívida que impõe disciplina financeira e limita a escolha dos gestores (Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Sibindi (2016), empresas com uma maior tangibilidade tendem a ter menor assimetria de informação uma vez que os ativos tangíveis são mais fáceis de avaliar e os investidores podem ter uma visão mais clara da situação da empresa. Por outro lado, no contexto da teoria do *pecking order*, as empresas priorizam o autofinanciamento para financiar os seus investimentos. Caso estes não sejam suficientes, recorrem à dívida, que apresenta menor custo. Só em último caso é que recorrem à emissão de ações devido ao seu

custo elevado e ao potencial de diluir o poder dos acionistas (Frank et al., 2009). Neste contexto, empresas com mais ativos tangíveis têm maior facilidade em aceder à dívida quando os recursos internos não são suficientes, já que os credores enfrentam menor incerteza quanto à sua capacidade de reembolso, reforçando assim a lógica da hierarquia de financiamento.

Alguns autores sugerem que o impacto da tangibilidade dos ativos pode variar em função da maturidade da dívida. As empresas com maior tangibilidade tendem a preferir dívida de longo prazo, uma vez que utilizam os ativos como garantia, reduzindo o risco percebido pelos credores e facilitando o acesso a financiamentos de longo prazo (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2022). Já no caso da dívida de curto prazo, o impacto da tangibilidade é menos claro dado que este tipo de dívida pode estar associado a necessidades imediatas de liquidez do que à garantia oferecida pelos ativos tangíveis (Milbradt & Oehmke, 2015).

Dimensão da empresa

À medida que as empresas crescem e aumentam a sua dimensão é expectável que estas se tornem mais lucrativas e, como consequência, tenham maior fluxo de caixa livre o que reduz a sua dependência do financiamento externo (Frank et al., 2009). Assim, de acordo com a teoria do *pecking order*, as empresas de maior dimensão, por possuírem mais recursos internos, tendem a depender menos da dívida para se financiarem (Sibindi, 2016). Por outro lado, empresas de menor dimensão, enfrentam custos fixos relativamente elevados na emissão de ações, o que pode limitar o seu acesso ao mercado de capitais. Essas empresas tendem a recorrer mais frequentemente à dívida de curto prazo, uma vez que esta exige menos garantias e oferece acesso mais rápido ao capital. Esta preferência está alinhada com a teoria do *pecking order*, que sugere que as empresas priorizam fontes de financiamento menos onerosas e com menor complexidade, como a dívida de curto prazo, antes de recorrerem à emissão de ações (Ferrari et al., 2022; Sibindi, 2016).

Em oposição, a teoria do *trade-off* indica que as grandes empresas tendem a apresentar um maior rácio de endividamento uma vez que possuem uma maior capacidade de suportar os custos financeiros e um acesso facilitado ao crédito, uma vez que possuem menor risco percebido pelos credores e maior volume de garantias (Frank et al., 2009; Sibindi, 2016). Além disso, a maior previsibilidade dos fluxos de caixa em empresas grandes permite-lhes

tirar partido dos benefícios fiscais associados à dívida, otimizando a sua estrutura de capital (Ferrari et al., 2022).

Empresas de maior dimensão tendem a ter maior capacidade para obter financiamento externo devido à sua maior estabilidade, histórico e reputação no mercado (Sibindi, 2016). Esta vantagem reduz a assimetria de informação em relação aos credores, facilitando o acesso a recursos financeiros a custos mais baixos. Em contrapartida, empresas de menor dimensão enfrentam maiores barreiras no acesso a financiamento externo, resultando em custos de capital mais elevados e menor capacidade de endividamento (Candy & Quinn, 2023; Frank et al., 2009).

Idade

Sibindi (2016) refere que a idade da empresa é um dos determinantes mais importantes na determinação da estrutura de capital, embora não exista consenso sobre o seu impacto no endividamento das empresas. Segundo o autor, empresas mais antigas apresentam um histórico de pagamento das dívidas que, se for sólido, aumenta a sua reputação, contribuindo para aceder a empréstimos a taxas de juro mais reduzidas, o que incentiva ao uso de dívida. Este efeito está em linha com a teoria do *trade-off*, que sugere que empresas mais maduras, com menor risco de falência, conseguem obter dívida em condições mais favoráveis e tendem a equilibrar os benefícios fiscais da dívida com os custos de insolvência (Farooq et al., 2024; Javaid et al., 2023).

Do ponto de vista da teoria da agência, empresas mais antigas podem desenvolver mecanismos de controlo mais eficientes e relações estáveis com os credores, reduzindo os custos de monitorização e os conflitos entre gestores e financiadores, o que também favorece o uso de dívida (Frank et al., 2009; Jensen & Meckling, 1976).

Por outro lado, as empresas mais antigas e lucrativas geralmente possuem uma maior disponibilidade de recursos internos, levando-as a priorizar o autofinanciamento, evitando a dívida como prevê a teoria do *pecking order* (Frank et al., 2009; Sibindi, 2016).

Oportunidade de crescimento

As oportunidades de crescimento estão associadas à capacidade de uma empresa investir em novos projetos ou aumentar a sua produção (Ferrari et al., 2022). Empresas com elevado potencial de crescimento tendem a possuir uma maior proporção de ativos intangíveis e

projetos cujo valor está concentrado no futuro, sendo difíceis de avaliar ou recuperar em caso de falência. Esta característica aumenta o custo esperado de insolvência e o risco associado ao endividamento, (Frank et al., 2009; Javaid et al., 2023).

Neste contexto a teoria do *trade-off* sugere que empresas com muitas oportunidades de crescimento tendem a evitar elevados níveis de dívida, para mitigar o risco de falência e os custos associados. Espera-se, assim, uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e alavancagem (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2022).

Por outro lado, a teoria do *pecking order* prevê que as empresas em crescimento frequentemente enfrentam insuficiência de recursos internos para financiar os seus projetos de investimento, pelo que tendem a recorrer a dívida antes do financiamento via capitais próprios. Assim, segundo a teoria do *pecking order* espera-se uma relação positiva entre oportunidades de crescimento e alavancagem (Ahmed et al., 2023; Ferrari et al., 2022).

A relação entre oportunidades de crescimento e estrutura de capital pode ser explicada sob duas óticas da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976).

Por um lado, empresas com elevado potencial de crescimento podem usar a dívida como mecanismo de controlo dos gestores, reduzindo o risco de investimentos ineficientes. Assim, a dívida atua como disciplinadora ao limitar o excesso de caixa (Jensen, 1986). Neste contexto, espera-se uma relação positiva entre crescimento e endividamento. Ahmad & Khan (2023) confirmam essa visão, ao mostrar que mecanismos externos de governança, como a dívida, limitam decisões de gestão oportunistas.

No entanto, essas mesmas empresas, por possuírem mais ativos intangíveis e maior incerteza sobre os projetos futuros, podem enfrentar maiores custos de agência com os credores, que temem risco moral ou subinvestimento. Para evitar isso, as empresas tendem a manter níveis mais baixos de alavancagem, preservando a flexibilidade financeira (Akwaa-Sekyi et al., 2024; Javaid et al., 2023). Nesse caso, a relação entre crescimento e dívida é negativa.

Ou seja, de acordo com a teoria da agência, a relação entre oportunidades de crescimento e estrutura de capital pode ser positiva ou negativa, dependendo de qual tipo de conflito (acionistas vs. gestores ou acionistas vs. credores) é mais relevante para a empresa.

Risco

O risco corresponde à volatilidade dos fluxos de caixa ou das perspectivas de lucro de uma empresa (Sibindi, 2016). Ferrari et al. (2022) afirmam que quanto maior for o risco da empresa, maior será a sua dificuldade em honrar os compromissos assumidos, uma vez que mais altos são os custos dos financiamentos aplicados pelos credores tornando o acesso a novos financiamentos mais difícil.

A teoria do *trade-off* sugere uma relação negativa entre o risco e o endividamento, afirmando que empresas com fluxos de caixa voláteis tem maior dificuldade em obter financiamento, pois isso pode resultar em dificuldades financeiras e risco de falência (Ferrari et al., 2022; Javaid et al., 2023). Também a teoria da agência defende a relação negativa entre o risco e o endividamento uma vez que, em empresas com elevado risco, os custos de agência da dívida aumentam, o que leva a uma menor preferência pelo financiamento externo (Farooq et al., 2024; Frank et al., 2009).

No entanto, a teoria do *pecking order* prevê uma relação positiva entre o endividamento e o risco, pois as empresas mais arriscadas, com fluxos de caixa mais voláteis, podem ser forçadas a procurar um financiamento externo por terem menos recursos internos disponíveis (Sibindi, 2016).

Rendibilidade

A teoria do *pecking order* sugere que as empresas mais rentáveis têm mais *cash flows* disponíveis e logo maior capacidade de autofinanciamento, o que sugere uma relação negativa entre a rendibilidade e o endividamento (Alabdulkarim, 2023; Sibindi, 2016).

Contrariamente, a teoria do *trade-off* e a teoria da agência preveem uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento (Farooq et al., 2024; Ferrari et al., 2022). No caso da teoria do *trade-off*, empresas mais rentáveis têm maior capacidade de suportar a dívida e beneficiar da poupança fiscal, maximizando o seu valor (Alabdulkarim, 2023; Ferrari et al., 2022). Já segundo a teoria da agência, a utilização de dívida em empresas rentáveis pode funcionar como um mecanismo de disciplina financeira, contrariando a preferência por capital próprio ao limitar o potencial uso ineficiente do fluxo de caixa por parte da gestão (Ferrari et al., 2022; Sibindi, 2016).

Tax Shield

A carga fiscal tem um papel importante na definição da estrutura de capital das empresas. A teoria do *trade-off* prevê uma relação positiva entre alavancagem, endividamento e a taxa de imposto efetiva, já que os juros pagos sobre a dívida são dedutíveis fiscalmente. Este efeito, conhecido como *tax shield* da dívida, contribui para reduzir a fatura fiscal da empresa e, assim, maximizar o valor da empresa (Frank et al., 2009; Sibindi, 2016).

De acordo com a teoria do *pecking order*, as empresas preferem financiar-se internamente. Quando a taxa de imposto efetiva é elevada, o resultado líquido disponível após impostos é menor, o que reduz o autofinanciamento. Assim, para continuar a investir, as empresas recorrem à dívida antes da emissão de ações, estabelecendo uma relação positiva entre a taxa de imposto e o endividamento (Frank et al., 2009).

Complementarmente, a teoria da agência acrescenta uma perspetiva comportamental. Segundo Jensen (1986), o uso da dívida pode atuar como mecanismo disciplinador da gestão. Ao obrigar a empresa a cumprir pagamentos regulares, a alavancagem reduz o excesso de caixa livre e limita decisões oportunistas por parte dos gestores, promovendo uma utilização mais eficiente dos recursos. Neste sentido, uma maior taxa de imposto pode reforçar o incentivo à alavancagem, dado que os juros da dívida reduzem a base tributável, reforçando tanto o controlo sobre os gestores como os benefícios fiscais (Frank et al., 2009; Sibindi, 2016).

Non-debt tax Shield

Para além do tax shield associado ao endividamento, as empresas podem usufruir de outras fontes de dedução fiscal, como depreciações ou amortizações, designadas como *non-debt tax shields*, que também podem reduzir a base tributável, diminuindo o incentivo ao uso de dívida. Quando estas deduções são significativas, a empresa pode ter menos necessidade de contrair dívida para beneficiar de vantagens fiscais (Javaid et al., 2023).

Na perspetiva da teoria do *trade-off*, os *non-debt tax shields* atuam como substitutos do benefício fiscal da dívida. Empresas com elevados níveis de amortizações e depreciações obtêm poupanças fiscais que reduzem o incentivo adicional ao recurso à dívida, enfraquecendo a relação entre endividamento e carga fiscal (Sibindi, 2016).

Segundo a teoria do *pecking order*, estas deduções aumentam o resultado líquido disponível após impostos, permitindo maior autofinanciamento. Assim, empresas com elevados *non-debt tax shields* podem adiar ou evitar o recurso a financiamento externo, mantendo a hierarquia preferencial de financiamento (Frank et al., 2009).

Já na teoria da agência, a existência de deduções fiscais alternativas pode reduzir a pressão para usar dívida como mecanismo disciplinador, o que pode, por outro lado, deixar maior margem a decisões ineficientes por parte dos gestores (Jensen, 1986).

Apesar das divergências e das diversas perspetivas apresentadas na literatura em relação a estes determinantes, as decisões de estrutura de capital não são específicas e podem variar consoante as características e circunstâncias específicas das empresas. Na Tabela 1 encontra-se sintetizada a relação teórica entre os principais determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento das empresas, conforme as diferentes abordagens explicativas presentes na literatura.

Tabela 1 - Determinantes da Estrutura de Capital e sua Relação com o endividamento

Determinantes	Estrutura do ativo	Dimensão da empresa	Idade	Oportunidades de crescimento	Risco	Rendibilidade	Tax Shield	Non-debt tax Shield
<i>Pecking Order</i>	Negativa	Negativa	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa	Positiva	Negativa
<i>Trade-off</i>	Positiva	Positiva	Positiva	Negativa	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa
Teoria da agência	Positiva	Positiva	Positiva	Positiva/Negativa	Negativa	Positiva	Positiva	Negativa

2.2. *Corporate Governance*

Segundo a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económicos (OCDE), cujas diretrizes são também seguidas em Portugal, o *corporate governance* é o sistema através do qual as empresas são dirigidas e controladas, definindo a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa (Rita & Antas, 2016). Para o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) o governo das sociedades é “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas, tendo em vista a criação de valor sustentável a longo prazo” (IPCG, 2020). Javaid et al. (2023) definem como um sistema estruturado de regras, mecanismos, processos, responsabilidades e obrigações que garantem a boa gestão das empresas.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) promove que as práticas de governação sejam baseadas no princípio “*comply or explain*”, exigindo que as empresas justifiquem eventuais desvios às recomendações do Código de Governo das Sociedades (Rita & Antas, 2016). O Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, por sua vez, sublinha a importância da transparência, responsabilização e equidade no funcionamento das empresas, salientando que a boa governação é um fator crítico para a estabilidade e o crescimento económico (IPCG, 2006).

Os sistemas de *corporate governance* são concebidos com o intuito de reduzir o conflito de interesses entre gestores e acionistas e garantir a proteção dos interesses dos acionistas (Javaid et al., 2023; Kathayat et al., 2024). Quando bem implementados, estes mecanismos permitem aos acionistas exercer controlo sobre as decisões estratégicas dos gestores, garantindo uma gestão eficiente da empresa e minimizando os riscos e perdas (Bonacina et al., 2014). Adicionalmente, contribuem para reduzir a assimetria de informação entre gestores e acionistas (Javaid et al., 2023), promovendo transparência, gestão eficaz e cumprimento dos requisitos regulamentares (Ahmed et al., 2023). Para além destes benefícios, quando os mecanismos de *corporate governance* estão bem organizados e implementados é expectável uma redução do custo de capital dada a redução dos custos de agência associada à transparência e gestão eficaz que diminui a incerteza dos investidores (Javaid et al., 2023).

Embora a *corporate governance* seja um conceito amplo, a sua efetividade depende diretamente da implementação de mecanismos específicos que garantam a sua aplicação na prática (Vaz, 2019). Assim, torna-se crucial analisar os mecanismos que moldam a *corporate governance* e influenciam as decisões estratégicas das empresas.

2.2.1. Mecanismos de *Corporate Governance*

Os mecanismos de *corporate governance* são fundamentais para garantir que as empresas atuem de forma ética e transparente, equilibrando os interesses dos acionistas e das partes impactadas pelas suas atividades. Estes funcionam como instrumentos centrais no processo de monitorização da gestão, promovendo a responsabilidade e a integridade nas decisões das empresas (Almasria, 2022).

A *corporate governance* é um sistema complexo sustentado por diferentes elementos, como a dimensão e a composição do conselho de administração, as disposições legais e estatutárias, a transparência dos relatórios financeiros, a ética empresarial, os mecanismos de supervisão e a eficiência dos gestores (Kieschnick e Moussawi, 2018; Kathayat et al., 2024).

Esses elementos que foram identificados anteriormente, evidenciam a complexidade e abrangência do sistema de *corporate governance*, que é sustentado por diferentes mecanismos que atuam em conjunto para garantir o funcionamento eficaz das organizações. Assim, os mecanismos de *corporate governance* podem ser classificados em dois tipos: o interno e o externo, que desempenham papéis complementares no monitoramento das atividades empresariais e na garantia da qualidade da estrutura de *corporate governance* (Almasria, 2022).

Os mecanismos internos são estruturas essenciais que supervisionam e controlam as operações dentro da organização. Esses mecanismos não impactam apenas a qualidade da gestão, mas também influenciam a eficácia da auditoria externa, assegurando que as práticas empresariais estejam em conformidade com as melhores práticas de governança e as exigências regulamentares (Vaz, 2019). Por sua vez os mecanismos externos são essencialmente normativos e abrangem regulamentações e leis aplicáveis às empresas (Kyere & Ausloos, 2021). Estes atuam de forma independente para avaliar a qualidade das informações financeiras, assegurando a transparência e confiabilidade dos relatórios, o que contribui para o fortalecimento do sistema de *corporate governance*.

São consideradas ferramentas do **mecanismo interno** o controle de gestão, a composição do conselho de administradores, a estrutura acionista e o sistema de remuneração dos gestores.

O controle de gestão refere-se ao conjunto de práticas que asseguram a monitorização eficaz das operações e a responsabilização da gestão. Este pode ser analisado com base na existência de auditorias internas, na frequência das reuniões do conselho de administração e na presença de comissões especializadas (Silva, 2022). As auditorias internas, por exemplo, são essenciais para identificar riscos operacionais e assegurar o cumprimento das normas internas, enquanto as comissões especializadas contribuem para decisões mais técnicas e independentes (Javaid et al., 2023). Estes elementos permitem compreender de que forma a

tomada de decisão está estruturada e supervisionada dentro da organização. A frequência das reuniões do conselho de administração é um indicador fundamental da atividade da empresa e do envolvimento na supervisão da gestão, pois reuniões regulares proporcionam uma supervisão mais efetiva e oportuna das decisões empresariais (Silva, 2022).

Relativamente à composição do conselho de administradores, interessa entender a sua diversidade, dimensão e independência, por exemplo. Existe separação entre as funções de CEO e presidente do conselho de administração? Qual a proporção de administradores não executivos? Estas questões são importantes porque influenciam diretamente a independência do conselho e a sua capacidade de supervisionar eficazmente a gestão (Vaz, 2019). É de realçar que o conselho de administração é responsável por supervisionar a gestão, garantir a tomada de decisões estratégicas e representar os interesses dos acionistas.

Relativamente à diversidade no conselho, este abrange o género, experiências profissionais e competências variadas. Contribui para um debate mais rico e decisões mais equilibradas, refletindo diferentes perspetivas e reduzindo o risco de pensamento homogéneo (Ferrari et al., 2022). A dimensão do conselho também é um fator relevante, um conselho demasiado pequeno pode carecer de representatividade e especialização, enquanto um conselho excessivamente grande pode sofrer de dificuldades na coordenação e comunicação, prejudicando a agilidade e a eficácia na supervisão (Kyeré & Ausloos, 2021).

Assim, a composição do conselho deve ser equilibrada para assegurar uma governança eficaz que suporte a sustentabilidade e o crescimento da empresa. A sua eficácia está, portanto, intrinsecamente ligada à forma como está estruturado (Ferrari et al., 2022; Kyere & Ausloos, 2021).

A estrutura acionista, nomeadamente no que concerne à concentração de propriedade, tipologia de investidores (institucionais, ou outros) e participação dos gestores na propriedade, permite entender o grau de controlo, monitorização e supervisão dos gestores (Vaz, 2019; Ferrari et al., 2022; Kathayat et al., 2024).

O sistema de remuneração dos gestores é um mecanismo interno essencial da governança corporativa, pois alinha os interesses dos gestores aos objetivos da empresa, incentivando uma gestão responsável e orientada para resultados (Vaz, 2019). Esse sistema pode incluir remuneração fixa, bónus variáveis e incentivos de longo prazo, como participação acionista

e opções de ações, garantindo que as decisões dos administradores priorizem o crescimento sustentável da empresa, em vez de ganhos imediatos (Lisboa et al., 2020).

Quanto aos **mecanismos externos** o interesse pela boa gestão nas empresas vai além dos envolvidos diretos, como o proprietário e o gestor, impactando também a economia e a sociedade. Por isso, os governos, através de um sistema legal, têm o dever de garantir a harmonia na gestão das empresas, minimizando riscos e fiscalizando práticas prejudiciais (Almasria, 2022; Kathayat et al., 2024). Como ferramentas externas existem: legislação e regulamentação, órgãos reguladores, auditoria externa independente, mercado de capitais e mecanismos de fiscalização pública, que atuam para garantir a transparência, a conformidade legal e a proteção dos investidores (Almasria, 2022; Vaz, 2019).

O mecanismo de legislação e regulamentação no *Corporate Governance* estabelece normas que orientam a atuação dos gestores, visando proteger os direitos dos envolvidos e assegurar o cumprimento da lei. Além de definir a estrutura da empresa, como conselhos administrativos e fiscais, essa ferramenta também prevê sanções em casos de não cumprimento, com foco não apenas no caráter punitivo, mas também em encorajar comportamentos adequados (Kyere & Ausloos, 2021).

O controlo externo envolve a supervisão de mercados, como o de capitais e o laboral. A baixa performance dos gestores pode resultar em aquisições externas e demissões, afetando a sua reputação e incentivando-os a alinhar suas ações com os interesses dos acionistas.

O mercado de capitais, por sua vez, disciplina os gestores ao expor as empresas a recomendações de analistas e investidores (Ferrari et al., 2022; N. M. e Silva, 2022).

2.2.2. Sistemas e Modelos de *Corporate Governance*

Existem dois sistemas principais no *corporate governance* são eles o sistema anglo-saxónico, que se baseia em características de países como os Estados Unidos da América e Reino Unido, e o sistema continental que assenta em características da Europa Continental e Japão (Antas, 2016). Cada sistema apresenta características específicas refletidas nos modelos de governança adotados pelas empresas.

O **sistema anglo-saxónico** tem como principal objetivo alinhar os interesses dos gestores e acionistas, promovendo uma governança baseada na transparência e na ampla divulgação de

informações ao mercado de capitais (Ahmed et al., 2023; Silva, 2022). Este sistema caracteriza-se por uma estrutura de propriedade dispersa, onde o capital da empresa está dividido entre um grande número de acionistas minoritários. Como consequência, o poder de decisão individual dos acionistas é reduzido (Gomez-Gonzalez et al., 2022).

Este modelo é composto por três órgãos: a Assembleia Geral, o Fiscal Único e o Conselho de Administração (Antas, 2016). O Conselho de Administração tem como principal responsabilidade a gestão da empresa, com ampla autonomia e responsabilidade na tomada de decisões estratégicas (Antas, 2016; Silva, 2022). Este é composto por dois tipos de membros os administradores internos (*insiders*), que geralmente construíram as suas carreiras dentro da empresa, e administradores externos (*outsiders*), que não possuem vínculos diretos com a organização, mas garantem uma fiscalização independente (Silva, 2022). Os *outsiders* por norma são responsáveis por funções essenciais como auditoria, definição de remuneração, nomeação ou demissão de executivos (Javaid et al., 2023). O sistema de remuneração dos administradores é um elemento distintivo, que varia em função dos resultados, da valorização da empresa na bolsa de valores, o que incentiva a maximização do valor para os acionistas (Vaz, 2019).

A fiscalização é exercida pela Comissão de Auditoria e a auditoria das contas da empresa é efetuada pelo Revisor Oficial de Contas (ROC). A principal vantagem deste modelo está associada à facilidade de obter informação para o órgão fiscalizador, sendo o principal elemento diferenciador em relação ao modelo latino a existência de uma Comissão de Auditoria (Almasria, 2022; Antas, 2016).

Por outro lado, o **sistema continental** caracteriza-se por uma estrutura de propriedade concentrada, onde grandes acionistas – como famílias, bancos ou o próprio Estado – detêm o controlo maioritário das empresas. Essa concentração acionista permite que esses acionistas controladores exerçam influência direta na gestão e nas decisões estratégicas (Vaz, 2019; Kathayat et al., 2024), mas limitam o direito de voto dos acionistas minoritários.

As empresas que adotam o sistema continental tendem a depender menos do mercado de capitais e mais do financiamento bancário. Isto ocorre porque, historicamente, o sistema financeiro nesses países é mais orientado para relações de longo prazo entre bancos e empresas, o que favorece o financiamento bancário estável e direto, em contraste com a dispersão acionaria do sistema anglo-saxónico (Kathayat et al., 2024). Os bancos, além de

atuarem como credores, exercem uma forte influência sobre as decisões corporativas, participando como acionistas e conselheiros estratégicos (Antas, 2016).

Os conselhos de administração são frequentemente dominados por gestores de topo, o que pode comprometer a independência dos processos de decisão e limitar o fluxo de informação dentro da empresa, reduzindo a transparência (Teodósio et al., 2023).

Este sistema pode dividir-se em dois submodelos: monista e dualista (Silva, 2022). O modelo monista adota uma estrutura mais simplificada, na qual a empresa tem apenas um órgão de administração, o Conselho de Administração, que acumula as funções de gestão e supervisão. Este modelo separa as funções de gestão estratégica e operacional é feita dentro do próprio conselho, com a criação de um conselho restrito de administradores executivos (Silva, 2022). Neste contexto, a gestão quotidiana da empresa é delegada a uma comissão executiva dentro do CA, composta por administradores a tempo integral que têm a responsabilidade de gerir as operações diárias, enquanto o CA supervisiona a implementação da estratégia e as grandes decisões empresariais. A principal vantagem desse modelo é a sua simplicidade e a rapidez na tomada de decisões, já que as funções de gestão e supervisão estão centralizadas em um único órgão. Contudo, a falta de uma clara separação de responsabilidades pode gerar riscos de conflitos de interesse ou da dominação do conselho por gestores (Vaz, 2019).

Por outro lado, o modelo dualista, caracteriza-se pela existência de dois órgãos distintos e com responsabilidades complementares dentro da governança da empresa. O primeiro órgão é o Conselho de Administração, responsável pela supervisão estratégica e pela fiscalização das atividades da empresa. O segundo órgão é o Conselho de Supervisão ou Conselho Geral, que atua na fiscalização direta da gestão executiva da empresa (Vaz, 2019). Esse modelo é adotado por países como Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça, e promove uma clara separação entre os poderes de gestão e de controlo (Silva, 2022). A assembleia geral de acionistas desempenha papel fundamental ao reunir-se periodicamente para avaliar o desempenho dos dois conselhos e garantir o alinhamento dos interesses dos gestores com os dos acionistas. Essa estrutura intermediária facilita a fiscalização das atividades executivas, promovendo um controlo mais eficaz (Ahmed et al., 2023; Pahala et al., 2025).

2.3. Relação entre estrutura de capital e *corporate governance*

O *corporate governance* é frequentemente entendido como um mecanismo fundamental para assegurar que as decisões empresariais sejam tomadas de forma transparente e equilibrada, alinhando os interesses dos acionistas e gestores (Ahmad & Khan, 2023). Deste modo, os mecanismos de governança corporativa influenciam diretamente a definição de estrutura de capital da empresa, uma vez que decisões sobre o mix de financiamento dependem da qualidade dos mecanismos de supervisão, transparência e alinhamento de incentivos dentro da organização (Ahmed et al., 2023).

A literatura que investiga a interação entre a estrutura de capital e os mecanismos de *corporate governance* reflete a preocupação com a gestão eficiente dos recursos e a maximização do valor para os acionistas. Mecanismos eficazes de governança corporativa podem mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas, influenciando decisões ao nível do endividamento, formas de financiamento e distribuição de lucros (Vaz, 2019). Além disso, a estrutura acionista e os sistemas de monitorização impactam diretamente a forma como as empresas definem a sua estrutura de capital, nomeadamente o equilíbrio entre dívida e capital próprio (Ahmed et al., 2023; Javaid et al., 2023). Esta definição visa ajustar o nível de risco e rendibilidade para otimizar o valor da empresa (Ferrari et al., 2022; Lisboa et al., 2020).

No entanto, as evidências empíricas do impacto dos mecanismos de *corporate governance* na estrutura de capital das empresas não são unânimes. Alguns autores defendem que melhores práticas de governança corporativa, como conselhos de administração independentes, existência de uma comissão de auditoria e a separação entre os cargos de CEO e presidente do conselho de administração reduzem a necessidade de endividamento (Nguyen et al., 2022). Estes mecanismos, ao reduzirem os conflitos de agência entre gestores e acionistas, diminuem a necessidade de utilizar a dívida como ferramenta disciplinadora (Nguyen et al., 2022; Ribeiro et al., 2014; Silva, 2021; Teodósio et al., 2023). Contudo, outros autores argumentam que um conselho de administração eficaz pode, na verdade, incentivar um maior nível de dívida para disciplinar os gestores e alinhar os interesses com os acionistas (Jensen, 1986), especialmente em ambientes institucionais menos desenvolvidos, onde a supervisão externa é limitada (Ktit & Abu Khalaf, 2024).

A teoria da agência suporta ambas as interpretações, podendo depender do contexto regulatório, do setor e das características específicas das empresas analisadas (Ahmad & Khan, 2023). De facto, Nguyen et al. (2022), ao analisarem cerca de 1.800 empresas de mercados desenvolvidos e emergentes entre 2007 e 2019, verificaram que em países com elevada qualidade institucional, ou seja, países com sistemas legais eficazes, proteção dos direitos dos acionistas e alta transparência, a necessidade de recorrer a mecanismos internos de governança para disciplinar os gestores diminui, uma vez que a própria qualidade do ambiente institucional assegura, externamente, o controlo e a mitigação dos problemas de agência.

A maioria dos estudos tem encontrado uma relação negativa ou mista, dependendo do tipo de *proxies* de *corporate governance* utilizados. Ribeiro et al. (2014) analisaram empresas cotadas nos índices bolsistas de Portugal e Espanha, considerando fatores como independência do conselho de administração, diversidade, presença de comité de auditoria e estrutura acionista. O estudo encontrou uma relação negativa entre os mecanismos de *corporate governance* e o endividamento, sugerindo que mecanismos mais robustos de controlo e supervisão reduzem a dependência de capital alheio. Teodósio et al. (2023) estudaram empresas portuguesas cotadas no período de 2010 a 2020, com foco na diversidade de género no conselho de administração, na independência dos seus membros e na dimensão do conselho. Os resultados apontam para uma relação negativa entre a diversidade e a independência do conselho e os níveis de endividamento, enquanto a maior dimensão dos conselhos parecem comprometer a eficácia das decisões estratégicas. O estudo destaca a importância de conselhos equilibrados e diversos como mecanismo de contenção de risco financeiro e melhoria da estrutura de capital.

Outros estudos chegam a conclusões mistas. Hromei et al. (2021) analisou empresas cotadas de Itália, França e Alemanha, entre 2010 e 2019, e concluiu que a dimensão do conselho de administração está positivamente associada à alavancagem financeira, sugerindo que conselhos maiores promovem um maior recurso à dívida, possivelmente por oferecerem maior capacidade de supervisão e gestão de riscos. Em contrapartida, a dualidade de funções entre CEO e presidente do conselho de administração apresentou uma relação negativa com a alavancagem, sugerindo que a concentração de poder pode levar a decisões mais conservadoras em termos de financiamento externo.

Silva (2021) focou-se em empresas portuguesas não cotadas entre 2015 e 2019, analisando a influência da independência do conselho de administração e da concentração acionista na estrutura de capital. Verificou-se uma relação negativa entre a independência do conselho e o endividamento, e uma relação positiva entre a concentração acionista e a utilização de dívida. O estudo sublinha a importância do perfil dos acionistas e da autonomia dos órgãos de gestão na definição das políticas de financiamento empresarial.

Ahmed et al. (2023), ao analisarem 42 empresas europeias entre 2010 e 2020, verificaram que, enquanto conselhos de administração maiores e a existência de comité de auditoria estão associados a níveis mais elevados de endividamento, o número de reuniões do conselho de administração e o aumento da remuneração dos administradores influenciam negativamente o recurso à dívida. Estes resultados sugerem que práticas mais ativas de supervisão e controlo podem ter efeitos diferenciados conforme o mecanismo específico adotado, influenciando a disciplina financeira das empresas.

Existem ainda estudos que analisam indiretamente a relação entre a estrutura de capital e os mecanismos de *corporate governance*. Ktit e Abu Khalaf (2024), ao analisarem uma amostra de 450 empresas não financeiras cotadas em dez países europeus (Alemanha, França, Luxemburgo, Itália, Áustria, Finlândia, Dinamarca, Portugal, Países Baixos e Suíça), no período de 2014 a 2023, encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho em ESG (*Environmental, Social, and Governance*), especialmente nos indicadores de governação, e os níveis de endividamento. Isto sugere que empresas com melhores práticas de governação corporativa são percebidas como menos arriscadas pelos credores, o que lhes permite aceder a financiamento externo em condições mais vantajosas, resultando num maior recurso à dívida.

Palmieri et al. (2024) estudaram 176 empresas cotadas em bolsas europeias, entre 2010 e 2022 e verificaram que conselhos de administração com maior independência, diversidade e separação de funções entre CEO e presidente, estão associados à redução do custo do endividamento, especialmente em fontes de financiamento não tradicionais, como a emissão de obrigações ou instrumentos de dívida fora do sistema bancário tradicional. Estas estruturas de governança fortalecem a perceção de fiabilidade por parte dos credores, permitindo às empresas aceder a financiamento externo em condições mais vantajosas e com menor custo de capital.

A relação entre a estrutura de capital e o *corporate governance* é complexa e multifacetada, dependendo de múltiplos fatores internos à empresa e do contexto institucional em que ela opera. As diferenças nos resultados dos estudos analisados reforçam a necessidade de considerar as especificidades de cada ambiente económico e regulatório na análise desta interação. Na Tabela 2 encontram-se resumidos os estudos sobre a relação entre mecanismos de *corporate governance* e estrutura de capital analisados, evidenciando as metodologias, amostras e resultados.

Tabela 2 - Resumo dos estudos empíricos sobre a relação entre estrutura de capital e *corporate governance*

Estudo	Amostra	Metodologia	Medidas de Endividamento	Medidas de <i>Corporate Governance</i>	Variáveis de Controlo
Painel A: Relação Negativa					
Nguyen et al. (2022)	3.460 empresas em mercados desenvolvidos e emergentes (2004–2014)	Modelos dinâmicos (GMM)	Dívida total/Ativo; Dívida total/valor de mercado dos ativos totais	Índice composto CGSCORE (analisa 54 indicadores), qualidade institucional nacional	Estrutura acionista, tangibilidade, crescimento, rendibilidade dos ativos, dimensão
Ribeiro et al. (2014)	55 empresas cotadas em Portugal e Espanha (2009-2013)	Dados em painel (efeitos fixos)	Dívida total/Ativo; Dívida total/capital próprio	Dimensão do conselho, Independência do conselho, diversidade de género, conselho de auditoria, número reuniões, dualidade CEO	Dimensão, idade da empresa, setor
Teodósio et al. (2023)	36 empresas portuguesas cotadas (2010–2019)	Dados em painel (efeitos fixos)	Dívida total/Ativo, Dívida longo prazo/Ativo, Dívida curto prazo/Ativo, Dívida financeira/Ativo	Diversidade de género (% mulheres no conselho, CEO mulher, Mulheres executivas, Mulheres independentes), dualidade CEO, independência do conselho	Rendibilidade dos ativos, tangibilidade, dimensão, idade,
Painel B: Relação Mista					
Hromei et al. (2021)	1.422 empresas cotadas na Itália, França e Alemanha (2010–2019)	Dados em painel (efeitos fixos)	Dívida total/Ativo	Dimensão do conselho, dualidade do CEO	Rendibilidade dos ativos e rendibilidade do capital próprio
Silva (2021)	313 Empresas portuguesas não cotadas (2015–2019)	Dados em painel (OLS)	Dívida total/Ativo	Dimensão do conselho, dimensão do conselho de auditoria, dualidade CEO- Presidente do conselho, percentagem de mulheres no conselho, concentração da propriedade, independência do conselho	Rendibilidade média do setor, dimensão, idade da empresa, fluxo de caixa de investimento, liquidez, market-to-book, fluxo de caixa/ativos
Ahmed et al. (2023)	42 empresas não financeiras Alemanha e Noruega (2017–2021)	Regressões em painel	Dívida total/Ativo	Dimensão do conselho, número de reuniões, remuneração dos gestores, tempo CEO, conselho de auditoria	Dimensão, liquidez
Painel C: Relação Indireta					
Ktit e Abu Khalaf (2024)	450 empresas não financeiras cotadas em 10 países europeus (2014–2023)	GMM	Dívida total/Ativos	Desempenho ESG, especialmente indicadores de governança	Dimensão, rendibilidade, tangibilidade, Non-debt-tax-shield Crescimento PIB, inflação
Palmieri et al. (2024)	176 empresas europeias (2013–2022)	Dados em painel (efeitos fixos/OLS)	Custo da dívida, acesso ao crédito	Dimensão do conselho, conselho independente, experiência dos membros, diversidade de género, dualidade CEO	Alavancagem, Z-score, taxa média empréstimos do país

3. Metodologia

Neste capítulo são apresentadas as variáveis utilizadas, os critérios de recolha de dados, os procedimentos metodológicos adotados e a amostra.

3.1. Variáveis

Sendo o objetivo do presente estudo analisar o impacto de mecanismos de *corporate governance* sobre a estrutura de capital das empresas, como variáveis dependentes relacionadas com o endividamento e variáveis independentes associadas à *corporate governance*. Foram ainda incluídas variáveis de controlo para isolar efeitos relacionados com características internas das empresas e fatores externos.

Como **variáveis dependentes** foram utilizadas diversas *proxies* de estrutura de capital, sendo que os rácios utilizados foram calculados com base em informação contabilística (em função do total do ativo) e em informação de mercado (em função do passivo adicionado do valor de mercado do capital próprio). Para definir as variáveis dependentes considerou-se que o endividamento total que é atualmente a variável mais utilizada nos estudos sobre estrutura de capital, como evidenciado em trabalhos e anteriores (Ahmed et al., 2023; Anca-Simona Hromei et al., 2021; Ktit & Abu Khalaf, 2024; Nguyen et al., 2022; Ribeiro et al., 2014; Silva, 2022). De acordo com Teodosio et al. (2023), a distinção entre dívida de curto e longo prazo é particularmente relevante para o estudo, pois permite analisar os diferentes horizontes de financiamento e os riscos associados. Além disso, o endividamento via fornecedores, também referido como crédito comercial, constitui uma importante fonte de financiamento de curto prazo para as operações da empresa, uma vez que permite à empresa adiar pagamentos a fornecedores, utilizando temporariamente recursos externos (Kieschnick & Moussawi, 2018).

Assim, neste estudo considerou-se o endividamento total (total do passivo), dívida de curto prazo (passivo corrente), dívida de longo prazo (passivo não corrente) e endividamento via fornecedores (crédito comercial). A utilização de múltiplas medidas permite captar diferentes dimensões do endividamento e analisar de forma detalhada a influência dos mecanismos de *corporate governance* sobre cada tipo de dívida.

Como **variáveis independentes** consideramos mecanismos de *corporate governance* que a literatura tem destacado como mais relevantes:

- a dimensão do conselho de administração, medida pelo número total de administradores executivos e não executivos (Ahmed et al., 2023; Hromei, 2021; Palmieri et al., 2024; Ribeiro et al., 2014; Silva, 2021). Esta reflete a diversidade de competências e experiências ao nível estratégico, podendo contribuir tanto para decisões mais informadas como para potenciais ineficiências quando o conselho se torna demasiado alargado.
- a independência do conselho, captada pela proporção de administradores independentes relativamente ao total de membros (Ribeiro et al., 2014; Nguyen et al., 2022). Conselhos mais independentes tendem a reforçar o papel de monitorização e a proteção dos interesses dos acionistas;
- a diversidade de género no conselho de administração, representada pela percentagem de mulheres (Teodósio et al., 2023; Pahala et al., 2025). Esta variável tem sido destacada como um fator de enriquecimento da qualidade das decisões e de mitigação de comportamentos de risco;
- a dualidade de funções, medida através de uma variável dummy que assume o valor 1 quando o CEO acumula simultaneamente a presidência do conselho, e zero caso contrário (Teodósio et al., 2023; Hromei et al., 2021). Esta variável é um dos elementos mais estudados na literatura sobre a governação de empresas, uma vez que a concentração de poder pode reduzir a independência do órgão de supervisão e favorecer decisões alinhadas com os interesses da gestão em detrimento dos acionistas.

Relativamente às **variáveis de controlo** foram analisadas variáveis de natureza interna e externa, de modo a assegurar maior robustez na análise e controlar fatores que podem influenciar a estrutura de capital independentemente das variáveis de *corporate governance*. A seleção destas variáveis seguiu a literatura empírica recente, que identifica consistentemente tais fatores como determinantes relevantes do endividamento empresarial. Entre as variáveis internas foram selecionadas: a dimensão da empresa, a tangibilidade, a rendibilidade e a idade da empresa. No que se refere às variáveis externas, recorreu-se a indicadores macroeconómicos como a taxa de crescimento do PIB (Produto Interno bruto),

a taxa de endividamento público em relação ao PIB e a taxa de inflação (Ktit & Abu Khalaf, 2024).

Na tabela 3 está representada a sigla de cada uma das variáveis utilizadas no estudo, o método de mensuração e os autores que utilizaram as variáveis em estudos anteriores.

Tabela 3 - Variáveis do estudo

Variáveis Contabilísticas de Endividamento			
Endividamento Total	EndT_C	Dívida total / Ativos totais	Ahmed et al. (2023); Hromei et al. (2021); Ktit e Abu Khalaf (2024); Nguyen et al. (2022); Ribeiro et al. (2014); Silva (2021)
Dívida de curto prazo	DCP_C	Dívida de curto prazo / Ativos totais	Silva (2021)
Dívida de longo prazo	DLP_C	Dívida de longo prazo / Ativos totais	Silva (2021)
Endividamento via fornecedores	EndF_C	Contas a pagar a fornecedores / Ativos totais	Kieschnick e Moussawi (2018)
Variáveis de Mercado de Endividamento			
Endividamento Total	EndT_M	Dívida total / (Passivo + Valor de mercado do CP)	Ahmed et al. (2023); Hromei et al. (2021); Ktit e Abu Khalaf (2024); Nguyen et al. (2022); Ribeiro et al. (2014); Silva (2021); Teodosio et al. (2023)
Dívida de curto prazo	DCP_M	Dívida de curto prazo / (Passivo + Valor de mercado do CP)	Teodósio et al. (2023)
Dívida de longo prazo	DLP_M	Dívida de longo prazo / (Passivo + Valor de mercado do CP)	Teodósio et al. (2023)
Endividamento via fornecedores	EndF_M	Contas a pagar a fornecedores / (Passivo + Valor de mercado do CP)	Kieschnick e Moussawi (2018)
Variáveis Corporate Governance			
Dimensão do conselho	Dim_CA	Número de membros	Hromei et al. (2021); Ribeiro et al. (2014); Silva (2021); Ahmed et al. (2023)
Dualidade CEO–Presidente	CEOdual	Dummy (1= Existe dualidade de papeis; 0 = caso contrário)	Hromei et al. (2021); Teodósio et al. (2023); Ribeiro et al. (2014); Silva (2021); Ahmed et al. (2023); Palmieri et al. (2024)
Independência do conselho	Bindep	(Nº independentes / Nº total membros)	Ribeiro et al. (2014); Nguyen et al. (2022); Silva (2021); Teodósio et al.(2023)
Porcentagem de mulheres	%Mul	(Nº mulheres / Nº total membros)	Ribeiro et al. (2014); Palmieri et al. (2024); Silva (2021); Teodósio et al. (2023)
Conselho de auditoria	Caudit	Dummy (1 = Existe, 0 = Não Existe)	Ribeiro et al. (2014); Silva (2021); Ahmed et al. (2023)
Variáveis de Controlo (Características da Empresa)			
Dimensão da empresa	Dim	ln (Ativos totais)	Nguyen et al. (2022); Teodósio et al. (2023); Ribeiro et al. (2014); Silva (2021); Ahmed et al. (2023); Ktit & Abu Khalaf, (2024)
Tangibilidade	Tang	Ativos fixos / Ativos totais	Nguyen et al. (2022); Teodósio et al. (2023); Ktit e Abu Khalaf, (2024)
Rendibilidade (ROA)	Rend	EBIT / Ativos totais	Nguyen et al. (2022); Teodósio et al. 2023; Hromei et al. (2021); Ktit e Abu Khalaf, (2024)
Idade da empresa	Idade	ln (Ano atual - Ano de constituição)	Ribeiro et al. (2014); Silva (2021)
Dummies setoriais	Setor	Categorias binárias para cada setor	Ribeiro et al. (2014)

Variáveis de Controlo (Variáveis Macroeconómicas)			
Crescimento do PIB	TCres_PIB	Retirado diretamente da PORDATA	Ktit e Abu Khalaf (2024)
Taxa média de endividamento público em relação ao PIB	TMEnd_P	Retirado diretamente da PORDATA	Ktit e Abu Khalaf (2024)
Inflação	Infla	Retirado diretamente da PORDATA	Ktit e Abu Khalaf (2024)

Fonte: Elaboração própria

3.1.1. Metodologia

Para estimar o impacto dos mecanismos de *corporate governance* sobre a estrutura de capital, foram utilizados dados em painel. Esta abordagem permite aumentar a variabilidade da amostra e a robustez das estimativas, sendo amplamente utilizada na literatura sobre *corporate governance* e estrutura de capital (Akwaa-Sekyi et al., 2024).

O modelo de regressão a estimar é o seguinte:

$$\begin{aligned} \text{Endividamento}_{it} &= \alpha + \beta_1 \text{Dim_CA}_{it} + \beta_2 \text{CEOdual}_{it} + \beta_3 \text{Bindep}_{it} + \beta_4 \text{CAudit}_{it} + \beta_5 \% \text{Mul}_{it} \\ &+ \Sigma \gamma X_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Em que:

- $\text{Endividamento}_{it}$ representa as diferentes *proxies* de dívida (total, curto, médio e longo prazo e endividamento via fornecedores, a valores de mercado e contabilístico);
- Dim_CA, CEOdual, Bindep, CAudit e % Mul correspondem aos mecanismos de *corporate governance*;
- ΣX_{it} inclui as variáveis de controlo: dimensão da empresa, tangibilidade, rendibilidade, idade, setor, crescimento económico, inflação, taxa média de endividamento público em relação ao PIB;
- ϵ_{it} é o termo de erro;
- Os subíndices i e t indicam empresa e período, respetivamente.

A escolha do modelo mais apropriado foi realizada através de testes econométricos amplamente utilizados na literatura: o teste F, que compara o modelo OLS com o modelo de efeitos fixos; o teste de Breusch-Pagan Lagrange Multiplier, que verifica a existência de heterogeneidade específica por empresa, permitindo decidir entre OLS e efeitos aleatórios (EA); e o teste de Hausman, que confronta EA e EF, indicando se os efeitos individuais estão correlacionados com as covariáveis (Hromei et al., 2021; Palmieri et al., 2024; Silva, 2021).

Foram ainda realizados testes de heterocedasticidade e autocorrelação, garantindo a robustez das inferências, com erros-padrão ajustados por empresa. Com base neste procedimento, a escolha metodológica final para cada *proxy* de endividamento é apresentada na Tabela 7.

3.2 Amostra

A amostra deste estudo é composta por empresas cotadas em Portugal e Espanha, no período compreendido entre 2014 e 2023. Foram excluídas instituições financeiras e seguradoras, dada a especificidade da sua estrutura contabilística e regulamentar, que as torna pouco comparáveis com a restante atividade empresarial (Ahmed et al., 2023).

A opção por empresas cotadas justifica-se pela maior transparência e pela qualidade da informação financeira divulgada, aspetos que garantem maior robustez analítica e fiabilidade dos resultados (Javaid et al., 2023; Kyere & Ausloos, 2021). Adicionalmente, são as empresas que têm divulgado informação sobre *corporate governance* que é a temática analisada no presente trabalho.

A escolha destes dois países justifica-se pela sua proximidade geográfica e cultural, bem como pelas semelhanças nos sistemas legais e económicos, o que permite uma análise comparativa relevante. Adicionalmente, tanto Portugal como Espanha têm vindo a adotar progressivamente normas e recomendações internacionais no domínio da *corporate governance*, refletindo uma evolução interessante ao longo da última década (Ribeiro et al., 2014).

O período de 2014 a 2023 foi selecionado por corresponder a uma fase de estabilização económica após a crise da dívida soberana europeia e ao reforço dos códigos de *corporate governance* em Portugal e Espanha. A sua abrangência permite ainda captar os efeitos da pandemia de COVID-19 e assegurar a atualidade da análise. Assim, o ano de 2014 corresponde ao início do período de estabilização económica após a crise da dívida soberana europeia, que, de acordo com o *OECD Economic Outlook, Volume 2013 Issue 1* (OCDE, 2013), ocorreu principalmente entre 2009 e 2012 e o ano de 2023 era o último ano com dados disponíveis aquando da recolha de dados.

A recolha de dados foi realizada a partir de diversas fontes de dados: a **Datastream** foi utilizada para obter informação financeira detalhada sobre o endividamento (informação contabilística e de mercado), informações sobre os mecanismos de *corporate governance*

adotas pelas empresas, como dimensão e composição dos conselhos, dualidade do CEO, independência do conselho, diversidade de género, existência de conselho de auditoria e ainda as variáveis de controlo relacionadas com características da empresa (dimensão, tangibilidade, rendibilidade, idade, setor); a **Pordata** forneceu indicadores macroeconómicos relevantes ao contexto nacional; e informações adicionais sobre o ano de constituição foram obtidas diretamente de informações disponibilizadas pelas empresas. Foram consideradas as empresas que detinham informação completa para a determinação dos rácios de endividamento assim como para os mecanismos de governação. A amostra final é constituída por 37 empresas cotadas totalizando 370 observações, resultando numa amostra de dados em painel não balanceada.

4. Resultados

Este capítulo apresentará os resultados. Encontra-se organizado em três subcapítulos principais: (i) Caracterização da Amostra, (ii) Análise Univariada e Correlações, e (iii) Resultados das Regressões.

4.1. Caracterização da Amostra

Para uma melhor compreensão da amostra utilizada no estudo, apresenta-se de seguida a sua caracterização de acordo com dois critérios principais: o setor de atividade (painel A) e o país de origem (painel B). Esta caracterização permite contextualizar a composição da amostra e identificar eventuais concentrações relevantes que poderão influenciar a análise.

Tabela 4- Caracterização Amostra (Variável Setor e País)

	Nº Empresas	Percentagem (%)
Painel A - Setor		
1 - Energia & Utilities	13	35,1%
2 - Indústria, Construção & Materiais	7	18,9%
3 - Telecomunicações & Tecnologias	5	13,5%
4 - Retalho, Consumo & Alimentação	6	16,2%
5 - Imobiliário & Infraestruturas	3	8,1%
6 - Saúde & Biotecnologia	3	8,1%
Total	37	100%
Painel B - País		
0 - Espanha	25	67,6%
1 - Portugal	12	32,4%
Total	37	100%

Fonte: Elaboração própria

Como verificamos, a amostra agregada inclui 37 empresas analisadas no período em estudo. Pela análise do Painel A da Tabela 4, verifica-se que o setor mais relevante é o da Energia & Utilities (35,1%), seguido da Indústria, Construção & Materiais (18,9%). Os setores com menor representatividade são os do Imobiliário & Infraestruturas e da Saúde & Biotecnologia.

A comparação da distribuição setorial da amostra com a composição económica de Portugal e Espanha indica que os setores predominantes na amostra, nomeadamente Energia &

Utilities e Indústria, coincidem com aqueles que apresentam maior peso económico em ambos os países, o que sugere uma representatividade adequada da amostra para estas áreas (Instituto Nacional de Estatística, 2023).

Já no Painel B (País), verifica-se que a maioria das observações corresponde a empresas espanholas (25 empresas; 67,6%), o que se justifica pela maior dimensão do mercado acionista espanhol face ao português, bem como pelo número mais elevado de empresas cotadas.

Posteriormente, com o objetivo de captar a evolução temporal do endividamento calcularam-se as médias anuais no período de 2014 a 2023, apresentadas no gráfico seguinte.

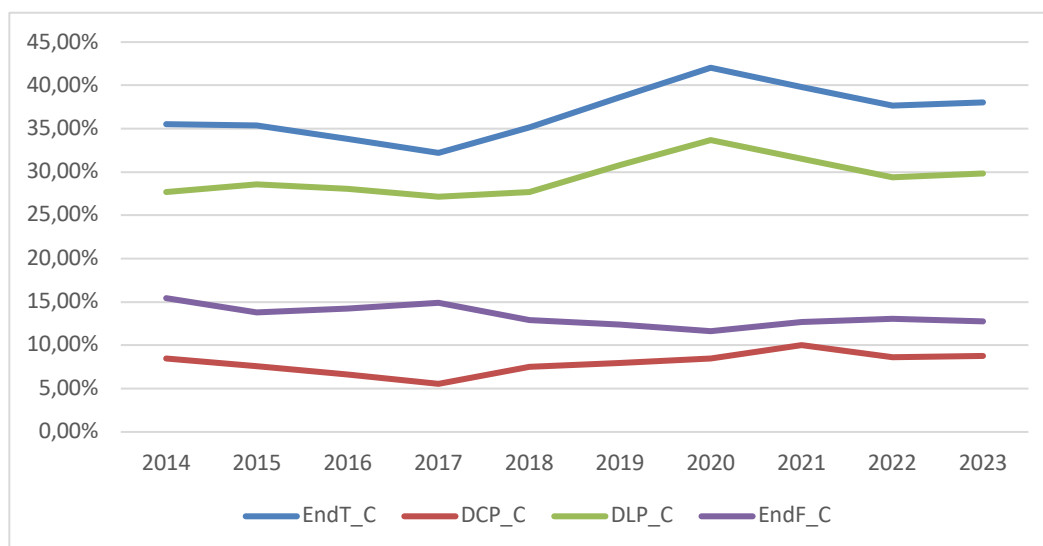


Gráfico 1 - Evolução anual das medidas de endividamento contabilísticas (Valor médio)

Fonte: Elaboração própria

Notas: EndT_C: Endividamento Total; DCP_C: Dívida de Curto Prazo; DLP_C: Dívida de Longo Prazo; EndF_C: Endividamento via Fornecedores;

Ao nível das variáveis contabilísticas, o endividamento total é o rácio mais significativo, como seria de esperar, seguindo-se o endividamento de médio e longo prazo, o endividamento via fornecedores e finalmente o endividamento de curto prazo. De modo geral, as componentes de financiamento, com exceção do endividamento via fornecedores, registaram um decréscimo até 2017 possivelmente associado à recuperação gradual da crise financeira global e a uma política de redução da alavancagem por parte das empresas, de modo a reforçar as suas posições financeiras (Demirgüç-Kunt et al., 2020). Após 2017, regista-se um aumento do endividamento até 2020, atingindo o valor máximo, o que,

segundo o Banco de Portugal (2020) e o Banco Central Europeu (2020), pode ser explicado pela manutenção de taxas de juro historicamente baixas, que incentivaram as empresas a recorrerem a financiamento externo a custos reduzidos. O novo decréscimo a partir do ano de 2020 poderá estar associado ao contexto da pandemia de COVID-19, que aumentou a incerteza económica, provocou uma maior retenção de liquidez e levou as empresas a adiar investimentos e a reduzir novas dívidas.

Em contraste, o endividamento via fornecedores manteve uma trajetória mais estável, possivelmente, este tipo de financiamento funciona como uma linha de crédito natural entre empresas, não sendo sujeita a restrições bancárias.

A evolução das componentes de endividamento reflete uma combinação de decisões estratégicas internas e fatores macroeconómicos, sendo que a estabilidade relativa do crédito comercial evidencia o seu papel de amortecedor em períodos de maior incerteza (Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023)

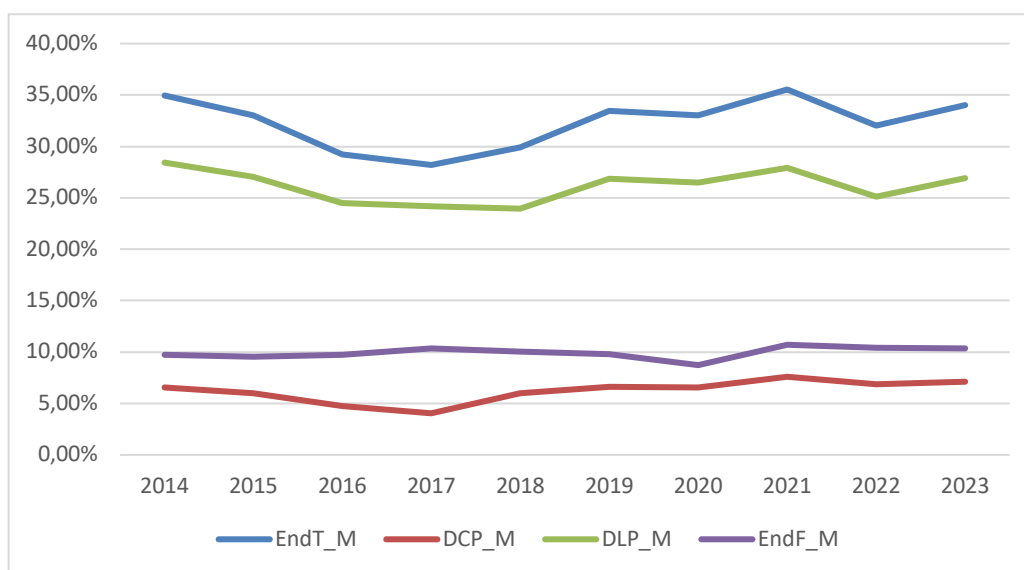


Gráfico 2 - Evolução anual das medidas de endividamento a valores de mercado (Valor médio)

Fonte: Elaboração própria

Nota: EndT_M: Endividamento Total; DCP_M: Dívida de Curto Prazo; DLP_M: Dívida de Longo Prazo; EndF_M: Endividamento via Fornecedores;

Ao nível das variáveis de mercado, observa-se que o endividamento total é, tal como no caso contabilístico, o rácio mais significativo, seguido do endividamento de longo prazo, do endividamento via fornecedores e, por fim, do endividamento de curto prazo. Todas as componentes de financiamento, com exceção do endividamento via fornecedores, registaram um decréscimo contínuo até 2017, atingindo os valores mais baixos nesse ano,

pelos motivos já referidos anteriormente. Após 2017, verifica-se uma recuperação gradual das componentes de endividamento até 2020, seguindo-se um período de alguma estabilidade. A partir de 2022 observa-se um ligeiro aumento dos rácios de endividamento de mercado, movimento que pode estar associado ao contexto macroeconómico recente, marcado pela a incerteza económica decorrente da guerra na Ucrânia, ou seja, pressões inflacionárias e aumentos das taxas de juro, bem como ajustes estratégicos das empresas, conforme indicado no relatório do Conselho das Finanças Públicas (2025).

De forma geral, os dados de mercado confirmam padrões semelhantes aos contabilísticos, mas com variações menos pronunciadas, indicando que as perceções do mercado sobre o risco e liquidez das empresas suavizam as oscilações observadas nas demonstrações financeiras.

4.2. Análise Univariada

A Tabela 5 exposta sintetiza as estatísticas descritivas das variáveis incluídas na análise, apresentando médias, medianas, valores mínimos e máximos, bem como os desvios padrão.

Estes indicadores fornecem uma visão preliminar da distribuição e variabilidade dos dados, constituindo uma base fundamental para a interpretação dos resultados subsequentes.

No que respeita às variáveis de endividamento, observa-se que a média do endividamento total contabilístico (EndT_C) é de 37,2%, enquanto no caso do endividamento total a valores de mercado (EndT_M) é ligeiramente inferior (32,4%). Esta diferença, demonstra que, em termos contabilísticos, as empresas aparentam estar mais endividadas do que quando consideradas a preços de mercado, pelo menos em média, durante o período analisado.

No detalhe da maturidade da dívida, verificamos que o endividamento de curto prazo é menos significativo que o de longo prazo, sugerindo uma preferência das empresas pelo financiamento de longo prazo, possivelmente para reduzir riscos de liquidez e assegurar estabilidade financeira. Quando analisamos o caso específico de endividamento via fornecedores, vemos que em média representa 13,2% e 10% do total do investimento da empresa, medido a valores contabilísticos e de mercado, respetivamente.

Tabela 5- Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
EndT_C	0,37196	0,37980	0,00035	0,79128	0,15627
DCP_C	0,08079	0,06392	0,00000	0,73188	0,09470
DLP_C	0,29674	0,28780	0,00003	0,67291	0,14405
EndF_C	0,13206	0,09996	0,00000	0,91571	0,12439
EndT_M	0,32445	0,33061	0,00006	0,94481	0,16550
DCP_M	0,06321	0,05080	0,00000	0,65424	0,07903
DLP_M	0,26124	0,25709	0,00000	0,93497	0,14890
EndF_M	0,09968	0,07633	0,00000	0,46666	0,09099
Dim_CA	13,26000	13,00000	5,00000	22,00000	3,28400
CEOdual	0,38000	0,00000	0,00000	1,00000	0,48600
Bindep	0,46651	0,50000	0,00000	0,85710	0,19330
CAudit	0,95000	1,00000	0,00000	1,00000	0,21200
%Mul	0,26739	0,28175	0,00000	0,53850	0,11583
Dim	16,09009	16,13313	12,79916	18,81008	1,28533
Tang	0,42158	0,44455	0,00011	0,98495	0,25630
Rend	0,05753	0,04645	-0,18178	0,38550	0,06762
Idade	3,66094	3,63759	1,38629	5,45104	0,70892
Setor	2,65000	2,00000	1,00000	6,00000	1,61700
TCres_PIB	0,02043	0,02700	-0,10900	0,07000	0,04654
Infla	0,02026	0,01200	-0,00600	0,08300	0,02683
TMEnd_P	1,10339	1,05100	0,97700	1,34100	0,10686

Fonte: Elaboração própria

Notas: EndT_C: Endividamento Total; DCP_C: Dívida de Curto Prazo; DLP_C: Dívida de Longo Prazo; EndF_C: Endividamento via Fornecedores; EndT_M: Endividamento Total; DCP_M: Dívida de Curto Prazo; DLP_M: Dívida de Longo Prazo; EndF_M: Endividamento via Fornecedores; Dim_CA: Dimensão do Conselho de Administração; CEOdual: Dualidade CEO-Presidente do Conselho; Bindep: Independência do Conselho; %Mul: Percentagem de Mulheres no Conselho; Caudit: Existência de Conselho de Auditoria. Variáveis de controlo relacionadas com características da empresa: Dim: Dimensão da Empresa; Tang: Tangibilidade; Rend: Rendibilidade; Idade: Idade da Empresa; Setor: Dummies Setoriais; TCres_PIB: Crescimento do PIB; TMEnd_P: Taxa Média de Endividamento do PIB; Infla: Inflação.

Realça-se que todas as variáveis de endividamento apresentam desvios padrão elevados, o que sugere a existência de uma heterogeneidade significativa entre empresas, isto é, diferentes políticas de financiamento. Estes níveis e dispersões estão em linha com a literatura sobre empresas cotadas em Portugal e Espanha, que reporta endividamento total médio entre 30% e 40% em Portugal e ligeiramente superior em Espanha, sugerindo que os resultados observados na amostra são normais e consistentes com estudos anteriores (Hromei et al., 2021; Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023).

Relativamente às variáveis de *corporate governance*, a dimensão do conselho de administração (Dim_CA) apresenta uma média de 13,26 membros, sendo que algumas empresas têm 22 membros no conselho de administração enquanto outras apenas 5. A literatura sugere que conselhos demasiado grandes podem dificultar a coordenação entre os membros, dificultando a tomada de decisão eficaz e a comunicação interna, enquanto conselhos mais pequenos podem carecer de diversidade de competências e supervisão eficaz, aumentando o risco de conflitos de interesse e custos de agência, que surgem quando os interesses dos gestores divergem dos acionistas (Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023). Para Portugal e Espanha, Ribeiro et al. (2014) e Teodosio et al. (2023) verificaram que a média dos conselhos de administração eram compostos por 10 a 15 membros. Em cerca de 38% das empresas da amostra, o CEO acumula também o cargo de presidente do conselho de administração. A dualidade é geralmente desaconselhada, pois concentra poder na mesma pessoa e pode reduzir a eficácia do controlo do conselho, embora possa facilitar a coordenação estratégica em alguns contextos (Hromei et al., 2021; Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023). Este valor é consistente com os estudos, onde a dualidade tende a ocorrer em 30–40% das empresas (Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023). Cerca de 46,7% dos membros dos conselhos de administração são membros independentes. Valores próximos de 50% são geralmente considerados indicativos de boa governação, pois permitem supervisão eficaz e redução de conflitos de interesse. Em Portugal e Espanha, percentagens de independência entre 40–50% são comuns em empresas cotadas, o que confirma que a nossa amostra reflete práticas de mercado (Ribeiro et al., 2014; Silva, 2021). 95% das empresas da amostra têm, em média, conselhos de auditoria (CAudit), revelando práticas de governação consolidadas, em linha com recomendações internacionais e com a literatura sobre empresas cotadas na Península Ibérica (Ahmed et al., 2023; Teodosio et al., 2023). Por fim, a presença de mulheres nos conselhos de administração (%Mul) representa, em média, 26,7% dos membros, sugerindo progressos em diversidade de género, mas ainda valores abaixo da paridade. Estudos anteriores em Portugal e Espanha reportam percentagens de mulheres no conselho entre 20% e 30%, confirmando que, apesar de melhorias, existe espaço para avanços adicionais em políticas de diversidade (Ribeiro et al., 2014; Teodosio et al., 2023).

Quanto às variáveis de controlo, observa-se que, em média, cerca de 42,2% dos ativos são ativos fixos tangíveis (Tang), embora existam empresas com proporções superiores e outras sem ativos fixos tangíveis, possivelmente devido a depreciação total ou às especificidades

do setor de atividade. Este padrão é consistente com estudos anteriores, como Nguyen et al. (2022) e Teodósio et al. (2023). A rentabilidade média das empresas (Rend) é positiva, pese embora os valores mínimo e máximo indiquem que nem todas as empresas apresentam o mesmo nível de desempenho financeiro, refletindo heterogeneidade semelhante à reportada por Ktit e Abu Khalaf (2024) e Silva (2021). Relativamente à idade das empresas, foi aplicada a transformação logarítmica natural ($\ln Idade$). Os valores obtidos apresentam uma média de 3,66 e uma mediana de 3,64. Como estes valores correspondem ao logaritmo da idade real, a proximidade entre média e mediana indica que a distribuição da variável transformada é aproximadamente simétrica, sem permitir interpretar diretamente estes valores como anos de existência. No que respeita à dimensão ($\ln Ativos$), também expressa em logaritmos naturais, observa-se uma mediana de 16,13. Tal como no caso anterior, este valor diz respeito à variável transformada e apenas indica a posição central da distribuição em logaritmos, não correspondendo ao valor dos ativos em termos absolutos. Ainda assim, confirma que a amostra é composta por empresas com dimensões bastante heterogêneas, em linha com Nguyen et al. (2022) e Silva, (2021). A diversidade setorial é representada pela variável Setor, com valores entre 1 e 6, refletindo a heterogeneidade de atividades económicas da amostra. Esta diversidade permite controlar diferenças estruturais que podem influenciar tanto as decisões de endividamento como as práticas de governança (Hromei et al., 2021; Ribeiro et al., 2014).

Por último, nas variáveis macroeconómicas, o crescimento do PIB (TCres_PIB) apresenta uma média de 2,04%, embora seja visível que houve alguma volatilidade económica no período em análise. A taxa de inflação (Infla) média é de 2,03%, com valores que oscilam entre -0,6% e 8,3%, refletindo flutuações típicas dos ciclos económicos. Estes valores estão alinhados com a literatura, nomeadamente com Ktit e Abu Khalaf, (2024), que incorporam variáveis macroeconómicas como controlos nos seus modelos de painel. A taxa média de endividamento público em relação ao PIB (TMEnd_P) apresenta uma média de 1,10, indicando que, em média, o montante da dívida das empresas é ligeiramente superior ao valor de referência utilizado para cálculo, refletindo que, em algumas empresas, a dívida ultrapassa ligeiramente a capacidade financeira de referência.

Para os testes de normalidade das variáveis do estudo foram utilizados os testes de Shapiro-Wilk e Kolmogorov-Smirnov. Os resultados, apresentados na Tabela A2 do anexo, indicam que as variáveis não seguem uma distribuição normal, logo rejeita-se a normalidade.

Dada a não normalidade das variáveis, optou-se por utilizar métodos estatísticos não paramétricos, especificamente a correlação de Spearman, para analisar as relações entre as variáveis. Os resultados encontram-se na Tabela 6.

Tabela 6 - Correlação

	EndT_C	DCP_C	DLP_C	EndF_C	EndT_M	DCP_M	DLP_M	EndF_M	Dim_CA	CEOdual	Bindep	CAudit	%Mul	Dim	Tang	Rend	In (Idade)	TCres_PIB	Infla	TMEnd_P
EndT_C	1																			
DCP_C	0,363**	1																		
DLP_C	0,860**	0,029	1																	
EndF_C	-0,298**	0,253**	-0,394**	1																
EndT_M	0,801**	0,292**	0,695**	-0,244**	1															
DCP_M	0,376**	0,803**	0,079	0,163**	0,498**	1														
DLP_M	0,729**	0,05	0,858**	-0,309**	0,890**	0,231**	1													
EndF_M	-0,178**	0,205**	-0,279**	0,836**	-0,041	0,401**	-0,148**	1												
Dim_CA	0,164**	0,229**	0,096	0,359**	0,197**	0,337**	0,145**	0,462**	1											
CEOdual	-0,076	0,099	-0,064	0,159**	-0,028	0,076	-0,013	0,119*	-0,140*	1										
Bindep	0,015	-0,037	0,04	-0,358**	0,041	-0,039	0,058	-0,303**	-0,190**	0,04	1									
CAudit	0,034	-0,019	0,024	-0,086	0,107	0,027	0,103	-0,037	0,001	-0,009	0,281**	1								
%Mul	0,043	0,062	0,038	-0,078	0,029	0,036	0,02	-0,102	-0,184**	-0,016	0,420**	0,068	1							
Dim	-0,007	-0,093	0,086	-0,156**	0,130*	0,158**	0,177**	0,086	0,318**	0,045	0,397**	0,274**	0,102	1						
Tang	0,180**	-0,164**	0,326**	-0,507**	0,224**	-0,123*	0,340**	-0,484**	-0,166**	-0,285**	0,151**	-0,048	0,088	0,159**	1					
Rend	-0,313**	-0,033	-0,220**	0,089	-0,476**	-0,288**	-0,367**	-0,173**	-0,177**	-0,02	-0,053	-0,158**	0,053	-0,181**	0,104	1				
In (Idade)	-0,190**	0,078	-0,178**	0,057	-0,136*	-0,065	-0,118*	-0,116*	-0,144**	0,168**	0,017	-0,078	-0,123*	-0,036	0,139*	0,310**	1			
TCres_PIB	-0,035	0,077	-0,044	0,051	0,017	0,11	-0,011	0,061	-0,06	0,001	0,021	0,033	0,208**	0,016	-0,039	0,103	-0,021	1		
Infla	-0,036	0,031	-0,024	0,051	-0,002	0,057	-0,016	0,051	-0,094	-0,067	0,064	0,034	0,460**	0,013	-0,073	0,171**	-0,027	0,510**	1	
TMEnd_P	0,022	0,137*	-0,037	0,017	-0,029	0,135*	-0,084	0,028	0,056	-0,041	-0,201**	-0,230**	0,066	-0,174**	-0,05	-0,032	-0,037	0,035	-0,103	1

Fonte: Elaboração própria

Nota: Notas: EndT_C: Endividamento Total; DCP_C: Dívida de Curto Prazo; DLP_C: Dívida de Longo Prazo; EndF_C: Endividamento via Fornecedores; EndT_M: Endividamento Total; DCP_M: Dívida de Curto Prazo; DLP_M: Dívida de Longo Prazo; EndF_M: Endividamento via Fornecedores; Dim_CA: Dimensão do Conselho de Administração; CEOdual: Dualidade CEO-Presidente do Conselho; Bindep: Independência do Conselho; %Mul: Percentagem de Mulheres no Conselho; CAudit: Existência de Conselho de Auditoria. Variáveis de controlo relacionadas com características da empresa: Dim: Dimensão da Empresa; Tang: Tangibilidade; Rend: Rendibilidade; Idade: Idade da Empresa; Setor: Dummies Setoriais; TCres_PIB: Crescimento do PIB; TMEnd_P: Taxa Média de Endividamento do PIB; Infla: Inflação.

*** Significativo ao nível de 1%; ** Significativo ao nível de 5%; *Significativo ao nível de 10%

Pela análise da Tabela 6 verifica-se que as medidas de endividamento contabilístico e de mercado apresentam correlações positivas e significativas entre si, confirmando consistência entre diferentes formas de mensuração do endividamento. Verifica-se ainda uma elevada correlação entre o endividamento total e de médio e longo prazo, o que era de esperar dado que o endividamento total abrange o de curto e o de médio e longo prazo e este último é o mais relevante, conforme analisado nas estatísticas descritivas. Já o financiamento via fornecedores apresenta correlações negativas com algumas medidas de endividamento de longo prazo, sugerindo que empresas mais alavancadas nesse horizonte recorrem relativamente menos a fornecedores como fonte alternativa de crédito.

No âmbito da *corporate governance*, apenas a dimensão do conselho de administração apresenta correlações significativas com os rácios de endividamento, em particular com endividamento via fornecedores, sugerindo que conselhos maiores podem estar associados a um maior recurso a crédito comercial. As restantes variáveis de governação não apresentam correlações estatisticamente significativas com os rácios de endividamento, o que indica que, nesta amostra, não existe evidência de associação direta entre estas características de governação e o nível de dívida.

Quanto às variáveis de controlo, observa-se que a dimensão da empresa apresenta correlação positiva com alguns rácios de endividamento, enquanto a tangibilidade dos ativos se correlaciona positivamente com rácios de endividamento de médio e longo prazo, mas negativamente com endividamento de curto prazo e crédito comercial, evidenciando que empresas com mais ativos tangíveis tendem a recorrer mais a dívida de longo prazo em substituição de dívida de curto prazo. A rentabilidade apresenta correlação negativa com alguns rácios de endividamento, sugerindo que empresas com mais autofinanciamento recorrem menos a endividamento. A idade das empresas apresenta correlações negativas moderadas com alguns indicadores de endividamento, sugerindo que empresas mais antigas recorrem ligeiramente menos a dívida principalmente de longo prazo.

Por fim, não existem correlações elevadas e significativas entre as restantes variáveis.

No que respeita à robustez estatística dos modelos, foi avaliada a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes através do Fator de Inflação da Variância (VIF - Variance Inflation Factor). Os resultados, apresentados na Tabela A3 do

anexo, mostram que todos os valores de VIF se encontram entre 1,17 e 2,20, significativamente abaixo dos limiares críticos de 5 ou 10 frequentemente referidos na literatura. Isto indica a ausência de problemas sérios de multicolinearidade que possam comprometer a interpretação dos coeficientes estimados.

4.3. Resultados das regressões

A Tabela 7 apresenta os resultados das regressões estimadas para as diferentes proxies de estrutura de capital.

Tabela 7 - Tabela de resultados

Variáveis	EndT_C	DCP_C	DLP_C	EndF_C	EndT_M	DCP_M	DLP_M	EndF_M
Constante	0.172	-0.115	0.302	0.388 ***	1.161 *	0.027	1.252 **	0.321 ***
Dim_CA	-0.001	0.001	-0.002	-0.000	-0.001	0.000	-0.001	-0.001
CEOdual	0.003	0.001	0.001	-0.007	-0.001	0.003	-0.005	-0.011 *
Bindep	-0.042	0.003	-0.057	0.003	-0.065	0.009	-0.080	-0.001
Caudit	-0.015	-0.006	-0.012	-0.025 ***	0.004	-0.000	0.002	-0.016 ***
%Mul	0.197 **	0.013	0.204 ***	0.005	0.196 **	0.009	0.202 **	0.004
Dim	-0.006	0.004	-0.017	-0.011 **	-0.055	0.004	-0.065 *	-0.008 **
Tang	0.515 **	0.028	0.521 ***	-0.073 *	0.121	-0.056	0.159	-0.076 **
Rend	-0.302 *	-0.231	-0.243 *	-0.005	-0.185	-0.082	-0.115	-0.024
Idade	-	0.007	-	-	-	-0.008	-	-
Setor	-	0.016	-	-	-	0.006	-	-
TCres_PIB	-0.099	0.108	-0.124 *	0.117 **	0.088	0.068	0.026	0.126 ***
Infla	0.206	0.067	0.211	-0.103	-0.131	-0.074	-0.053	-0.088
TMEnd_P	0.087	0.060	0.066	-0.026	0.004	0.010	-0.004	-0.033
Método	EF	EA	EF	EF	EF	EA	EF	EF
Teste F	5.106 ***	0.526	9.707 ***	4.631 ***	1.249	0.983	2.578 **	2.890 **
Teste BP	555.076 ***	254.314 ***	598.572 ***	594.611 ***	337.550 ***	320.675 ***	345.687 ***	581.095 ***
Teste Hausman	47.759 ***	9.754	59.199 ***	21.710 **	59.826 ***	6.676	54.833 ***	25.594 **

Notas: EndT_C: Endividamento Total; DCP_C: Dívida de Curto Prazo; DLP_C: Dívida de Longo Prazo; EndF_C: Endividamento via Fornecedores; EndT_M: Endividamento Total; DCP_M: Dívida de Curto Prazo; DLP_M: Dívida de Longo Prazo; EndF_M: Endividamento via Fornecedores; Dim_CA: Dimensão do Conselho de Administração; CEOdual: Dualidade CEO-Presidente do Conselho; Bindep: Independência do Conselho; %Mul: Percentagem de Mulheres no Conselho; Caudit: Existência de Conselho de Auditoria. Variáveis de controlo relacionadas com características da empresa: Dim: Dimensão da Empresa; Tang: Tangibilidade; Rend: Rendibilidade; Idade: Idade da Empresa; Setor: Dummies Setoriais; TCres_PIB: Crescimento do PIB; TMEnd_P: Taxa Média de Endividamento do PIB; Infla: Inflação.

*** Significativo ao nível de 1%; ** Significativo ao nível de 5%; *Significativo ao nível de 10%

Fonte: Elaboração própria

Foi utilizado o método dos efeitos fixos para testar os modelos de endividamento, com exceção do endividamento de curto prazo (a medidas contabilísticas e de mercado) em que foi utilizado o método dos efeitos aleatórios, por ser o mais adequado.

Os resultados indicam que a constante assume significância em alguns modelos (endividamento via fornecedores e de médio e longo prazo), sugerindo a existência de um nível base de endividamento mesmo na ausência das variáveis explicativas consideradas. Este padrão é consistente com evidências anteriores que identificam a presença de endividamento estrutural mínimo (Ribeiro et al., 2014).

No que se refere às variáveis de *corporate governance*, verificamos que a dimensão do conselho de administração (Dim_CA) não apresenta efeito estatisticamente significativo em nenhum dos modelos, o que sugere que a dimensão do conselho, por si só, não constitui um determinante relevante da estrutura de capital das empresas da amostra, podendo o seu impacto depender mais da qualidade da supervisão e da dinâmica interna do que do número absoluto de membros. Este resultado está alinhado com o encontrado em estudos anteriores como o de Nguyen et al. (2022) e Silva (2022).

A dualidade das funções de CEO e presidente do conselho de administração (CEOdual) justifica negativamente o endividamento via fornecedores medido por variáveis de mercado. Este resultado sugere que a concentração de poder pode levar a decisões de endividamento via fornecedores mais conservadoras para limitar a propensão ao risco, tal como o encontrado por Hromei et al. (2021) e Silva (2021).

A independência do conselho de administração (Bindep) não apresenta significância estatística em nenhum dos modelos. Este resultado está em linha com diversos estudos que também não encontraram relação clara entre a independência do conselho e o nível de endividamento (Ahmed et al., 2023; Nguyen et al., 2022). Uma possível explicação prende-se com o facto de que a presença de administradores independentes, por si só, não garante uma monitorização efetiva, uma vez que a sua influência pode ser limitada pela cultura organizacional, pelo poder dos acionistas dominantes ou pela falta de conhecimento específico sobre o setor (Almasria, 2022). Além disso, como referem Teodósio et al. (2023) a evidência empírica sobre esta relação é muitas vezes inconclusiva, sugerindo que a eficácia da independência do conselho depende de outros fatores institucionais e contextuais.

A existência de um conselho de auditoria (CAudit) demonstra efeito negativo e significativo com o endividamento via fornecedores, quer medido por variáveis contabilísticas quer de mercado. Este resultado sugere que empresas com conselhos de auditoria tendem a recorrer menos ao financiamento via fornecedores, o que pode refletir práticas financeiras mais prudentes ou um maior escrutínio sobre formas alternativas de endividamento. Embora a literatura destaque que uma auditoria eficaz pode aumentar a confiança dos credores e, conseqüentemente, facilitar o acesso à dívida (Ahmed et al., 2023), outros estudos, como Nguyen et al. (2022), também documentam efeitos negativos, explicando que uma maior disciplina e transparência reduzem a necessidade de recorrer a financiamento externo. Assim, os nossos resultados alinham-se com esta segunda perspetiva, evidenciando que a função de controlo do conselho de auditoria pode limitar o recurso a determinadas formas de endividamento, nomeadamente ao crédito comercial.

Quanto à diversidade de género no conselho de administração (%Mul), verifica-se que a presença de mais mulheres contribui para aumentar o endividamento total e de médio e longo prazo, medido por variáveis contabilísticas e de mercado. Uma possível explicação é que a presença feminina pode estar associada a maior prudência na tomada de decisão, mas também a maior sensibilidade social e reputacional, o que aumenta a confiança junto de credores e investidores, facilitando o acesso a financiamento externo. Outra hipótese é que, em determinados contextos, a diversidade seja interpretada como sinal de boas práticas de governação, reduzindo a perceção de risco por parte do mercado e permitindo maior alavancagem. Este resultado diverge do encontrado por Teodosio et al. (2023) que documentaram uma relação negativa entre diversidade de género e endividamento nas empresas, e também do evidenciado em Hromei et al. (2021) que sugere efeitos pouco claros da diversidade de género. Assim, a evidência empírica permanece inconclusiva e os nossos resultados contribuem para reforçar a ideia de que o impacto da diversidade depende fortemente do contexto institucional e das características das empresas analisadas.

Relativamente às variáveis de controlo, nem todas apresentam significância estatística, e o seu impacto varia conforme a *proxy* de endividamento utilizada. Observa-se que empresas de maior dimensão tendem a recorrer menos a financiamento via fornecedores e a dívida de médio e longo prazo medida por valores de mercado. Este comportamento pode ser explicado teoricamente, à luz da teoria *pecking order*, uma vez que as empresas de maior dimensão, por possuírem mais recursos internos, tendem a depender menos da dívida para

se financiarem. De forma consistente com esta teoria, as empresas priorizam fontes de financiamento menos onerosas e de menor complexidade, como o crédito comercial, antes de recorrer à emissão de ações. Este resultado está em concordância com estudos anteriores, como Ribeiro et al. (2014) e Teodósio et al. (2023), que também evidenciam uma relação negativa entre dimensão da empresa e certos tipos de endividamento, particularmente os de curto prazo.

Quanto maior a proporção de ativos fixos tangíveis, maior o endividamento total e de médio e longo prazo, mas menor o endividamento via fornecedores. Os resultados sugerem que, em linha com a teoria do *trade-off*, os ativos tangíveis podem servir como garantias para contratos de dívida, facilitando o acesso a financiamento e reduzindo a dependência de fontes alternativas como fornecedores. Ribeiro et al. (2014) também encontraram evidências consistentes com este efeito. É importante frisar que estes resultados refletem associações gerais com o endividamento, sem permitir inferir relações causais específicas em função da maturidade da dívida.

Empresas mais rentáveis estão menos endividadas, quer através do endividamento total quer do endividamento de médio e longo prazo. Este resultado corrobora a literatura que sugere que empresas mais rentáveis recorrem menos à dívida pelo facto de terem mais autofinanciamento e à luz da teoria de *pecking order*, as empresas preferem financiar-se pelo autofinanciamento em vez de emitirem dívida (Jensen, 1986; Ribeiro et al., 2014).

A variável macroeconómica - crescimento económico (TCres_PIB), explica negativamente o endividamento a médio e longo prazo, mas tem o efeito contrário no endividamento via fornecedores. Os resultados sugerem que, contextos de crescimento económico as empresas procuram mais financiamento via fornecedores como estratégia de liquidez de curto prazo, aproveitando o aumento das vendas e das relações comerciais para financiar operações correntes sem recorrer a crédito bancário ou dívida de longo prazo. Este comportamento pode refletir a preferência por financiamento de curto prazo em contextos de expansão, reduzindo a necessidade de endividamento de maior maturidade. Este resultado reforça a relevância do contexto macroeconómico como condicionante da estrutura de capital, ainda que outras variáveis, como a inflação e TMEnd_P, não tenham demonstrado efeitos robustos.

De realçar que, no caso das estimações por efeitos fixos, o software Gretl estima apenas o impacto de variáveis que variam ao longo do tempo dentro de cada empresa. Variáveis que

são constantes para cada empresa ao longo do período analisado, como o Setor das empresas (normalmente fixo) ou a Idade da empresa, que praticamente não tem variação, são automaticamente removidas do modelo porque não é possível distinguir o efeito da variação da empresa ao longo do tempo.

Em síntese, das variáveis de *corporate governance* apenas a dualidade do CEO, a existência de um conselho de auditoria e percentagem de mulheres no conselho de administração se mostraram relevantes para explicar o endividamento via fornecedores. Quanto às variáveis de controlo, a dimensão das empresas, a tangibilidade, a rendibilidade e crescimento económico, são relevantes para explicar alguns casos de endividamento confirmando as previsões teóricas clássicas (*trade-off* e *pecking order*).

5. Conclusão

O presente estudo teve como objetivo analisar a relação entre a estrutura de capital e os mecanismos de *corporate governance* em Portugal e Espanha.

Em suma, os resultados evidenciam que os mecanismos mais robustos de *corporate governance*, como a existência de um conselho de auditoria, tendem a estar associados a menores níveis de endividamento de longo prazo, reforçando o papel da supervisão e da transparência como mecanismos de disciplina financeira. Contudo, aspetos específicos da composição dos conselhos de administração, como maior diversidade de género, foram associados a um aumento do endividamento de curto e médio prazo, possivelmente porque a diversidade no conselho está relacionada com maior propensão para financiar estratégias de crescimento utilizando capital externo (Teodosio et al., 2023). A dualidade de funções do CEO, por exemplo, revelou-se associada a uma redução marginal do endividamento em determinados modelos, indicando um efeito contrário ao esperado, isto sugere que, apesar de maior concentração de poder aumentar o risco de decisões pouco prudentes, no caso da amostra estudada a dualidade está associada a uma postura ligeiramente mais conservadora, alinhando-se com recomendações de governança que sugerem a separação das funções de CEO e Presidente do Conselho como forma de limitar a concentração de poder.

Entre as variáveis de controlo, destacam-se a rendibilidade, a tangibilidade dos ativos, a dimensão da empresa e o crescimento económico como variáveis significativas para justificar alguns tipos de endividamento, dependendo da maturidade e da forma de mensuração da dívida, em linha com teorias clássicas de estrutura de capital. Especificamente, confirmando a teoria de *pecking order*, empresas mais lucrativas e de maior dimensão preferem financiar-se com recursos internos, em linha com a teoria de *trade-off*, empresas com mais ativos fixos tangíveis acedem ao recurso à dívida de médio e longo prazo, pelo facto desses ativos poderem servir como garantia, em detrimento de dívida via fornecedores. Por fim, o crescimento económico apresenta efeitos heterogéneos, refletindo contextos em que empresas em ambientes de maior crescimento podem recorrer mais a dívida de curto prazo ou médio prazo, dependendo do tipo de *proxy* de endividamento.

Este estudo contribui para a literatura ao fornecer evidência empírica atualizada sobre a relação entre governação corporativa e estrutura de capital num contexto ibérico,

especificamente em Portugal e Espanha. Ao focar-se em dados recentes e em mercados da Europa do Sul, oferece insights sobre como diferentes mecanismos de *corporate governance* – como diversidade de género, existência de conselho de auditoria e dualidade do CEO – podem influenciar o nível e a maturidade da dívida, permitindo comparar com evidências internacionais e verificar se o impacto das práticas de governação variam conforme o contexto institucional e económico (Ktit & Abu Khalaf, 2024; Nguyen et al., 2022; Teodosio et al., 2023).

Em termos práticos, os resultados demonstram que conselhos de administração equilibrados, ao combinarem mecanismos de controlo eficazes, podem contribuir para decisões de financiamento mais prudentes e ajustadas ao perfil de risco da empresa. A importância de mecanismos de supervisão eficazes, decorre do facto de estes reduzirem potenciais problemas de agência e de assimetria de informação, limitando a utilização excessiva de dívida. Para gestores, os resultados mostram que a composição e práticas do conselho devem ser consideradas como instrumentos estratégicos na definição da estrutura de capital. Para investidores, os resultados evidenciam que determinantes explicam o aumento de endividamento das empresas, e por isso, maior risco associado. Por fim, para reguladores, os resultados evidenciam a necessidade de promover práticas de *governance* sólidas como forma de reforçar a estabilidade financeira e a confiança no mercado.

As limitações do estudo prendem-se com a restrição da amostra a empresas cotadas em Portugal e Espanha, o que limita a generalização dos resultados para outros contextos institucionais. Além disso, algumas variáveis macroeconómicas e indicadores de ESG não foram incluídos ou totalmente explorados, podendo afetar a interpretação dos efeitos da governança sobre a estrutura de capital.

Para investigação futura, sugere-se ampliar a análise a outros mercados europeus ou internacionais, incorporar indicadores de ESG, custo da dívida e outros mecanismos de governação, bem como utilizar métodos de análise dinâmica mais sofisticados, de forma a aprofundar a compreensão da interação entre *corporate governance* e decisões de financiamento.

Bibliografia

- Ahmad, S. R., & Khan, I. A. (2023). External governance mechanisms and capital structure: A cross-country analysis. *International Journal of Innovative Research and Scientific Studies*, 6(4), 994–1005. <https://doi.org/10.53894/IJIRSS.V6I4.2216>
- Ahmed, A. M., Ali, M. N., & Hågen, I. (2023). Corporate governance and capital structure: Evidence from Europe. *International Journal of Professional Business Review*, 8(7), e01663. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i7.1663>
- Akwaa-Sekyi, E. K., Nuako, N., & Atisu, L. K. K. (2024). Corporate governance determinants of capital structure: Evidence from manufacturing firms on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Ownership and Control*, 21(3), 8–19. <https://doi.org/10.22495/COCV21I3ART1>
- Alabdulkarim, N. (2023). Determinants of capital structure: Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Economics, Management and Trade*, 29(7), 104–110. <https://doi.org/10.9734/JEMT/2023/V29I71109>
- Almasria, N. A. (2022). Corporate governance and the quality of audit process: An exploratory analysis considering internal audit, audit committee and board of directors. *European Journal of Business and Management Research*, 7(1), 78–99. <https://doi.org/10.24018/EJBMR.2022.7.1.1210>
- Antas, A. R. R. (2016). *Corporate governance e o desempenho das empresas portuguesas* [Dissertação de mestrado, ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório ISCTE. <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/14042>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://www.jstor.org/stable/2697832>
- Banco Central Europeu. (2020). Relatório anual do BCE de 2020. <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financialstatements/annual/html/ar2020~4960fb81ae.pt.html>

- Banco de Portugal. (2020). Nota de informação estatística: Taxas de juro de novas operações de empréstimos e depósitos. <https://www.bportugal.pt/comunicado/nota-de-informacao-estatistica-taxas-de-juro-de-novas-operacoes-de-emprestimos-e-12>
- Bialek, A. (2016). The role of trade credit in business operations. <https://www.researchgate.net/publication/306056099>
- Bonacina, F., D'Errico, M., Moretto, E., Stefani, S., & Torriero, A. (2015). A multiple network approach to corporate governance. *Quality & Quantity*, 49(4), 1585-1595.
- Burgos, L. A. V. (2022). The impact of family control on capital structure in emerging economies [Dissertação]. <https://hdl.handle.net/10400.8/8100>
- Candy, C., & Quinn, F. (2023). The relationship between ownership structure, capital structure, and firm performance: Evidence from Indonesian manufacturing sector. *Almana: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 7(2), 369–382. <https://doi.org/10.36555/almana.v7i2.2185>
- Conselho das Finanças Públicas. (2025). Perspetivas económicas e orçamentais 2025–2029. <https://www.cfp.pt/pt/publicacoes/perspetivas-economicas-e-orcamentais/perspetivas-economicas-e-orcamentais-2025-2029>
- Demirgüç-Kunt, A., Martinez Peria, M. S., & Tressel, T. (2020). The global financial crisis and the capital structure of firms: Was the impact more severe among SMEs and non-listed firms? *Journal of Corporate Finance*, 60, 101514. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101514>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. In Universities-National Bureau Committee for Economic Research (Ed.), *Conference on research in business finance* (pp. 215–262). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/chapters/c4790>
- Farooq, M., Khan, M. I., Aljabri, Q., & Khan, M. T. (2024). Corporate governance and capital structure dynamics: Evidence from an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 21(1), 185–217. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2023-0167>
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2022). Debt maturity in family firms: Heterogeneity across countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 81, 101681. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101681>

Luna, J. F. V. (2022). Estrutura de capital nas empresas listadas na B3. (Bachelor's thesis - Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia da Paraíba).

Ferrari, E. O., Felipetto, M. R. Z., & Strassburg, U. (2022). Fatores determinantes da estrutura de capital: Uma análise da produção científica em periódicos nacionais e internacionais. *Revista Competitividade e Sustentabilidade*, 9(2), 187–206. <https://doi.org/10.48075/comsus.v9i2.30699>

Frank, M. Z., et al. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, Spring, 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>

Fukui, T., Mitton, T., & Schonlau, R. (2023). Determinants of capital structure: An expanded assessment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(6), 2446–2488. <https://doi.org/10.1017/S0022109022001405>

Gomez-Gonzalez, J. E., Hirs-Garzón, J., & Uribe, J. M. (2022). Interdependent capital structure choices and the macroeconomy. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101750. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101750>

Hromei, A. S. (2021). The effect of corporate governance characteristics on capital structure. Analysis on European companies. *SEA—Practical Application of Science*, 9(26), 67-73.

IPCG. Instituto Português de Corporate Governance. <https://cgov.pt/>

Instituto Nacional de Estatística. (2023). [Relatório estatístico sobre a composição económica de Portugal e Espanha][Relatório]. <https://www.ine.pt/>

Javaid, A., Nazir, M. S., & Fatima, K. (2023). Impact of corporate governance on capital structure: Mediating role of cost of capital. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 39(4), 760–780. <https://doi.org/10.1108/JEAS-09-2020-0157>

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>

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

- Kathayat, R., Khan, G. M. A., & Awan, F. (2024). Impact of corporate governance and capital structure on firm performance: A case of public listed companies. *Contemporary Issues in Social Sciences and Management Practices*, 3(2), 264–275. <https://doi.org/10.61503/cissmp.v3i2.189>
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597–614. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Ktit, M., & Abu Khalaf, B. (2024). Assessing the environmental, social, and governance performance and capital structure in Europe: A board of directors' agenda. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 20(3), 139–148. <https://doi.org/10.22495/cbv20i3art13>
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms' financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871–1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- Leote, F., Luzia, F., & Teixeira, N. (2024). Determinantes da estrutura de capital dos bancos: Evidências de Angola. *Jornadas Hispanolusas de Gestión Científica*, 24-27 janeiro de 2024, Ceuta, Espanha.
- Lisboa, I., Guilherme, M. C., & Teixeira, N. (2020). Corporate governance practices in Portugal. *Corporate Law and Governance Review*, 2(1), 42–54. <https://doi.org/10.22495/clgrv2i1p4>
- Llobet-Dalmases, J., Plana-Erta, D., & Uribe, J. M. (2023). Cyclical capital structure decisions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 66, 101917. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.101917>
- Milbradt, K., & Oehmke, M. (2015). Maturity rationing and collective short-termism. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 553–570. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.009>

- Mireku, K., Mensah, S., & Ogoe, E. (2014). The relationship between capital structure measures and financial performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*, 9(6), 151–163. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n6p151>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *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. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.2307/1809167>
- 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)
- Nguyen, A., Nguyen, T., & Hoang, P. (2022). The impact of corporate governance quality on capital structure choices: Does national governance quality matter? *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1–24. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2073003>
- OCDE. (2013). *OECD economic outlook, volume 2013 issue 1*. Organisation for Economic Co-operation and Development. <https://www.oecd.org/economic-outlook/>
- Pahala, I., et al. (2025). Corporate governance mechanisms and capital structure in a two-tier board system: The role of board gender diversity. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 21(2), 1–20. <https://doi.org/10.22495/cbv21i2art2>
- Palmieri, E., Geretto, E. F., Polato, M., & Miani, S. (2024). Alternative finance in bank–firm relationship: How does board structure affect the cost of debt? *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-024-09700-4>
- Ribeiro, J. F. da C. (2014). *Corporate governance and capital structure: Analysis for the Portuguese and Spanish stock indices*. (Master's thesis, Universidade de Lisboa (Portugal)). <https://repositorio.ulisboa.pt/handle/10400.5/7777>
- Sell, J., & Reese, B. (2014). Social dilemma experiments in sociology, psychology, political science, and economics. In *Laboratory experiments in the social sciences* (2^a ed., pp. 225–245). <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-404681-8.00010-8>

Sibindi, A. B. (2016). Determinants of capital structure: A literature review. *Risk Governance and Control: Financial Markets and Institutions*, 6(4), 227–238. <https://doi.org/10.22495/RCGV6I4C1ART13>

Silva, N. M. (2022). *O Corporate Governance: Mecanismos e ferramentas, com foco na diversidade do Conselho de Administração e a controvérsia das finanças comportamentais* [Dissertação de mestrado, ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório ISCTE. <http://hdl.handle.net/10071/26736>

Silva, S. I. M. (2021). *Corporate governance, estrutura de capitais e desempenho das empresas não cotadas em Portugal*. (Master's thesis, Instituto Politécnico de Bragança) Portugal <http://hdl.handle.net/10198/24721>

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>

Vaz, C. de J. L. (2019). *Corporate governance e gestão do risco no setor bancário português* [Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto]. <http://hdl.handle.net/10400.22/16032>

Viswanath, P. V. (1993). Strategic considerations, the pecking order hypothesis, and market reactions to equity financing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(2), 213–226. <https://doi.org/10.2307/2331287>

Vo, M. T. (2021). Capital structure and cost of capital when prices affect real investments. *Journal of Economics and Business*, 113, 105944. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105944>

Anexos

Tabela A 1 - Lista de Empresas consideradas

Empresa	NIF/ ISIN
PSI -20 - PORTUGAL	
ALTRI SGPS, S.A.	507172086
Corticeira Amorim SGPS, S.A.	500077797
CTT Correios de Portugal S.A.	500077568
EDP Renováveis, S.A.	503161314
Galp Energia, SGPS, S.A.	504499777
Ibersol, SGPS S.A.	501669477
Jerónimo Martins SGPS, S.A.	500100144
Mota-Engil, Engenharia e Construção S.A	500197814
NOS SGPS, S.A.	504453513
REN – Redes Energéticas Nacionais SGPS, S.A.	503264032
Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A	502593130
Sonae - SGPS , S.A	500273170
The Navigator Company, S.A	503025798
IBEX 35 - ESPANHA	
Acciona	ES0125220311
Acciona Energía - CORPORACION	ES0105563003
Acerinox	ES0132105018
ACS	ES0167050915
Amadeus IT	ES0109067019
Cellnex	ES0105066007
Colonial - INMOB COLONIAL	ES0139140174
Enagás	ES0130960018
Endesa	ES0130670112
Fluidra	ES0137650018
Grifols	ES0171996087
IAG	ES0177542018
Iberdrola	ES0144580Y14
Inditex	ES0148396007
Indra	ES0118594417
Logista	ES0105027009
Meliá Hotels	ES0176252718
Merlin Properties	ES0105025003
Naturgy	ES0116870314
Redeia (REE)	ES0173093024
Repsol	ES0173516115
Rovi	ES0157261019
Sacyr	ES0182870214
Solaria	ES0165386014
Telefónica	ES0178430E18

Tabela A 2 - Teste de Normalidade

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
EndT_C	0,059	306	0,013	0,987	306	0,007
DCP_C	0,221	306	<,001	0,544	306	<,001
DLP_C	0,04	306	,200*	0,988	306	0,016
EndF_C	0,165	306	<,001	0,787	306	<,001
EndT_M	0,043	306	,200*	0,987	306	0,006
DCP_M	0,234	306	<,001	0,545	306	<,001
DLP_M	0,048	306	0,085	0,983	306	0,001
EndF_M	0,164	306	<,001	0,817	306	<,001
Dim_CA	0,135	306	<,001	0,968	306	<,001
CEOdual	0,407	306	<,001	0,612	306	<,001
Bindep	0,086	306	<,001	0,965	306	<,001
CAudit	0,541	306	<,001	0,221	306	<,001
%Mul	0,095	306	<,001	0,981	306	<,001
Dim	0,055	306	0,026	0,988	306	0,011
Tang	0,101	306	<,001	0,956	306	<,001
Rend	0,104	306	<,001	0,921	306	<,001
Idade	0,136	306	<,001	0,966	306	<,001
Setor	0,217	306	<,001	0,858	306	<,001
TCres_PIB	0,323	306	<,001	0,703	306	<,001
Infla	0,193	306	<,001	0,804	306	<,001
TMEnd_P	0,189	306	<,001	0,903	306	<,001

Tabela A 3 - Análise Multicolinearidade (VIF)

Variável	EndT_C	DCP_C	DLP_C	EndF_C	EndT_M	DCP_M	DLP_M	EndF_M
Dim CA	2,017	1,928	2,017	1,928	1,928	1,928	1,928	1,928
CEOdual	1,328	1,335	1,328	1,335	1,335	1,335	1,335	1,335
Bindep	1,905	1,892	1,905	1,892	1,892	1,892	1,892	1,892
CAudit	1,293	1,288	1,293	1,288	1,288	1,288	1,288	1,288
%Mul	1,72	1,718	1,72	1,718	1,718	1,718	1,718	1,718
Dim	2,203	2,182	2,203	2,182	2,182	2,182	2,182	2,182
Tang	1,332	1,323	1,332	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323
Rend	1,173	1,188	1,173	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
Idade	1,241	1,254	1,241	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Setor	1,253	1,265	1,253	1,265	1,265	1,265	1,265	1,265
TCres_PIB	1,542	1,539	1,542	1,539	1,539	1,539	1,539	1,539
Infla	1,851	1,847	1,851	1,847	1,847	1,847	1,847	1,847
TMEnd_P	1,359	1,361	1,359	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361