



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

***Corporate governance, estrutura de capitais e desempenho das
empresas não cotadas, em Portugal***

Sara Isabel Monteiro Silva

Dissertação apresentada ao *Instituto Politécnico de Bragança*
Para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças

Orientação:

Prof. Doutora Ana Paula Monte (IPB)

Prof. Doutora Maria do Carmo Correia (IPCA)

Bragança, dezembro, 2021



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**Corporate governance, estrutura de capitais e desempenho das
empresas não cotadas, em Portugal**

Sara Isabel Monteiro Silva (n.º 33954)

Orientação:

Prof. Doutora Ana Paula Monte (IPB)

Prof. Doutora Maria do Carmo Correia (IPCA)

Bragança, dezembro, 2021

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo estudar o efeito mediador que a alavancagem financeira tem na relação entre *corporate governance* e o desempenho das empresas portuguesas não cotadas do setor industrial (automóvel e vestuário) e hoteleiro, para o período compreendido entre 2013 e 2018. Pretende-se apurar qual a influência que as diversas variáveis de *corporate governance* (e.g. tamanho do conselho de administração, tamanho do comité de auditoria, presença de membros femininos no conselho de administração, concentração de capital, independência do conselho de administração) exercem na alavancagem (medida pelo endividamento) e no desempenho das empresas (medido pelo ROA).

Considerando que o efeito mediador da alavancagem ainda não está suficientemente estudado em Portugal, desenvolveram-se 4 modelos econométricos para responder às seguintes questões: (1) De que modo a *corporate governance* influencia a alavancagem? (2) Como é que a *corporate governance* influencia o desempenho na empresa? (3) Qual o efeito que a alavancagem financeira tem sobre o desempenho da empresa? (4) Qual o efeito mediador da alavancagem na relação entre *corporate governance* e o desempenho?

No geral, o setor 551 (hoteleiro) evidencia existir uma maior influência da *corporate governance* na alavancagem das empresas, como no setor 293 (automóvel) há evidência de uma maior influência da *corporate governance* no desempenho das empresas. No setor 141 (vestuário) observa-se que é o setor onde a *corporate governance* tem menos influência quer na alavancagem, quer no desempenho das empresas. O que é comum a todos os setores em estudo é que a alavancagem tem uma influência negativa no desempenho das empresas.

Nos setores do vestuário e hoteleiro, a alavancagem medeia parcialmente a relação entre a *corporate governance* e o desempenho da empresa.

Palavras - Chave: *Corporate governance*, desempenho financeiro, estrutura de capitais, setor industrial, setor hoteleiro.

Abstract

The following piece of work objective is to study the mediator effect that financial leverage has on the *corporate governance* relation, and the performance of companies not listed on a industrial (automobile and clothing) and hotel sector, for a period between 2013 and 2018. The aim is to determine what influence the various governance variables (e.g., size the executive board size, audit committee size, female board, ownership concentration, executive board independence) exert on leverage (measured by indebtedness) and on company performance (measured by ROA).

Considering that the mediating effect of leverage isn't still sufficiently studied in Portugal, 4 econometric models were developed to answer the following questions: (1) How does *corporate governance* influence leverage? (2) How does *corporate governance* influence company performance? (3) What effect does financial leverage have on company performance? (4) What is the mediating effect of leverage on the relation between *corporate governance* and performance?

Overall, sector 551 (hotel) shows that there is a greater influence of *corporate governance* on the leverage of companies, as in sector 293 (automobile) there is evidence of a greater influence of *corporate governance* on the performance of companies. In sector 141 (clothing) it is observed that it is the sector where *corporate governance* has less influence both on leverage and on the performance of companies.

What's ordinary to all sectors under study is that leverage has a negative influence on company performance.

In the clothing and hotel sectors, leverage partly mediates the relation between *corporate governance* and company performance.

Keywords: Corporate governance, financial performance, capital structure, industrial sector, hotel sector.

Resumen

Este trabajo tiene como objetivo estudiar el efecto mediador que tiene el apalancamiento financiero en la relación entre “corporate governance” y el rendimiento de las empresas portuguesas no cotizadas del sector industrial (automoción y confecciones) y hostelero, durante el período comprendido entre 2013 y 2018.

Se pretende pues, determinar qué influencia ejercen las distintas variables de “corporate governance” (por ejemplo, tamaño del consejo de administración, tamaño del comité de auditoría, presencia de mujeres en el consejo de administración, concentración de capital, grado de independencia del consejo de administración) en la puesta en marcha (medida por el endeudamiento) y en el desempeño de la empresa (medido por el ROA).

Teniendo en cuenta que el efecto mediador de este apalancamiento aún no se ha estudiado lo suficiente en Portugal, se han desarrollado 4 modelos econométricos para contestar a las siguientes preguntas: (1) ¿Cómo influye el “corporate governance” en el apalancamiento? (2) ¿Cómo influye el “corporate governance” en el desempeño de la empresa? (3) ¿Qué efecto tiene el apalancamiento financiero en el desempeño de la empresa? (4) ¿Cuál es el efecto mediador del apalancamiento sobre la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño?

En general, el sector 551 (hostelero) muestra que existe una mayor influencia del “corporate governance” en el apalancamiento de las empresas, ya que en el sector 293 (automóvil) se evidencia una mayor influencia del gobierno corporativo en el desempeño de las empresas.

En el sector 141 (confecciones) se observa que es el sector donde el gobierno corporativo tiene menos influencia, sea en el apalancamiento, sea en el rendimiento de las empresas. Lo que es común a todos los sectores bajo estudio, es que el apalancamiento tiene una influencia negativa en el desempeño de las empresas.

En los sectores de la confección y la hostelería, el apalancamiento media parcialmente la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño de la empresa.

Palabras clave: Gobernanza empresarial, rendimiento financiero, estructura del capital, sector industrial, sector de la hostelería.

Agradecimentos

A realização da presente dissertação foi um processo complexo, a qual sem o auxílio de algumas pessoas teria sido um caminho muito mais difícil de percorrer. Deste modo, gostaria de expressar o mais profundo agradecimento.

Gostaria de agradecer às minhas orientadoras Professora Doutora Ana Paula Monte e à Professora Doutora Maria do Carmo, pela simpatia, pela compreensão, pela disponibilidade demonstrada durante todo o processo, por todas as sugestões e pela permanente partilha de conhecimentos.

Agradeço também à minha família, em especial aos meus pais e irmã por durante toda esta fase demonstrarem a sua total confiança em mim e por sempre me apoiarem nos momentos mais importantes. Realço o papel fundamental da minha irmã por todos os preciosos conselhos, pela sua inteira disponibilidade em me ajudar, nos processos de revisão e, por me encorajar nos momentos mais difíceis.

Por fim, não poderia deixar de agradecer a todos os meus amigos e colegas por estarem sempre presentes nos momentos que mais precisei de um ombro amigo.

Abreviaturas e Acrónimos

Bvd	– <i>Bureau Van Dijk</i>
CAE	– Código de Atividade Económica
CEO	– <i>Chief Executive Officer</i>
CG	– Corporate Governance
CMVM	– Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CP	– Capital Próprio
CSC	– Código das Sociedades Comerciais
EU	– União Europeia
EY	– <i>Ernst & Young</i>
GCC	– Conselho de Cooperação do Golfo
INE	– Instituto Nacional de Estatísticas
IPCG	– Instituto Português de Corporate Governance
KPMG de Contas, S.A.	– KPMG & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais
MBV	– <i>Market to book Value</i>
OECD	– <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
OMT	– Organização Mundial do Turismo
PIB	– Produto Interno Bruto
PwC	– <i>Price Water House Cooper</i>
ROA	– Rentabilidade do Ativo Total
ROC	– Revisor Oficial de Contas
ROE	– Rentabilidade dos Capitais Próprios
SABI	– <i>System Analysis of Iberian Sheets</i>
SEC	– <i>Securities and Exchange Commission</i>
SIC	– <i>Standard Industrial Classification</i>
SOX	– <i>Sarbanes-Oxley</i>
TIAA-CREF	– <i>Teachers Insurance and Annuity Ass. Coll</i>

Índice

Lista de Figuras	viii
Lista de Tabelas	ix
Introdução	1
1. Revisão de Literatura	3
1.1 <i>Corporate Governance</i>	3
1.1.1 Teoria da <i>Corporate Governance</i> – Teoria da Agência	6
1.1.2 Sistemas de <i>Corporate Governance</i>	7
1.1.2.1 Sistema Anglo-saxónico.....	8
1.1.2.2 Sistema Continental	9
1.1.2.3 Principais diferenças entre os sistemas.....	9
1.1.2.4 Modelos de <i>Corporate Governance</i> em Portugal.....	10
1.1.2.5 Modelo Anglo-Saxónico.....	11
1.1.2.6 Modelo Dualista.....	11
1.1.2.7 Modelo Latino.....	12
1.1.3 <i>Corporate Governance</i> em Portugal	12
1.2 Estrutura de capitais.....	14
1.3 Desempenho da empresa	16
1.4 Impacto da <i>Corporate Governance</i> na estrutura de capital e no desempenho da empresa	17
1.4.1 Impacto da composição/tamanho do Conselho de Administração no desempenho da empresa..	17
1.4.2 Impacto da independência do Conselho de Administração no desempenho da empresa	18
1.4.3 Impacto da dualidade do CEO no desempenho da empresa	19
1.4.4 Impacto da diretoria feminina no desempenho da empresa	19
1.4.5 Impacto da concentração de propriedade no desempenho da empresa.....	20
1.4.6 Impacto da alavancagem no desempenho da empresa.....	20
1.4.7 A relação <i>corporate governance</i> , alavancagem e desempenho.....	22
1.5 Caracterização do setor industrial e hoteleiro em Portugal	22
1.5.1 Caracterização do setor hoteleiro.....	23
1.5.2 Caracterização do setor automóvel.....	26
1.5.3. Caracterização da indústria do vestuário.....	29
2. Metodologia de investigação.....	33
2.1 Objetivo do Estudo e Hipóteses de Investigação	33

2.2 Modelo de análise e descrição das variáveis	36
2.3 Base de dados, amostra e descrição dos métodos de tratamento dos dados	43
3. Apresentação e Análise dos Resultados	45
3.1 Caracterização da Amostra.....	45
3.2 Análise de resultados por setor.....	51
3.2.1 Análise de resultados para as empresas com CAE 141	52
3.2.1.1 Os efeitos da <i>corporate governance</i> na alavancagem financeira do CAE 141.....	52
3.2.1.2 Os efeitos da <i>corporate governance</i> no desempenho do CAE 141.....	53
3.2.1.3 Os efeitos da alavancagem financeira no desempenho do CAE 141.....	55
3.2.1.4 Os efeito da <i>corporate governance</i> e alavancagem financeira no desempenho do CAE 141.....	56
3.2.2 .Análise de resultados para as empresas com CAE 293.....	57
3.2.2.1 Efeitos da <i>corporate governance</i> na alavancagem financeira do CAE 293.....	57
3.2.2.2 Os efeitos da <i>corporate governance</i> no desempenho do CAE 293.....	59
3.2.2.3 Os efeitos da alavancagem financeira no desempenho do CAE 293.....	60
3.2.2.4 Os efeitos da <i>corporate governance</i> e alavancagem financeira no desempenho do CAE 293..	61
3.2.3 Análise de resultados para as empresas com CAE 551.....	63
3.2.3.1 Os efeitos da <i>corporate governance</i> na alavancagem financeira do CAE 551.....	63
3.2.3.2 Os efeitos da <i>corporate governance</i> no desempenho do CAE 551.....	64
3.2.3.3 Os efeitos da alavancagem financeira no desempenho do CAE 551.....	66
3.2.3.4 Os efeitos da <i>corporate governance</i> e alavancagem no desempenho do CAE 551.....	66
Conclusões, Limitações e Linhas de Investigação Futuras	68
Referências	70

Lista de Figuras

Figura 1. Número de empresas no setor hoteleiro, no período 2013 e 2018	23
Figura 2. Autonomia financeira do CAE 551, entre 2013 e 2018.	26
Figura 3. Número de empresas no setor automóvel, entre 2013 e 2018.	27
Figura 4. Autonomia Financeira do CAE293, entre 2013 e 2018.	29
Figura 5. Número de empresas no setor têxtil, entre 2013 e 2018.....	30
Figura 6. Autonomia financeira do CAE 141, entre 2013 e 2018.	32

Lista de Tabelas

Tabela 1. Diferenças entre os sistemas Anglo-saxónico e o Continental.....	10
Tabela 2. Distribuição das grandes empresas por localização da sede, do CAE 551, em percentagem, entre 2013 e 2018.	24
Tabela 3. Distribuição das médias empresas por localização da sede, do CAE 551, em percentagem, entre 2013 e 2018.	24
Tabela 4. Fontes de financiamento das grandes empresas, nos estabelecimentos hoteleiros, entre 2013 e 2018.....	25
Tabela 5. Fontes de financiamento das médias empresas, nos estabelecimentos hoteleiros, entre 2013 e 2018.....	25
Tabela 6. Distribuição das grandes empresas por localização da sede, com o CAE 293, em percentagem, entre 2013 e 2018.	27
Tabela 7. Distribuição das médias empresas por localização da sede, com o CAE 293, em percentagem, entre 2013 e 2018.	28
Tabela 8. Fontes de financiamento no setor automóvel das grandes empresas, entre 2013 e 2018. ...	28
Tabela 9. Fontes de financiamento no setor automóvel das médias empresas, entre 2013 e 2018. ...	28
Tabela 10. Distribuição de grandes empresas por localização da sede, com o CAE141, em percentagem, entre 2013 e 2018.	30
Tabela 11. Distribuição de médias empresas por localização da sede, com o CAE 141, em percentagem, entre 2013 e 2018.	31
Tabela 12. Fontes de financiamento na indústria têxtil das grandes empresas, entre 2013 e 2018. ...	31
Tabela 13. Fontes de financiamento na indústria têxtil das médias empresas, entre 2013 e 2018.	31
Tabela 14. Impacto das variáveis <i>corporate governance</i> e alavancagem no desempenho.....	35
Tabela 15. Variáveis dependentes.....	40
Tabela 16. Variáveis independentes relacionadas com a <i>corporate governance</i>	41
Tabela 17. Variáveis de controlo.....	42
Tabela 18. Localização das empresas, da amostra.....	46
Tabela 19. Distribuição do número de postos de trabalho, por ano	47
Tabela 20. Distribuição do volume de negócios, em Euros, por ano.....	47
Tabela 21. Estatística descritiva das variáveis de controlo e das variáveis dependentes	48
Tabela 22. Estatística descritiva das variáveis independentes (variáveis quantitativas).....	49
Tabela 23. Estatística descritiva das variáveis independentes (variáveis qualitativas nominais)	50
Tabela 24. Correlação entre as variáveis em estudo no período de 2013 a 2018	51

Tabela 25. Regressão OLS - Modelo 1 - Efeitos da <i>corporate governance</i> na alavancagem nas empresas pertencentes à CAE 141	52
Tabela 26. Regressão OLS - Modelo 2 - Efeitos da <i>corporate governance</i> no desempenho nas empresas pertencentes à CAE 141	54
Tabela 27. Regressão OLS – Modelo 3 - Efeitos da alavancagem no desempenho nas empresas pertencentes à CAE 141	55
Tabela 28. Regressão OLS – Modelo 4 - Efeito mediador da <i>corporate governance</i> e alavancagem financeira no desempenho das empresas pertencentes à CAE 141	56
Tabela 29. Regressão OLS - Modelo 1 - Efeitos da <i>corporate governance</i> na alavancagem com o CAE 293.....	58
Tabela 30. Regressão OLS - Modelo 2 - Efeitos da <i>corporate governance</i> no desempenho com o CAE293	59
Tabela 31. Regressão OLS – Modelo 3 – Efeitos da alavancagem no desempenho da empresa, com CAE 293	61
Tabela 32. Regressão OLS – Modelo 4 – Efeitos da <i>corporate governance</i> e alavancagem no desempenho da empresa, com CAE 293	62
Tabela 33. Regressão OLS - Modelo 1 - Efeitos da <i>corporate governance</i> na alavancagem com o CAE 551.....	63
Tabela 34. Regressão OLS - Modelo 2 - Efeitos da <i>corporate governance</i> no desempenho com o CAE 551.....	65
Tabela 35. Regressão OLS – Modelo 3 – Efeitos da alavanca no desempenho da empresa, com CAE 551.....	66
Tabela 36. Regressão OLS – Modelo 4 – Efeitos da alavanca e da <i>corporate governance</i> no desempenho da empresa, com CAE 551	67

Introdução

O presente estudo pretende verificar qual o efeito mediador da alavancagem entre a *corporate governance* e o desempenho das empresas não cotadas, dos setores hoteleiro, vestuário e automóvel em Portugal, no período compreendido entre 2013 e 2018. Há poucos estudos que abordem este efeito mediador na literatura financeira, normalmente, a literatura foca-se no (1) efeito da *corporate governance* no desempenho (e.g., Ansari, Gul, & Ahmad, 2017; Jesus, 2019; Sadiq, Nosheen, & Akhtar, 2020), (2) efeito da *corporate governance* na alavanca financeira (e.g., Zhou, Li, & Chen, 2020) e (3) efeito da alavanca financeira no desempenho (e.g., Ahmed (2017)). Nos últimos anos, temos assistido a uma crescente literatura sobre o efeito da *corporate governance* no desempenho. Enquanto alguns estudos indicam que há uma relação direta entre essas duas variáveis, também há estudos que mostram o efeito indireto da *corporate governance* no desempenho (e.g., Detthamrong et al., 2017).

Neste presente trabalho colocam-se algumas interrogações às quais se tem como objetivo dar resposta, sendo que a questão primordial é a compreensão da variável alavancagem e verificar se a mesma exerce um efeito mediador no relacionamento entre a *corporate governance* e o desempenho. E através da questão principal, surgem as seguintes questões de investigação: (1) De que modo a *corporate governance* influencia a alavancagem? (2) Como é que a *corporate governance* influencia o desempenho na empresa? (3) Qual o efeito que a alavancagem financeira tem sobre o desempenho da empresa? (4) Qual o efeito mediador da alavancagem na relação entre *corporate governance* e o desempenho?

Considerando que a relação entre *corporate governance*, desempenho (financeiro) e alavancagem ainda não está suficientemente estudado em Portugal, desenvolveram-se 4 modelos econométricos para responder às questões acima colocadas, tendo-se selecionado uma amostra de 313 empresas não cotadas dos setores 551 – Estabelecimentos hoteleiros, CAE 293 – Fabricação de componentes e acessórios para veículos automóveis e CAE 141 – confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pelo, para os anos de 2013 a 2018. Os motivos que nortearam a escolha dos diversos setores em estudo são os seguintes: no ano 2018, o setor da hotelaria conseguiu reforçar a sua posição como principal setor exportador da economia e as receitas contribuíram com 8,2% para o PIB português; quanto ao setor do vestuário, este foi considerado um ótimo setor para se investir, produzir ou estabelecer parcerias no setor da moda, contribuindo, significativamente, para o crescimento do PIB, e, por fim, a escolha do setor automóvel deveu-se ao crescimento que se tem verificado em Portugal, possuindo uma significativa quota de mercado.

Este estudo está dividido em três capítulos: o primeiro capítulo consiste na apresentação da revisão de literatura, onde se explicam os conceitos de *corporate governance*, da estrutura de capital e do desempenho, referindo as diversas teorias subjacentes. Também é realizada a caracterização e comparação do setor hoteleiro, automóvel e do vestuário em Portugal; no segundo capítulo é abordada a metodologia adotada, onde são descritos os objetivos de

investigação, as respetivas hipóteses, os modelos de análise utilizados e as variáveis de investigação; no terceiro capítulo descreve-se a amostra, procedendo-se, de seguida, à análise descritiva e à análise de resultados obtidos através das regressões OLS e, por último, são apresentadas as principais ilações do estudo, com menção a algumas limitações e possíveis linhas de investigação futura.

1. Revisão de Literatura

Antes de iniciar a explicitação do tema, serão abordados cada um dos conceitos a nível individual e apenas depois se procederá à análise do conjunto das variáveis.

Deste modo, a análise iniciará com os conceitos *corporate governance*, estrutura de capitais e desempenho da empresa. Contudo, na sua explicação, poderá ocorrer a agregação de conceitos, com o intuito de torná-los mais perceptíveis.

1.1 Corporate Governance

O aparecimento da *corporate governance* está associado a três grandes pilares: à gestão, à economia e ao Direito. À gestão por ser um sistema de regras respeitantes ao modelo de gestão; à economia por delimitar o sistema económico e ao Direito por implementar um conjunto de regras (Cheffins, 2001).

Em 1956, um grupo de sociólogos de Harvard publicou um estudo “*The American Business Creed*”, sobre o qual os gestores identificaram as quatro seguintes responsabilidades: para com os consumidores, para com os empregados, para com os acionistas e, por último, para com o público. Aquele estudo insistia que os gestores tinham a faculdade de tomarem as suas decisões, independentemente, dos demais fatores associados (Jacoby, 2005 citado por Baila, 2015).

Contrariamente, em 1976, Jensen e Meckling publicaram um artigo “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” onde demonstravam o descontentamento dos proprietários para com os gestores, por estes estarem focados no interesse económico dos mesmos, ao invés dos proprietários, o que conduziu ao desenvolvimento da teoria da agência, teoria fundamental para a *corporate governance*, que marcou a Era do capitalismo com a exaltação do papel dos acionistas que desencadeou à falência de diversas empresas.

O conceito foi evoluindo ao longo do tempo devido às fusões, aquisições inflacionadas das ações, da quebra de confiança nos auditores. Na década dos anos 90, os Estados Unidos da América introduziram a obrigatoriedade de criação de regras para o modo como a informação é prestada aos acionistas. Tal informação é fornecida por parte da administração, com a aplicação de medidas/modelos criados pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) (Johnson, Scholes, & Whittington, 2007). Essa década foi importante para o desenvolvimento da *corporate governance* como é atualmente entendida. Consequentemente, em 1993, o maior fundo de pensões do mundo, o *Teachers Insurance and Annuity Ass. Coll.* (TIAA-CREF) compilou um conjunto de princípios de *corporate governance* (Gillan & Starks, 2003; Hann, 2001).

O conceito de *corporate governance* tem sido alvo de grandes estudos e a sua relevância tem aumentado perante as empresas. Os motivos que o tornaram mais relevante foram os

seguintes: os escândalos financeiros, com as empresas *Enron*, *Tyco*, *WorldCom* ou *Parmalat*; a crise financeira de 2008; o aumento da diversidade de operações através de capitais alheios (Ribeiro, 2014) e a presença de diferentes mecanismos de governação entre países.

A presença dos escândalos financeiros com as empresas, anteriormente mencionadas, conduziu à necessidade de reestabelecer algumas leis apresentadas em códigos como o de Cadbury, em 1992, e a Lei Sabarnes-Oxley (SOX), em 2002.

O relatório de Cadbury define *corporate governance* como um sistema que permite controlar as empresas (Cadbury, 1992) e aborda questões pertinentes para a *corporate governance*, principalmente, relacionadas com os órgãos de administração e comissões, introduzindo o princípio "*comply or explain*" sobre a qual as empresas devem declarar as normas que cumprem o código de boas práticas. O modelo especificado serviu como protótipo para diversos países, os quais criaram modelos específicos de *governance* mediante as suas especificidades (Faria, 2013). No entanto, a lei SOX estabelece uma conduta que tem por base o aconselhamento dos procedimentos de *corporate governance* para empresas cotadas, nacionais ou estrangeiras, procedimentos estes, que consistem na verificação e adequação da informação, relativamente aos resultados e à divulgação do relato financeiro (Almeida, 2014).

Na Europa, a reação aos escândalos financeiros foi mais flexível e baseada em princípios. Em 2002 foi publicado o relatório "*Winter*" II, sob o título de "um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades na Europa", que foi considerado o primeiro estudo relevante de harmonização do tema no espaço comunitário, neste relatório defende-se que as empresas deverão ter a liberdade de escolha entre os sistemas monista e dualista (Faria, 2013).

Para além dos referidos, existem mais contribuições, comumente relevantes, que possibilitaram a evolução do conceito, como é o caso da OECD (2004) que elaborou os princípios de governação, providenciando a definição mais completa de *governance*. De acordo com a OECD (2004), a *corporate governance* consiste no estabelecimento de relações entre a Administração, o Conselho, os acionistas e outras partes interessadas na empresa, fornecendo uma estrutura adequada para a concretização dos objetivos da empresa e os meios para os atingir. Apresenta como principal ensejo a necessidade de promover a eficiência e a competitividade das empresas de modo a melhorar a confiança nos mercados de capitais, o desenvolvimento da estabilidade financeira e o crescimento económico. A *corporate governance* encontra-se presente em entidades de todo o mundo, que apesar de diferentes, detêm mecanismos que possibilitam o auxílio na resolução dos problemas (Pillai & Al-Malkawi, 2018).

No entanto, é importante salientar que Portugal apenas demonstrou interesse na sua adoção no final do século XX, justificado pela intensificação do efeito da globalização, validadas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), sendo que é no Código dos Valores Mobiliários onde se encontram as regras de conduta a adotar no exercício da *corporate governance*.

Consequentemente, a CMVM afirma que a *corporate governance* é composta por um sistema de regras e códigos que se encontram interligadas com a gestão e controlo de empresas. Tais informações e contributos encontram-se presentes no Código das Sociedades Comerciais (Silva, Vitorino, Alves, Cunha, & Monteiro, 2006).

Devido à evolução dos tempos, surge a necessidade constante de adequação destes princípios, para poder dar face a todas as possíveis falhas existentes, pois as fragilidades dos códigos e a crise financeira de 2008 motivaram a falência da *WorldCom Xerox, Tyco* e diversas empresas, como mencionado anteriormente (Silva et al. 2006).

As questões de *corporate governance* são, comumente, associadas a grandes empresas e cotadas, visto que a sua aplicação é mais usada para diminuição dos custos decorrentes da expropriação por parte da gestão e dos custos de *corporate governance*, designados como problemas de agência (Silva, 2009).

As empresas, dependendo do ambiente em que se encontram, possuem diferentes níveis de *governance*, pois empresas com boa *corporate governance* são extremamente importantes, uma vez que permitem reduzir o risco dos investidores, conduzindo ao crescimento da atração pelo capital de investimento e, consequentemente, ao auxílio na melhoria do desempenho (Haque, Arun, & Kirkpatrick, 2011). No último século, Portugal apresentou uma evolução significativa nas práticas de *corporate governance*, motivado pelo crescimento exponencial da globalização, o que aumentou a confiança entre os agentes da empresa (Gonçalves, 2007; Mouro, 2014).

Perante um mundo globalizado, em constante evolução, existe necessidade de adotar melhores práticas de *corporate governance*, e Portugal não foi exceção, pois a OECD emitiu um parecer que dá a conhecer os princípios internacionais direcionados às sociedades cotadas e obriga à publicação de um conjunto de recomendações dirigidas a essas mesmas sociedades (Carvalho, 2017).

Os modelos devem ser observados como mecanismos de atribuição dos direitos e responsabilidades dos diferentes *stakeholders* da empresa, que permite a descrição das regras/procedimentos para o auxílio do processo da tomada de decisão fornecendo uma estrutura adequada e obtenção de todos os objetivos da empresa (Campos, 2015).

Posto isto, surge a necessidade de haver a separação entre os órgãos de administração e de fiscalização, que é realizada com o auxílio de administradores independentes que permitem uma fiscalização com um maior grau de confiabilidade (Almeida, 2014). Todavia, revela-se pertinente realçar que o interesse do *corporate governance* não se baseia somente no conjunto de estruturas de decisão e de fiscalização (Clarke, 2007).

Perante o exposto, pode-se concluir que o conceito de *corporate governance* deve ser observado como uma estrutura que tem como intuito dar respostas às questões colocadas relativamente à tomada de decisão e aos melhores métodos para atingir os fins empresariais pretendidos, relacionados de forma direta com a legislação devido à sua influência (Silva et al.,

2017). Este conceito revela-se uma medida de proteção aos direitos dos acionistas, possibilitando ter um maior controlo em todo o processo de decisão da empresa. Como este processo depende do enquadramento legal e institucional de cada empresa, encontra-se diretamente associado ao país e, conseguinte, ao sistema de *corporate governance*.

Deste modo, é possível observar sistemas do tipo continental e anglo-saxónico, sendo que o continental é designado como um método de controlo interno que se baseia nas relações, enquanto o anglo-saxónico tem como base o controlo externo ou controlo de mercado (Silva et al., 2006), podendo coexistir os dois tipos de controlo (Batista, 2009). Extraíndo-se, também, que as empresas da Europa continental e Japão demonstram uma maior proximidade com o modelo continental, já os países como os EUA, Reino Unido demonstram uma maior influência anglo-saxónica (Silva et al., 2006).

1.1.1 Teoria da *Corporate Governance* – Teoria da Agência

As teorias da *corporate governance* surgiram, em meados do século XVIII, consistindo na publicação do livro do filósofo e economista Adam Smith que se caracteriza por referenciar sociedades constituídas por diversos acionistas.

Adam Smith formulou a questão principal da *corporate governance*:

"The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own."

Em Smith (1776), p.606-607

Com o crescimento exponencial dos mercados e a consequente dispersão do capital pelos diversos acionistas, tornou-se dispendioso que todos os acionistas fizessem parte do processo de decisão (Fama & Jensen, 1983). Tais acontecimentos conduziram à separação de propriedade e controlo, no que concerne à delegação de decisões e funções da equipa de gestão, desencadeando uma relação de agência.

O presente fenómeno proporcionou o aparecimento de uma das teorias mais estudadas, a teoria da agência, desenvolvida por Berle e Means, em 1932, que versou acerca da análise sobre a separação entre propriedade e controlo de riqueza, caracterizado por privilegiar a maximização dos acionistas proprietários das empresas. Todavia, surgiu a necessidade de priorizar a maximização dos lucros para todos os acionistas (Tierno, 2014).

A teoria da agência ganhou especial relevância quando, Jensen e Meckling (1976), apresentaram a definição de empresa. Esta teoria está encontra-se diretamente relacionada com a estrutura de propriedade e, segundo estes autores, consiste na análise da relação entre o agente e o principal, com os respetivos custos, caracterizado como um contrato elaborado entre uma ou mais pessoas, ou seja, entre os contratantes e um terceiro, para prestar um serviço. A

elaboração daquele contrato permite reduzir os conflitos entre eles e maximizar o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976).

A separação das funções delegadas pode surgir através do facto dos detentores de capital não serem totalmente qualificados ou informados para a tomada de decisões, sendo pertinente a contratação de uma equipa de gestão qualificada, o que conduz ao aparecimento de conflitos denominados conflitos de interesses. Para impedir a tomada de decisão em prol da obtenção de benefícios, surgiu a necessidade de criar mecanismos que monitorizem o desempenho. A este processo estão associados custos, os denominados custos de agência, nos quais se encontram incorporados os custos de elaboração e estruturação de contratos (Jensen & Meckling, 1976).

Outro tipo de problema foi referente ao conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Este problema é mais comum em empresas familiares e em empresas com uma propriedade concentrada. Na generalidade, os acionistas majoritários detêm uma maior participação e, como tal, mais acesso à informação e um maior acesso confere aos acionistas a possibilidade de usar a assimetria da informação em benefício próprio. Deste modo, a presença de acionistas minoritários no conselho de administração tem um efeito mínimo no conflito existente (Villalonga, Amit, & Guzmán, 2015).

Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) defendem a existência de conflitos entre acionistas e credores relacionados com o endividamento da empresa. A sua designação também pode ser denominada de “substituição de ativos ou efeito de mudança de risco e subinvestimento proveniente da dívida gerada pelos investimentos em negócios de risco” (Villalonga *et al.*, 2015, p.15).

Ao longo dos tempos, este conceito foi evoluindo e foi ganhando especial relevância com o processo de globalização. A teoria da agência é uma das teorias com maior importância no governo das sociedades, porém existem outras teorias associadas, como, por exemplo, a teoria dos direitos de propriedade, a teoria dos custos de transação, a teoria da maximização do valor da empresa e a teoria dos *stakeholders*.

A teoria *supra* referida possui como função tornar os mecanismos internos e externos de governo das sociedades eficientes, com o fim de concretizar todos os objetivos da empresa (Costa, 2018). Os presentes mecanismos são influenciados pela legislação ou jurisprudência que provocam a variação no processo de decisão (Campos, 2015). Tal conduziu à observação de diferentes características diferenciadoras que conduziram à formação de diferentes sistemas nos diferentes países.

1.1.2 Sistemas de Corporate Governance

A *corporate governance* está presente nas mais diversificadas empresas que detêm características específicas, dependendo do tipo de negócio. Como o modo de operar é totalmente diferente de país para país, surgiu a necessidade de aprofundar os mecanismos de

corporate governance, conduzindo à formação de dois sistemas: o sistema anglo-saxónico e o continental (Silva *et al.*, 2006).

Os dois principais sistemas de governo são o anglo-saxónico, também referenciado como modelo dos *shareholders* ou acionistas, que se pauta pela presença de características observadas em países como os Estados Unidos da América e o Reino Unido. No entanto, a nível continental, o também conhecido modelo dos *stakeholders* – ou partes interessadas, baseia-se em características apresentadas por países da Europa Continental e Japão (Sheifer & Vishny, 1997).

Os sistemas mencionados são influenciados por duas correntes, a *civil law* e *common law* que dão forma os modelos de *corporate governance* (Batista, 2009). O *civil law* é caracterizado por princípios legais organizados por jurisprudência com maior influência do governo e fraca proteção dos interesses privados, que predominantemente são aplicados no continente europeu. No entanto, a *common law* assenta nas decisões dos tribunais e não em atos legislativos, sendo que este é caracterizado por se apresentar nos Estados Unidos da América, Canadá, Reino Unido e outros. Contudo, é importante mencionar a existência de uma maior diversidade legal.

O principal intento da elaboração destes sistemas é a redução de custos provenientes da separação de propriedade e do controlo e, conseqüentemente, alinhar os interesses dos proprietários e permitir controlar a atividade do gestor (Babić & Nikolić, 2016).

Através da análise dos sistemas verifica-se que ambos apresentam vantagens, contudo, é contraproducente afirmar qual a melhor opção de escolha. Devendo-se primeiro observar qual o tipo de empresa em causa e qual a sua envolvente (Campos, 2015).

1.1.2.1 Sistema Anglo-saxónico

O sistema assenta na ideia de que os mercados são descentralizados e que funcionam como reguladores, ou seja, as características assentam num fim que é a obtenção de lucro (Batista, 2009). O presente sistema caracteriza-se por se centrar nos acionistas, tendo em consideração os seguintes elementos distintivos: o capital e a liquidez do mercado (Campos, 2015). Verifica-se que o elemento mais importante neste sistema é a convicção da presença de um mercado eficiente e que os principais elementos constituintes são a remuneração dos gestores, a ampla divulgação de informação, existência de auditoria externa e estrutura do conselho de administração, sendo este último constituído por administradores internos, normalmente antigos executivos, e externos, sem qualquer ligação à empresa. Os administradores externos são responsáveis pela fiscalização e avaliação, pela determinação da remuneração e pelo despedimento dos administradores, para o qual dispõe de diversos comités de auditoria, de vencimentos e nomeações (Silva *et al.*, 2006).

Este sistema é, predominantemente, utilizado em empresas americanas, que possuem, como base, o capitalismo de mercado para a criação de riqueza dos acionistas e a orientação

dos comportamentos para a obtenção de resultados (Pereira, 2013). O sistema anglo-saxónico exerce um papel influente nos gestores, uma vez que o seu papel se concentra na regulação, com o intuito de alinhar os interesses entre os gestores e acionistas.

1.1.2.2 Sistema Continental

O sistema continental, também designado como latino, é um sistema característico da Europa Continental e do Japão. O presente modelo está diretamente associado ao *civil law*, uma vez que se encontra associado a países que seguem as diretivas da União Europeia (UE), regidas pelas recomendações da OECD e que têm os seus próprios regulamentos no governo das sociedades (Babić & Nikolić, 2016).

Segundo Barca e Becht (2001), o sistema continental indica que um dos fatores essenciais é o controlo empresarial por uma estrutura acionista concentrada, isto é, os acionistas tomam as principais decisões.

Neste, contrariamente ao anglo-saxónico, o capital é mais concentrado e é caracterizado por possuir uma maior disciplina entre os gestores, tendo o foco na necessidade de satisfazer as expectativas sociais, mais precisamente a dos empregados e *stakeholders*, conduzindo à denominação do presente modelo como Modelo dos *Stakeholders*. No que diz respeito aos acionistas, o sistema continental confere mais ênfase aos pequenos acionistas, como tal, é frequente a presença de um dos sócios nos órgãos de administração ou a realização de uma eleição de alguém de confiança (Silva et al., 2006). Os acionistas possuem uma remuneração fixa, mas mais significativa que a do sistema anglo-saxónico.

Deste modo, o sistema continental concede mais realce ao modelo com remuneração fixa pelo facto de não existir necessidade de alinhar os interesses dos gestores com o dos acionistas (Silva et al., 2006).

1.1.2.3 Principais diferenças entre os sistemas

Analisar os sistemas e perceber como funcionam é importante, revelando-se igualmente crucial perceber o motivo da escolha de determinado modelo pelas empresas.

Realce-se que a presença de diferentes modelos, nos diferentes países, varia de acordo com a forma de organização da propriedade e do controlo.

Na Tabela 1 encontram-se explicadas quais as principais diferenças entre os sistemas.

Tabela 1. Diferenças entre os sistemas Anglo-saxónico e o Continental

Diferenças	Sistemas	
	Anglo-Saxónico	Continental
Estrutura acionista	Dispersa	Concentrada
Estrutura de propriedade	Bancos e particulares privados	Institucionais
Tipo de empresas	Maioritariamente constituídos por empresas cotadas na bolsa	Reduzido número de empresas cotadas na bolsa
Responsabilidades	Dependência de responsabilidades executivas e supervisão	Dependência de responsabilidades executivas e supervisão

Fonte: Elaboração própria baseada em Luís (2018, pp.15-16).

A diversidade de características dos sistemas adotados por cada país também se prende com a presença de mercados bolsistas. Assim, verifica-se que, nos sistemas anglo-saxónicos, as empresas são maioritariamente cotadas em bolsa, conduzindo a um maior distanciamento entre os acionistas e gestores, porém, nos sistemas continentais observa-se um menor número dessas empresas, o que permite uma relação mais próxima entre os acionistas e a gestão (Luís, 2018).

1.1.2.4 Modelos de *Corporate Governance* em Portugal

Perante um mundo globalizado e em constante evolução, há a necessidade de adotar melhores práticas de *corporate governance* e, no ano de 1999, Portugal não foi exceção, sendo que a OCDE emitiu um parecer que dá a conhecer os princípios internacionais direcionados às sociedades cotadas e obriga à publicação de um conjunto de recomendações dirigidas a essas mesmas sociedades (Carvalho, 2017). As práticas aplicadas em cada país influenciam o modelo aplicado, visto que este varia de acordo com a natureza sociocultural, os regulamentos e as instituições. Tais aspetos afetam a relação estabelecida entre os administradores e os acionistas. Assim, é possível observar diferentes modelos de *corporate governance*, como o modelo anglo-saxónico, o alemão, o japonês, o latino-europeu ou monista e o latino-americano.

No ano de 2005, verificava-se em Portugal a presença de somente dois modelos que as sociedades anónimas podiam adotar, sendo o modelo monista (latino) e o modelo dualista, pertencentes ao sistema continental.

Em 2006, houve a adaptação da lei portuguesa às recomendações da Comissão Europeia. Esta alteração permitiu o acréscimo de mais um modelo no Código das Sociedades Comerciais (CSC), o modelo anglo-saxónico presente no Decreto-Lei nº 76-A/2006 de 29 de março. Assim sendo, ocorreu o surgimento de mais um modelo, perfazendo um total de três.

Relativamente aos órgãos de administração em países como a Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça, constata-se de que pertencem ao sistema continental, onde se verifica a predominância do modelo dualista. O modelo dualista caracteriza-se por se subdividir em dois órgãos com responsabilidade na administração: o conselho de administração e o conselho de supervisão ou conselho geral (Batista, 2009), dentro deste encontra-se um presidente do conselho de administração, um presidente de direção ou *Chairman* e um *Chief Executive Officer* (CEO) (Silva et al., 2006).

Apesar de nos países europeus se verificar a predominância de um modelo dualista, em Portugal domina o modelo monista que é caracterizado por possuir apenas um órgão de administração em cada empresa (Campos, 2015).

1.1.2.5 Modelo Anglo-Saxónico

O modelo Anglo-Saxónico é um modelo bastante presente nas empresas de todo o mundo que, de acordo com Batista (2009), é constituído por três órgãos: a assembleia Geral, o conselho de administração e o conselho fiscal. No entanto, cabe ao conselho de administração assumir a responsabilidade pela gestão da empresa e à Comissão de Auditoria a fiscalização, sendo de notar que nesta é necessário a presença de um Revisor Oficial de Contas (ROC) responsável pela auditoria das contas da empresa (Batista, 2009).

O presente modelo é caracterizado pela facilidade em obter a informação necessária para o órgão fiscalizador, sendo a comissão de auditoria constituída por, pelo menos, três pessoas nomeadas pela Assembleia. Com estas condições existe uma maior independência entre o órgão fiscalizador e o órgão de gestão (Batista, 2009).

1.1.2.6 Modelo Dualista

No modelo dualista há a separação entre os elementos da gestão e dos detentores da empresa (Batista, 2009). O modelo é composto por quatro órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho Geral, a Comissão Executiva e o Revisor Oficial de Contas. Do Conselho Geral fazem parte elementos eleitos pela Assembleia Geral, que não necessitam de ser acionistas, e a Comissão Executiva é formada por elementos do Conselho Geral e da Assembleia Geral (Batista, 2009).

1.1.2.7 Modelo Latino

O modelo monista ou latino, tal como o modelo Anglo-Saxónico, é constituído por três órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal (ou fiscal único). Segundo a informação apresentada pelo Instituto Português do *Corporate Governance* (IPCG) (2011), este modelo divide-se em modelo latino reforçado ou monista, diferenciado pela presença de um revisor oficial de contas que pode ser um membro do conselho fiscal (Batista, 2009).

A particularidade deste modelo está na facilidade de suprimir o conselho fiscal, conferindo a possibilidade de optar por possuir apenas um fiscal único ou não. A revisão de contas pode ser anual e praticada pelo conselho fiscal, devido ao facto de ser menos dispendioso (Batista, 2009). Este modelo é o mais utilizado em Portugal, caracterizado por deter somente um órgão de administração.

1.1.3 *Corporate Governance* em Portugal

Com o desenvolvimento a nível internacional das empresas e com o aumento da globalização dos mercados surgiu a necessidade de se criar novos parâmetros de segurança e de organização (Campos, 2015), sendo que Portugal não foi exceção. Contudo, a crise financeira colocou novas exigências tornando de forma imperativa a reformulação do quadro jurídico. Deste modo, surgiu a necessidade de criar um enquadramento legal e de códigos de conduta de modo a assegurar a normalidade das empresas.

Neste sentido, observa-se que a primeira ação tomada por Portugal assentou na transposição para a ordem jurídica interna daqueles que usavam reflexões de diferentes instituições, principalmente, a nível europeu e da OECD. Ocorreu, também, uma evolução da estrutura do tecido empresarial com uma especificidade muito própria, dirigindo as empresas predominantemente para o setor privado. Tal observou-se até meados da década de 70 do século XX e após a revolução de 1974, momento em que ocorreu um aumento do controlo empresarial por parte do Estado (Esperança, 2011 citado por Campos, 2015),

No entanto, a integração de Portugal na UE em janeiro de 1986, e as influências externas, conduziram a uma série de reformas estruturais que levaram a um elevado crescimento económico. Consequentemente, verificou-se que o sistema legal constituiu um dos elementos decisivos para o melhoramento da qualidade do sistema de *corporate governance*, motivado pela tendência de uma estrutura de propriedade concentrada que desencadeou um maior risco de expropriação dos acionistas minoritários e dos problemas de agência (Esperança, 2011 citado por Campos, 2015).

Assim, com o surgimento dos conflitos de agência, a CMVM procedeu à formulação de um conjunto de recomendações que conduziram à elaboração do Código de Governo das Sociedades, que entrou em vigor em 1986. Por conta dessas recomendações, no ano 1999, as práticas de *corporate governance* foram introduzidas pelas empresas portuguesas, o que

permitiu melhorar o desempenho das sociedades e o equilíbrio de interesses entre os acionistas (Silva et al., 2006).

Em 2001, surgiu o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 que tornou obrigatória a divulgação pública e anual do grau de cumprimento das recomendações, tendo fornecido um modelo de relatório sobre o governo da sociedade que deve ser anexado ao relatório de gestão ou colocado num capítulo separado por uma filosofia de *comply or explain*.

Todavia, o sistema, em 2003, sofreu uma avaliação que englobava o processo, não só em sociedades cotadas, mas também em auditores, juristas e entidades gestoras. Fruto dessa avaliação surgiu um documento denominado de “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”

Em 2013, foi aprovado o Código de *Corporate Governance* do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG). Mais tarde, surgiu o aparecimento de um código, publicado a partir de 2014, constituído por um conjunto de boas práticas de *corporate governance*, com vista a dar resposta a um conjunto de empresas, principalmente, às que emitem ações para negociação no mercado regulamentado. De acordo com a regra “*comply or explain*”, o código procura obter de uma forma mais fácil a adequabilidade das sociedades.

Mesmo com a existência de um Código de Governo das Sociedades como alternativa à CMVM, este é um instrumento com aplicação voluntária (OECD, 2004). O seu aparecimento defende a necessidade de assegurar a transparência, proteção dos acionistas e prevenção de conflitos de interesses e aumentar a flexibilidade das sociedades cotadas relativas à adoção das melhores práticas.

Em Portugal, o modelo que foi primeiramente observado foi o modelo monista direcionado para os acionistas, com raízes no sistema continental. Porém, em 2006, ocorreu a aprovação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, que permitiu a aprovação do modelo anglo-saxónico. Nesta esteira, na atualidade existem três tipos de modelos: o monista, dualista e anglo-saxónico.

As sociedades anónimas presentes em Portugal possuem modelos de *corporate governance* com estruturas monistas e dualistas, sendo importante referir-se que as sociedades em Portugal possuem uma particularidade que é a falta de independência dos conselhos de administração e a limitação do direito de voto (Esperança, 2011 citado por Campos, 2015), com o objetivo de tornar a *governance* num mecanismo útil para as empresas.

Por fim, é necessário referir que cada empresa apresenta um sistema de governação empresarial próprio adequado às suas necessidades (Awan & Abbas, 2016).

Não obstante, é importante mencionar que as empresas podem adotar uma estrutura de governação das sociedades de acordo com o estipulado no artigo 278.º do Código das Sociedades Comerciais¹:

“Artigo 278.º - Estrutura da administração e da fiscalização

1 - A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de três modalidades:

- a) Conselho de administração e conselho fiscal;
- b) Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas;
- c) Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas.”

A *corporate governance* é constituída por diversas características tais como, o tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração, tamanho do comité de auditoria, direção feminina, dualidade do CEO, concentração de propriedade e reputação dos auditores (Detthamrong, Chancharat, & Vithessonthi, 2017).

1.2 Estrutura de capitais

O tema estrutura de capitais, considerado um tema sensível nas finanças empresariais, é definido como a forma como a empresa se financia e como aplica os capitais investidos, ou seja, consiste na distribuição do capital permanente da empresa entre capital próprio e capital alheio de médio e longo prazo (Herdeiro, 2019).

Ao longo dos tempos, foram surgindo novas teorias no sentido de determinar qual a estrutura de capital que as empresas devem adotar, contudo, nenhuma delas é considerada conclusiva. Nas diversas teorias, é relevante ressaltar que as decisões acerca da estrutura não têm apenas em consideração a parte financeira, mas também o regime jurídico (Wahba, 2014).

A primeira teoria surgiu no final da década de 50, com a teoria de Modigliani e Miller (1958), que considera que se o mercado de capitais for perfeito, depreende que a forma de financiamento não é relevante para a determinação do valor da empresa. Esta conclusão deve-se ao facto de se supor que a taxa de imposto sobre o rendimento das empresas é nula e, deste modo, a estrutura de capital torna-se irrelevante para o valor da empresa.

¹ Vide Código das Sociedades Comerciais, Decreto-Lei n.º 262/86 - Diário da República n.º 201/1986, Série I de 1986-09-02, atualizado até à data de 2018, disponível em: https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/-/lc/116042191/201907180420/73600170/exportPdf/normal/1/cacheLevelPage?_LegislacaoConsolidada_WAR_drefront-officeportlet_rp=diploma, consultado dia 15 de setembro de 2020.

A teoria de Modigliani e Miller foi a impulsionadora e permitiu o desenvolvimento de diversas outras teorias, entre as quais, teoria da agência, a teoria *trade-off*, *pecking order* e *market timing* (Antão & Bonfim, 2008; Myers, 1984).

A teoria do *trade-off* consiste na existência de uma estrutura de capital ideal, formada mediante a combinação do capital próprio e do capital de terceiros. Esta é afetada, proeminentemente, pelos custos de falência (Antão & Bonfim, 2008). Segundo esta teoria, o ponto de estrutura ótima é máximo quando o benefício marginal é igual ao custo marginal de uma unidade adicional de dívida (Antão & Bonfim, 2008). A utilização da quantidade ideal de dívida é motivada pelo facto das empresas desenvolverem um sistema de governação empresarial que permite diminuir o custo total (Wahba, 2014). Nesta teoria pressupõe-se que cada empresa escolhe o índice de alavancagem de acordo com as necessidades de financiamento (Myers, 1984). O presente modelo conduziu à elaboração de diversas teorias, entre as quais a teoria da agência.

Relativamente à teoria *pecking order* de Myers que consiste na análise da hierarquia ideal, e que permite ser usada na escolha das fontes de financiamento. A teoria possibilita indicar qual a primeira fonte de financiamento que deveria compreender no uso de recursos internos, mais propriamente a retenção de lucros. De seguida, se tal não for suficiente, a empresa deve optar por um financiamento externo, a contração da dívida. Em último recurso, existe a necessidade de emitir ações, que poderá provocar a alteração da estrutura acionista.

Note-se que, para além das teorias mencionadas, existe um imenso leque de teorias sendo importante ressaltar a teoria de *market timing*, formulada por Baker e Wurgler, em 2002, a qual dá especial importância à emissão de ações. Esta teoria valoriza as ações no mercado e as oscilações de valor a que está sujeita, o que conduz à assimetria de informação que ocorre a favor dos acionistas.

Por fim, estas teorias indicam um conjunto de fatores determinantes da estrutura de capital, tais como a rentabilidade das empresas, a tangibilidade dos ativos, a liquidez, entre outros (Antão & Bonfim, 2008). Além dos fatores determinantes da estrutura de capital (e endividamento), outro fator frequentemente considerado, é a *corporate governance* (Chang, Chou, & Huang, 2014; Silveira, Perobelli, & Barros, 2008), indicando uma relação positiva (e estatisticamente significativa) entre estas variáveis. Deste modo, um dos determinantes da estrutura de capital é a *corporate governance* onde, como sufragam Jensen e Meckling (1976), a estrutura de capitais funciona como um mecanismo de *corporate governance* uma vez que a variável endividamento atua como um fator disciplinador.

Outra questão relevante a analisar é, por consequência da análise da estrutura de capitais, o financiamento e endividamento das empresas (alavancagem financeira), que é um dos principais *itens* das finanças empresariais e que é caracterizada por aproveitar o património e o capital de terceiros para o financiamento dos projetos (Assaf Neto & Lima, 2010). A alavancagem caracteriza-se por ser uma medida de dívida, calculada como a razão entre a dívida total em relação ao total de ativos (Detthamrong et al., 2017).

Dependendo do entendimento dos autores, existem fatores específicos que podem influenciar o endividamento, quer sejam relacionados com os gestores ou macroeconómicos, que influenciam a variável estrutura de capitais.

1.3 Desempenho da empresa

Com o aumento da competitividade entre as empresas ocorreu um crescimento exponencial da preocupação a nível da gestão e do desempenho, permitindo concluir que a análise do desempenho deve ser constante com a adequação das estratégias para a criação de valor (Luís, 2018).

Segundo Luís (2018, citando Lebas & Uske, 2002), o desempenho é obtido através da soma de processos que conduzem à tomada de ações assertivas, com o objetivo de tornar as empresas mais eficientes, sendo que a medição da eficiência deve ser supervisionada pelas empresas e estas devem selecionar os indicadores mais apropriados para as avaliar.

Para avaliar o desempenho são utilizados alguns indicadores, que devem ser mensuráveis, relevantes e determinantes para a organização. Para a construção dos indicadores poderão ser adotadas medidas baseadas na contabilidade e em medidas baseadas no mercado. As medidas contabilísticas mais frequentemente utilizadas são: a rentabilidade dos ativos (ROA), rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e das ações, enquanto a medida de mercado, mais referida na literatura, diz respeito ao Q de Tobin (Black, Jang, & Kim, 2006). As medidas de desempenho, baseadas no mercado, são consideradas mais fortes por não serem tão influenciáveis pelos gestores.

Deste modo, no presente estudo, optou-se pela utilização do retorno de ativos (ROA). Em que o retorno de ativos mede o desempenho operacional através da análise do património líquido e explica a sua eficiência, ou seja, retrata a capacidade dos ativos gerarem lucro para a empresa. A sua determinação permite proceder à comparação de empresas dentro do mesmo setor (Black et al., 2006).

O rácio Q de Tobin permite comparar os valores de mercado dos ativos com o do custo de reposição, sendo o custo de reposição medido através do valor contabilístico (Neves, 2011).

Por fim, a variável Q-Tobin, apesar de também ser, uma medida de desempenho não é tão utilizada. Conquanto, é necessário dar especial atenção à variável ROA por possuir a aptidão de ser facilmente manipulável do ponto de vista contabilístico, uma vez que é proveniente do lucro líquido (Santos, 2019).

Sendo assim, para a empresa obter um melhor desempenho é necessário combinar um conjunto de variáveis que poderão agir, positiva ou negativamente, para a criação de valor da empresa (Luís, 2018). As variáveis utilizadas para avaliação do desempenho da empresa podem-se diferenciar mediante o autor que as estuda, podendo até ser as mesmas variáveis só que com métricas díspares.

1.4 Impacto da *Corporate Governance* na estrutura de capital e no desempenho da empresa

A determinação da relação entre a *governance* empresarial e o desempenho tem sido alvo de grandes investigações, iniciadas em 1776, por Adam Smith. A presença da *governance* empresarial e da estrutura de capital permite a redução dos custos de agência. Todavia, a presença de *corporate governance*, apesar de permitir melhorar o desempenho da empresa, varia de país para país, devido às diferentes condições socioeconómicas (Okiro, Aduda & Omoro, 2015).

A teoria do fluxo de caixa livre, desenvolvida por Jensen (1986), na qual a alavancagem é uma medida de dívida, permite controlar o mecanismo de monitorização e reduzir os problemas de agência. No entanto, a utilização da alavancagem em demasia desencadeia a diminuição do nível possível de investimento, fazendo com que não haja a produção de fluxos de caixa suficientes para a empresa.

No momento em que a estrutura de capital se torna em instrumento de *corporate governance*, deve ser tido em consideração tanto a dívida como a maneira como são tomadas certas decisões. Se procedermos à sua análise, através da teoria da agência, verifica-se que a junção da *corporate governance* com a estrutura de capital influencia o valor da empresa que, conseqüentemente, desencadeia conflitos de interesses (Campos, 2015). Okiro et al. (2015) defende que a estrutura de capital pode ser vista como uma medida que influencia a *corporate governance*, porém tal entendimento é divergente.

A *corporate governance* afeta, não só o desempenho da empresa, como também a estrutura de capital e, conseqüentemente, a alavancagem.

1.4.1 Impacto da composição/tamanho do Conselho de Administração no desempenho da empresa

A relação estabelecida entre a composição/tamanho do Conselho de Administração e o desempenho é uma das práticas mais importantes na *corporate governance* e foca-se na análise das tarefas do Conselho de Administração e dos CEO. A presença de um conjunto diversificado de acionistas permite aumentar a sua competitividade. Assim, o tamanho do Conselho de Administração permite monitorar e aconselhar a gestão (Fama & Jensen, 1983).

Segundo diversos autores (e.g. Hermalin & Weisbach, 2001; Kajanathan, 2012; entre outros) é possível apurar que a composição do Conselho de Administração não afeta o desempenho da empresa. Porém, o tamanho exerce um impacto negativo, devido à divergência de interesses entre os acionistas (Sardinha, 2014).

Após esta explanação, é possível verificar que quanto menor a dimensão do Conselho de Administração, menor será a probabilidade de existirem conflitos de gestão, falta de coesão ou desmotivação provocando, sequencialmente, aumento do desempenho da empresa.

Entre outros autores, Jensen (1986) verifica a existência de uma relação entre o tamanho do Conselho de Administração e a estrutura de capital, na qual quanto maior for o Conselho de Administração, maior será a utilização do financiamento por dívida, na sua estrutura de capital, desencadeando a diminuição dos custos de agência. Este fator admite melhorar o desempenho financeiro da empresa, sendo também apoiado por diversos autores (e.g. Marques, 2015; Campos, Pires, & Fernandes, 2017) que afirmam que existe uma relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e o ROE, porque melhora as competências e a capacidade de gestão da empresa.

Para finalizar, segundo Naseem, Zhang, Malik e Ramiz-Ur-Rehman (2017), a relação com o desempenho e a estrutura de capital será melhor, quanto maior for o tamanho do Conselho de Administração, uma vez que permite melhorar o desempenho a nível financeiro. A influência da alavancagem no tamanho do Conselho de Administração verifica que quanto maior, menor serão os custos de agência e, conseqüentemente, menor será a alavancagem (Naseem et al., 2017). Contrariamente ao autor referido, Antão e Bonfim (2008), afirmam que quanto maior o tamanho do Conselho de Administração, maior será a alavancagem.

1.4.2 Impacto da independência do Conselho de Administração no desempenho da empresa

A independência do Conselho de Administração, devido ao seu elevado impacto numa empresa, é considerada uma das características mais importantes e é utilizada, de forma, a melhorar o seu monitoramento (Ribeiro, 2014). Fama e Jensen (1983) afirmam que a eficácia do Conselho de Administração depende do número de membros presente. O conselho pode ser constituído quer por membros executivos, quer por não executivos, sendo que os não executivos permitem melhorar a responsabilidade e a transparência, conduzindo ao melhoramento da proteção para os acionistas. Segundo recomendações da CMVM, as empresas cotadas devem possuir, no mínimo, 25% de conselheiros independentes (Ribeiro, 2014). Silveira et al. (2008) refere que a presença de um Conselho de Administração mais independente contribui para a diminuição dos conflitos de agência, controlando e monitorando a gestão da empresa.

Segundo Luís (2018), a independência do Conselho de Administração, em Portugal, influencia o desempenho da empresa, tendo observado que quanto maior for a independência dos membros, menor será o desempenho da empresa. Ou seja, existe uma relação negativa entre o desempenho e a independência do conselho de administração, refutando as ideias estudadas por Silva et al. (2006), Detthamrong et al. (2017). Contudo, Campos et al. (2017) defende a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho e a independência do Conselho de Administração.

Para além do acima referido, Anderson, Mansi e Reeb (2004) afirmam que a independência se encontra associada à alavancagem e, uma vez que está associada negativamente, é possível concluir que uma maior alavancagem se deve ao acesso mais barato à dívida para o financiamento.

1.4.3 Impacto da dualidade do CEO no desempenho da empresa

A dualidade do CEO-Presidente refere-se à distinção que ocorre entre a posição definida entre o CEO e o Presidente. De acordo com Marques (2015), a distinção de funções exercerá um impacto positivo no desempenho, uma vez que contribui para um equilíbrio adequado dos poderes que cada um detém.

Fama e Jensen (1983) defendem que o facto de deterem diferentes posições permite melhorar a eficácia do Conselho de Administração e do controlo das decisões, desencadeando menores problemas de agência. Tal possibilita constatar que a dualidade aperfeiçoa a quantidade ideal de dívida na estrutura de capital. Assim, há uma relação positiva entre a dualidade e a alavancagem.

Segundo Fosberg (2004), a presença de dualidade permite uma elevada relação entre a dívida/património, conduzindo à diminuição dos problemas associados à separação de propriedade e controlo, permitindo verificar a presença de uma relação positiva com a alavancagem, influenciando diretamente o desempenho. Contrariamente, Buvanendra, Sridharan e Thiyagarajan (2017) afirmam que o tamanho, o número de executivos e a dualidade do CEO não influenciam a estrutura. Hafez (2017) afirma que a dualidade do diretor financeiro possui uma relação estatisticamente insignificante com o endividamento total. No entanto, Bhagat e Bolton (2008), referem que a relação estabelecida entre a dualidade do CEO/presidente e o desempenho é negativa.

No entanto, Campos et al. (2017), os quais estudaram a influência das características de *corporate governance* no desempenho empresarial nas empresas cotadas em Portugal, verificaram que existe uma relação positiva entre a dualidade do CEO e o desempenho das empresas.

1.4.4 Impacto da diretoria feminina no desempenho da empresa

A diretoria feminina está relacionada com a diversidade de género, presente numa sala de reuniões, na qual, diversos autores afirmam que a presença de um Conselho de Administração mais diversificado permite aumentar a independência do conselho e o seu monitoramento.

Como tal, foram realizados diversos estudos nos países da União Europeia, após 2013, que demonstram que se tem observado progressos de modo a tentar igualar-se os números. Contudo este é um processo lento e, conseqüentemente, demorará imenso tempo a atingir (Fernandes, 2014).

No entanto, Portugal tem efetuado estudos para encontrar um equilíbrio de género. Adams e Ferreira (2009), que procederam ao estudo do impacto das mulheres na *corporate governance* e no desempenho, nos Estados Unidos da América, concluíram que a diversificação de género nas empresas é mais favorável e fornece mais incentivos ao desempenho, ou seja, existe uma relação positiva entre a diretoria feminina e o desempenho.

Casaca (2020) encontrou evidência em como existe uma relação negativa entre o número de mulheres na diretoria e a estrutura de capital, constatando que as mulheres são mais avessas ao risco.

1.4.5 Impacto da concentração de propriedade no desempenho da empresa

Uma das variáveis em estudo será a concentração da propriedade, uma variável essencial porque permite definir a capacidade dos acionistas intervirem nas atividades dos gestores. A maioria dos estudos acerca desta relação afirmam que existe uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho.

Segundo a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), assume-se que quanto maior for concentração da propriedade menor será a separação de propriedade e menor a assimetria da informação. A presença de um reduzido número de acionistas minoritários conduz a empresa a uma diminuição da velocidade da divulgação de informações, o que permite constatar que a concentração da propriedade influencia o nível de divulgação de informação e, conseqüentemente, influenciará as decisões a ser tomadas pelos gestores, isto é, influenciará a análise da estrutura de capital e o desempenho da empresa (Cunha & Rodrigues, 2018). Hafez (2017) afirma a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a concentração da propriedade e o financiamento por dívida a longo prazo.

Sheifer e Vishny (1997) entende que a presença da concentração de propriedade pode ser benéfica para a concretização dos objetivos que conduzem à maximização do valor da empresa.

1.4.6 Impacto da alavancagem no desempenho da empresa

Como referido anteriormente, a alavancagem é uma medida de dívida, calculada como a razão entre a dívida total em relação ao total de ativos, enquanto o desempenho é medido através do ROE (Detthamrong et al., 2017). A variável alavancagem, entre as empresas, é maior quando esta tem presente os custos de falência e outros custos associados à dívida, verificando-se que o elevado valor entre as empresas se deve à existência de elevados valores nos investimentos. A sua verificação deve-se ao facto das empresas necessitarem de emitir dívida quando o investimento excede os ganhos. Deste modo, a presença de valores elevados de alavancagem desencadeia a presença de fluxos de caixa menores quando comparados com empresas sem financiamento externo (Antão & Bonfim, 2008).

A variável alavancagem deve ser influenciada não apenas por características específicas, mas também por conflitos entre gerentes e acionistas (Chang et al., 2014). Assim, de acordo com Jensen e Meckling (1976), se se proceder ao aumento do nível de endividamento, o mesmo pode conduzir à presença de custos de agência da dívida, que consiste na elevação da motivação dos proprietários em investir em atividades de risco, desencadeando custos contratuais. Para evitar esse risco, os proprietários exigem o fornecimento de mais informação, diminuindo, assim, a assimetria de informação. Contudo, a opinião sobre o efeito provocado não é consensual (Detthamrong et al., 2017).

No caso de Portugal, os principais credores das empresas não influenciam as empresas, com maiores níveis de dívida, a divulgar informação, uma vez que utilizam outros meios para obter essas mesmas informações (Cunha & Rodrigues, 2018).

A presença da alavancagem não se resume a consequências negativas, uma vez que se revela fundamental para regular os custos de agência e também para aumentar a eficiência dos agentes (Jensen, 1986).

Segundo Pillai e Al-Malkawi (2018), a relação estabelecida entre a alavancagem e o desempenho da empresa possui uma relação negativa e inclui a dívida como um mecanismo de *corporate governance*. Estes autores defendem que os coeficientes são negativos e significativos em todos os países do Conselho de Cooperação do Golfo (GCC).

Segundo Pereira (2013), existe uma relação positiva, apesar de ser pouco significativa, entre o endividamento e o ROA, sendo negativa para o ROE. Ao contrário, Marques (2015) verificou a presença de uma relação negativa, que indica a dificuldade de cumprimento das obrigações e tal discrepância pode dever-se ao facto do endividamento aumentar o risco para os *shareholders*, traduzindo-se num impacto negativo na rendibilidade (Luís, 2018).

Como tal, de acordo com Okiro et al. (2015), a relação obtida entre a estrutura de capital e o indicador de desempenho ROA é positiva, o que demonstra que o facto de se aumentar o nível de dívida pode não ser necessário aumentar os custos de agência, que, conseqüentemente, se traduzirá em benefícios para o acionista, uma vez que não pagarão juros de dívida.

Para finalizar, diversos autores (e.g. Chang et al., 2014; Silveira et al., 2008) debruçaram-se sobre a relação existente entre *corporate governance* e a estrutura de capital, observando que diante empresas com uma *corporate governance* reduzida, as mesmas são mais alavancadas e possuem um desempenho fraco e vice-versa. Porém, com uma *corporate governance* elevada ocorre a diminuição dos custos de agência e melhoria do fluxo de caixa, provocando a diminuição do custo de capital próprio da empresa (Drobotz, Schillhofer, & Zimmermann, 2004). Segundo Naseem et al. (2017) e Myers (1984), quanto mais líquidas forem as empresas, menor será o valor da alavancagem.

1.4.7 A relação *corporate governance*, alavancagem e desempenho

Alguns autores (e.g. Okiro et al., 2015; Awan & Abbas, 2016) verificaram que a relação entre *corporate governance* e estrutura de capital é estatisticamente positiva, isto é, que a relação entre a dívida/património líquido aumenta de acordo com o aumento do *corporate governance* e que a presença de maiores comissões com menor poder de *corporate governance* tendem a deter uma maior alavancagem, o que, conseqüentemente, influencia o desempenho da empresa.

A presença de boas práticas de *corporate governance* permite reduzir os riscos para os investidores, provocando o aumento do interesse pelo capital de investimento, desencadeando uma melhoria relativa no desempenho da empresa (Kajananthan, 2012; Detthamrong et al., 2017). Perante uma má *governance*, com tomadas de risco excessivas e má monitorização, poderá ocorrer uma crise financeira (Mertzani, Basuony, & Mohamed, 2019).

Posto isto, quando analisado o efeito que a alavancagem financeira exerce na relação entre a *corporate governance* e o desempenho da empresa, verifica-se que a influência exercida pela *corporate governance* no desempenho é mediado pela alavancagem. A presença de uma baixa *corporate governance* resulta num excesso de alavancagem, que concludentemente detém uma maior probabilidade de ocorrer variações no desempenho e no Conselho de Administração, que avalia e aprova os principais investimentos da empresa (Silveira et al., 2009; Detthamrong et al., 2017). Com a análise da dívida verifica-se que esta exerce uma relação positiva com o desempenho, no entanto, esta conclusão não é consensual (Wahba, 2014). Todavia, a dívida exerce um papel fundamental na redução de conflitos de agência, uma vez que obriga à realização de pagamentos periódicos desencadeando a redução da capacidade dos gerentes manipularem o fluxo de caixa (Wahba, 2014).

A presença de uma boa *corporate governance* permite melhorar o desempenho da empresa e a estrutura de capital atua como uma variável que influencia positivamente a relação entre a *corporate governance* e o desempenho (Okiro et al., 2015). A presença de uma boa *corporate governance* permite aliviar possíveis problemas de agência desencadeados pelo uso da dívida (Chang et al., 2014). A aplicação de medidas de *corporate governance* não tem apenas o intuito de reduzir o custo total, mas também de compensar um possível sistema de *corporate governance* fraco e de aumentar a transparência a nível económico (Wahba, 2014; Okiro et al., 2015).

1.5 Caracterização do setor industrial e hoteleiro em Portugal

O presente capítulo consistirá na caracterização dos setores em estudo, o setor hoteleiro e o setor industrial. Na indústria hoteleira serão abordadas as empresas com uma CAE-551, relativo a estabelecimentos hoteleiros (que inclui estabelecimentos hoteleiros com e sem restaurante), porém, no que diz respeito ao setor industrial teremos a CAE-141 e CAE-293 relativas ao setor do vestuário, que inclui os subsectores relativos às atividades de acabamento de artigos de vestuário, confeção de vestuário interior, confeção de outro vestuário exterior por medida,

confeção de outros artigos e acessórios de vestuário e confeção de vestuário de trabalho) e do automóvel (que inclui a fabricação de equipamento elétrico e eletrónico para veículos automóveis e fabricação de outros componentes e acessórios para veículos automóveis).

O estabelecimento hoteleiro caracteriza-se por ser um empreendimento turístico com o fim de permitir o alojamento temporário e o acesso a outros serviços acessórios de apoio, como, por exemplo, o fornecimento ou não de refeições (Decreto-Lei n.º 186/2015 de 03-09-2015; Anexo I- Art.11.º).

O setor industrial é caracterizado por estar associado a diversos setores de atividade, desde os transformadores aos bens de consumo. Este setor é essencial para o desenvolvimento dos diversos países e é extremamente relevante para a economia do nosso país.

Deste modo, a escolha dos setores deveu-se à verificação da influência que estes setores exercem na economia.

1.5.1 Caracterização do setor hoteleiro

O setor hoteleiro caracteriza-se por se encontrar associado ao setor turístico, que se encontra num exponencial crescimento. Neste encaço, verifica-se que a comunidade internacional valoriza cada vez mais Portugal, como destino turístico (Herdeiro, 2019).

Ao longo do tempo, tem-se observado que o turismo tem exercido uma função crucial no crescimento do PIB português, desencadeando a ampliação das vendas nacionais. Para além disto, também se verifica que este setor é um dos mais dinâmicos, no que diz respeito à captura de financiamento (Caetano, 2020).

A Organização Mundial do Turismo (OMT) comprova que o setor do turismo, em Portugal, é uma das atividades económicas de exportação de serviços com maior influência, na atividade económica.

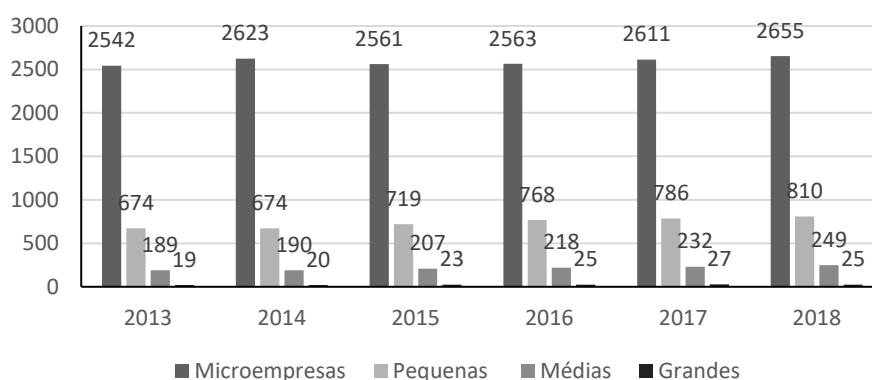


Figura 1. Número de empresas no setor hoteleiro, no período 2013 e 2018

Fonte: Banco de Portugal (2019).

A Figura 1 permite a visualização do número de empresas pertencentes ao setor hoteleiro, no período de 2013 a 2018. Esta Figura 1 encontra-se dividida por microempresas, pequenas, médias e grandes empresas, no entanto, na dissertação serão estudadas a generalidade das empresas.

Tabela 2. Distribuição das grandes empresas por localização da sede, do CAE 551, em percentagem, entre 2013 e 2018.

Região (NUTS III)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Área Metropolitana do Porto	5,26	10,00	8,70	12,00	11,11	12,00
Viseu Dão Lafões	-	-	-	4,00	3,70	4,00
Área Metropolitana de Lisboa	-	50,00	52,17	48,00	48,15	52,00
Algarve	21,05	20,00	21,74	16,00	18,52	12,00
Região Autónoma da Madeira	15,79	20,00	17,39	20,00	18,52	20,00

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Relativamente à distribuição das grandes empresas, verifica-se que, em 2018, a área metropolitana de Lisboa apresenta uma maior concentração de estabelecimentos hoteleiros de grande dimensão, seguida da Região Autónoma da Madeira. Através da observação da Tabela 2 verifica-se um aumento progressivo, de 2013 para 2018, do número de empreendimentos na área metropolitana do Porto, passando de 5,26% para 12%, bem como, a presença de empresas de grande dimensão em Viseu – Dão Lafões (Banco de Portugal, 2019).

Tabela 3. Distribuição das médias empresas por localização da sede, do CAE 551, em percentagem, entre 2013 e 2018.

Região (NUTS III)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Área Metropolitana do Porto	3,7	2,63	5,8	6,42	7,76	7,63
Oeste	2,65	2,11	1,93	2,29	2,16	1,61
Área Metropolitana de Lisboa	39,68	39,47	36,72	36,24	35,35	35,34
Alentejo Central	1,59	1,58	1,93	1,84	1,72	2,41
Algarve	22,22	25,79	24,64	26,15	25	24,9
Região Autónoma dos Açores	4,23	4,21	4,83	5,51	6,03	6,02
Região Autónoma da Madeira	18,52	16,84	17,39	16,06	14,22	14,06

Fonte: Banco de Portugal (2019).

De acordo com a análise da Tabela 3, relativa ao número de médias empresas, por localização, verificou-se que, no período compreendido entre 2013 a 2018, a Área Metropolitana de Lisboa, Algarve e Região Autónoma da Madeira possuem maior percentagem de empresas no setor, detendo a maioria das empresas.

Segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE) de 2019, as regiões que possuem maior influência no total dos proveitos são Lisboa e o Algarve, com uma percentagem de 31,9% e 30,3%, respetivamente. Por fim, é pertinente referir que o setor turístico exerce um peso significativo no PIB, detendo também uma grande importância na balança comercial.

Na Tabela 4 e 5 encontram-se representadas as fontes de financiamento existentes nas grandes e médias empresas, subdividida em capitais próprios e financiamento obtido. O financiamento obtido é composto por empréstimos do grupo, empréstimos bancários, outros empréstimos e títulos de dívida. Mediante a observação da Tabela 5 é possível averiguar que, nas médias empresas, o uso de financiamento externo é superior às grandes empresas. Nas empresas de grande ou média dimensão verificou-se que ocorreu um decréscimo nos financiamentos obtidos e o aumento do capital próprio, alterando o fator com mais influência no financiamento, sendo que tal pode advir de um possível autofinanciamento ou da alienação de ativos considerados desnecessários.

Tabela 4. Fontes de financiamento das grandes empresas, nos estabelecimentos hoteleiros, entre 2013 e 2018.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Próprio	33,50%	37,20%	47,80%	46,20%	50,00%	49,20%
Financiamento Obtido	35,80%	30,30%	25,00%	24,10%	23,80%	23,70%

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Tabela 5. Fontes de financiamento das médias empresas, nos estabelecimentos hoteleiros, entre 2013 e 2018.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Próprio	35,10%	34,40%	34,60%	36,90%	39,40%	42,90%
Financiamento Obtido	41,70%	44,00%	46,30%	46,20%	42,90%	40,30%

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Posteriormente, apresenta-se a autonomia financeira do setor de modo a observar qual a percentagem de ativos que é financiada pelo capital próprio.

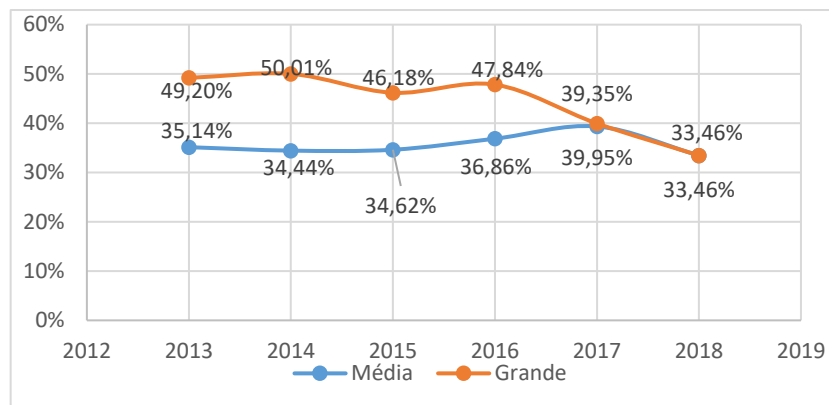


Figura 2. Autonomia financeira do CAE 551, entre 2013 e 2018.

Fonte: Banco de Portugal (2019).

A Figura 2 representa a evolução da autonomia financeira nas empresas de média e grande dimensão, na qual se observa que as empresas de grande dimensão preferem o financiamento por capitais próprios ao financiamento externo, por comparação com as empresas de média dimensão, até 2016. Em 2017 e 2018, para as empresas de grande dimensão, a autonomia financeira diminuiu igualando às empresas de média dimensão.

1.5.2 Caracterização do setor automóvel

O setor automóvel, no ano de 2017, exerceu um impacto significativo no tecido empresarial português detendo 2,7% do volume de negócios da economia portuguesa (ECO, 2018).

Ao longo do tempo, tem-se observado o crescimento da influência desta indústria no PIB português, o qual representa 19% do PIB nacional. O presente setor é um pilar fundamental da economia portuguesa, contribuindo para o crescimento do PIB nacional. Deste setor fazem parte diversos subsectores, sendo o mais representativo o fabrico de componentes para automóveis (AICEP, 2016).

Seguidamente, procedeu-se à elaboração da Figura 3 que permite a visualização do número de empresas pertencentes ao setor automóvel com o CAE 293. A Figura 3 encontra-se dividida por microempresas, pequenas, médias e grandes empresas, no entanto, no estudo serão estudadas as grandes e médias empresas.

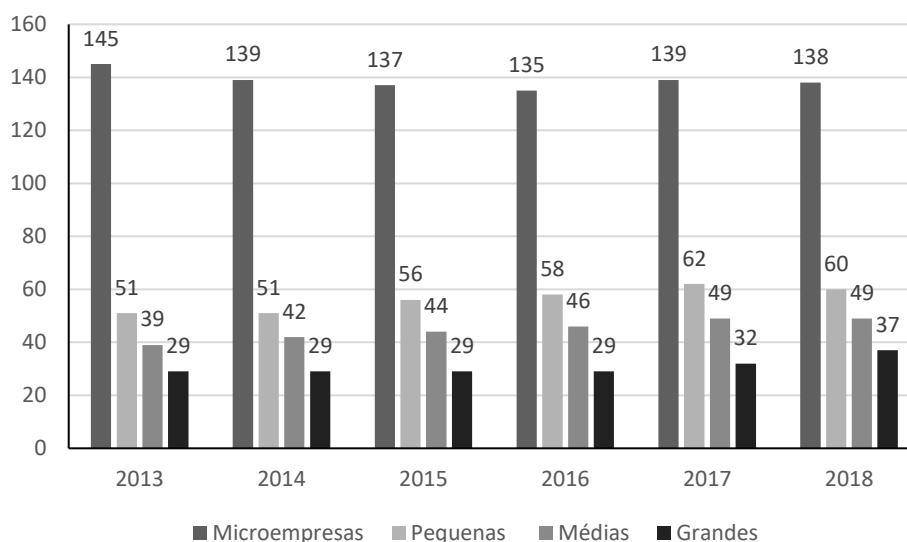


Figura 3. Número de empresas no setor automóvel, entre 2013 e 2018.

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Relativamente à distribuição das grandes empresas, com a observação da Tabela 6, verifica-se que, em 2018, a área metropolitana de Porto apresenta uma maior concentração de empresas automóveis de grande dimensão, seguida pelo Alto Minho e a Área Metropolitana de Lisboa.

Tabela 6. Distribuição das grandes empresas por localização da sede, com o CAE 293, em percentagem, entre 2013 e 2018.

Região (NUTS III)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Alto Minho	17,24	17,24	17,24	17,24	15,63	16,22
Ave	6,90	6,90	6,90	6,90	6,25	8,11
Área Metropolitana do Porto	37,93	37,93	41,38	41,38	37,50	35,14
Região de Aveiro	6,90	6,90	6,90	6,90	6,25	5,41
Área Metropolitana de Lisboa	13,79	13,79	10,35	10,35	18,75	16,22

Fonte: Banco de Portugal (2019).

De acordo com a análise da Tabela 7, no que concerne ao número de médias empresas por localização, verificou-se que, a área metropolitana do Porto, Região de Aveiro e a área metropolitana de Lisboa têm maior relevo. É importante mencionar que este setor possui uma margem líquida elevada comparativamente aos restantes setores (Banco de Portugal, 2019). No que diz respeito ao passivo do setor, observa-se que os financiamentos das empresas de grupo cresceram, sendo a dívida remunerada o indicador que mais influencia o passivo do setor.

Tabela 7. Distribuição das médias empresas por localização da sede, com o CAE 293, em percentagem, entre 2013 e 2018.

Região (NUTS III)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Alto Minho	5,13	7,14	9,09	8,70	10,20	12,25
Cávado	5,13	7,14	11,36	10,87	10,20	10,20
Área Metropolitana do Porto	23,08	28,57	25,00	26,09	24,49	24,9
Região de Aveiro	12,82	11,91	11,36	13,04	16,33	16,33
Médio Tejo	7,69	7,14	6,82	6,52	6,12	6,12
Área Metropolitana de Lisboa	25,64	19,05	18,18	17,39	14,29	14,29

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Nas Tabelas 8 e 9 estão representadas as fontes de financiamento existentes nas grandes e médias empresas, subdivididas em capitais próprios e financiamento obtido. Mediante a observação das tabelas é possível apurar que o uso de financiamento através de capitais próprios é superior em ambas as dimensões.

Tabela 8. Fontes de financiamento no setor automóvel das grandes empresas, entre 2013 e 2018.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Próprio	34,90%	39,30%	42,00%	40,30%	34,70%	30,80%
Financiamento Obtido	24,70%	22,80%	19,70%	19,00%	19,50%	21,10%

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Tabela 9. Fontes de financiamento no setor automóvel das médias empresas, entre 2013 e 2018.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Próprio	34,60%	35,70%	38,00%	37,60%	35,00%	35,10%
Financiamento Obtido	24,00%	23,60%	24,20%	21,20%	27,00%	24,60%

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Sequencialmente, apresenta-se a autonomia financeira do setor de modo a observar qual a percentagem de ativos que é financiada pelo capital próprio.

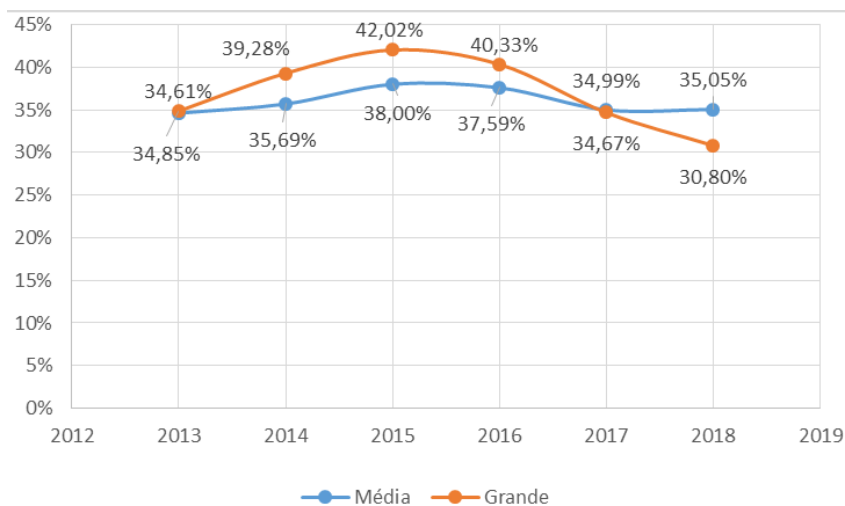


Figura 4. Autonomia Financeira do CAE293, entre 2013 e 2018.

Fonte: Banco de Portugal (2019).

A Figura 4 representa a evolução da autonomia financeira nas empresas de média e grande dimensão, onde se verifica um aumento em ambas as dimensões, que nos possibilita constatar que as empresas de grande dimensão preferem o financiamento por capitais próprios ao financiamento externo, por comparação com as empresas de média dimensão até 2016. Em 2017, nas empresas de grande dimensão, a autonomia financeira diminuiu igualando às empresas de média dimensão. No entanto, em 2018, a autonomia financeira das empresas de grande dimensão continuou a diminuir, enquanto a das empresas de média dimensão aumentou.

1.5.3 Caracterização da indústria do vestuário

Este setor caracteriza-se por ser um setor de excelência ao nível da exportação, extremamente importante para o mercado português.

O setor têxtil e do vestuário é um setor muito diversificado e desempenha um papel essencial na economia de muitas regiões na Europa sendo maioritariamente constituído por pequenas empresas. Sendo um setor que, ao longo do tempo, tem passado por diversas transformações a vários níveis, tais como a nível tecnológico, a evolução dos custos de produção e a concorrência internacional. Para aumentar a competitividade, as empresas têm apostado nos produtos de maior valor acrescentado (AICEP, 2018).

Tal indústria é considerada uma das mais importantes na economia nacional, devido à criação de emprego e de riqueza, contribuindo, assim, para o aumento do PIB.

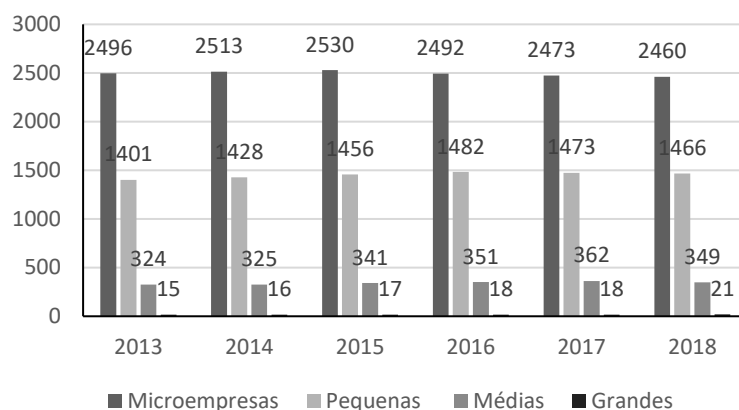


Figura 5. Número de empresas no setor têxtil, entre 2013 e 2018.

Fonte: Banco de Portugal (2019).

A Figura 5 permite a visualização do número de empresas pertencentes à indústria do vestuário com o CAE 141 (Banco de Portugal, 2019). A Figura 5 encontra-se dividida por microempresas, pequenas, médias e grandes empresas, no entanto, no estudo serão estudadas as grandes e médias empresas.

Tabela 10. Distribuição de grandes empresas por localização da sede, com o CAE141, em percentagem, entre 2013 e 2018.

Região (NUTS III)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cávado	6,67	12,50	11,77	11,11	5,56	4,76
Ave	6,67	6,25	17,65	16,67	16,67	14,29
Área Metropolitana do Porto	20,00	18,75	11,77	22,22	27,78	23,81
Tâmega e Sousa	26,67	25,00	23,53	22,22	22,22	23,81
Região de Coimbra	13,33	6,25	5,88	5,56	5,56	14,29
Beiras e Serra da Estrela	6,7	12,50	11,77	11,11	11,11	9,52
Área Metropolitana de Lisboa	6,67	6,25	5,88	5,56	5,56	4,76

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Relativamente à distribuição das grandes empresas na indústria do vestuário verifica-se que, em 2018, a área metropolitana de Porto e do Tâmega e Sousa apresentam uma maior concentração de empresas de grande dimensão, seguindo do Ave e da região de Coimbra.

Tabela 11. Distribuição de médias empresas por localização da sede, com o CAE 141, em percentagem, entre 2013 e 2018.

Região (NUTS III)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cávado	15,74	16,00	15,54	16,81	18,23	19,77
Ave	21,61	22,15	21,41	21,37	21,55	20,92
Área Metropolitana do Porto	18,83	19,69	19,65	19,09	18,79	19,20
Tâmega e Sousa	27,47	25,54	25,81	26,21	26,80	25,22

Fonte: Banco de Portugal (2019).

De acordo, com a análise da Tabela 11, relativa ao número de médias empresas por localização, verificou-se que as regiões com uma maior concentração são o Tâmega, Ave, Cávado, e Área Metropolitana do Porto.

Sendo assim, constata-se que o maior volume de negócios é exponencialmente maior no Norte, verificando-se que, na generalidade, o setor aumentou 2%, em 2018, mais 18% do que em 2014 (Banco de Portugal, 2019).

Na Tabela 12 e 13 encontram-se representadas as fontes de financiamento existentes nas grandes e médias empresas, subdividida em capitais próprios e financiamento obtido. Mediante a observação das tabelas é possível averiguar que o uso de financiamento através de capitais próprios é superior em ambas as dimensões de empresas. Nas empresas de média dimensão verifica-se que, em 2013, o financiamento usado era idêntico, quer recorrendo a capitais próprios, quer através de financiamento externo, tendo o financiamento através do uso de capitais próprios aumentado gradualmente ao longo do tempo.

Tabela 12. Fontes de financiamento na indústria têxtil das grandes empresas, entre 2013 e 2018.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Próprio	40,50%	36,60%	42,40%	42,00%	41,60%	43,30%
Financiamento Obtido	25,00%	28,20%	24,30%	28,20%	28,10%	24,70%

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Tabela 13. Fontes de financiamento na indústria têxtil das médias empresas, entre 2013 e 2018.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capital Próprio	27,20%	32,30%	35,00%	36,80%	44,03%	44,00%
Financiamento Obtido	27,30%	24,20%	22,90%	21,50%	21,70%	21,00%

Fonte: Banco de Portugal (2019).

Porém, é importante mencionar que a principal fonte de capital alheio do setor é a dívida remunerada, maioritariamente constituída por empréstimos bancários, perfazendo um total de 74% da indústria do vestuário (Banco de Portugal, 2019).

Subsequentemente, apresenta-se a autonomia financeira do setor de modo a observar qual a percentagem de ativos que é financiada pelo capital próprio.

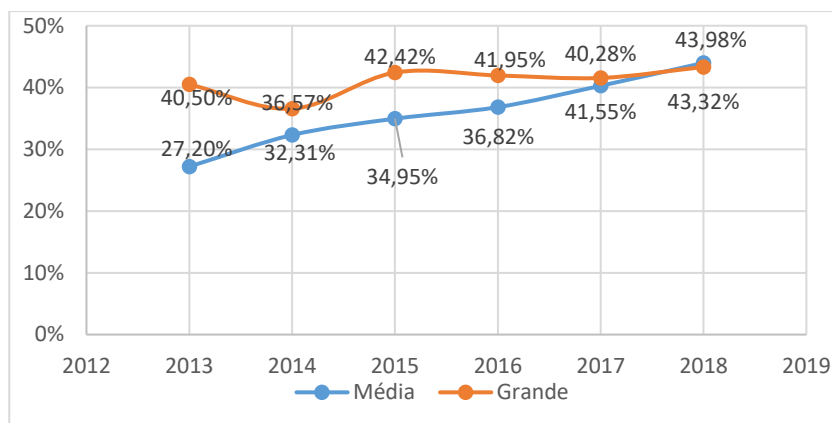


Figura 6. Autonomia financeira do CAE 141, entre 2013 e 2018.

Fonte: Banco de Portugal (2019).

A Figura 6 representa a evolução da autonomia financeira nas empresas de média e grande dimensão, verificando-se uma evolução crescente em ambas as dimensões. No ano de 2013, nas médias empresas, verificou-se um valor de 27,20% que foi aumentando de modo consistente ao longo dos anos, atingindo o valor mais elevado em 2018. Quanto às empresas de grande dimensão verificou-se uma oscilação idêntica atingindo, em 2018, apenas uma diferença de 0,66%. Contudo, nas empresas com dimensão média, ao longo do tempo verificou-se uma evolução maior ao longo do tempo.

2. Metodologia de investigação

No presente capítulo será descrita a metodologia a utilizar, após ter sido efetuada a revisão de literatura sobre a *corporate governance*, a estrutura de capital e desempenho, bem como a abordagem aos setores hoteleiro, têxtil e automóvel. Posteriormente, serão apresentadas as hipóteses de investigação. De seguida, serão descritas as variáveis em estudo, bem como o modelo a utilizar. Por último, será realizada a descrição e a caracterização da amostra em estudo.

2.1 Objetivo do Estudo e Hipóteses de Investigação

Antes de explicitar quais os métodos utilizados para proceder à análise de dados, é essencial definir qual o objetivo do estudo. Como tal, o intuito deste estudo é compreender se a alavancagem exerce um efeito mediador no relacionamento entre a *corporate governance* e o desempenho, à semelhança do estudo de Detthamrong et al. (2017).

As empresas estudadas são empresas portuguesas não cotadas, no período que decorre entre 2013 e 2018, inclusive. A partir da questão principal do estudo surgiram as seguintes questões de investigação:

- 1) Como é que a *corporate governance* influencia o desempenho da empresa?
- 2) De que modo a *corporate governance* influencia a alavancagem?
- 3) Qual o efeito que a alavancagem tem sobre o desempenho da empresa?
- 4) Qual o efeito mediador da alavancagem na relação entre *corporate governance* e o desempenho?

Os objetivos secundários, para o presente estudo, consistem na descoberta das principais diferenças entre as empresas dos setores em estudo e investigar quais as variáveis/fatores que afetam o desempenho das empresas e a *corporate governance*.

Por fim, após a definição dos objetivos a atingir com o estudo empírico, expõem-se as hipóteses de investigação, que resultaram da revisão de literatura efetuada e as interrogações de investigação precedentemente formuladas:

Hipótese investigação (HI)1: As variáveis da *corporate governance* estão associadas à alavancagem;

HI 2: As variáveis da *corporate governance* estão associadas ao desempenho das empresas;

HI 3: A alavancagem está positivamente associada ao desempenho da empresa;

HI 4: A alavancagem medeia o efeito da *corporate governance* no desempenho da empresa.

As hipóteses *supra* formuladas são subdivididas, tendo em conta a especificação de cada variável (constructo), da seguinte forma, como descrito no trabalho de Detthamrong et al. (2017):

HI 1.1: O tamanho do Conselho de Administração (BD_SIZE) está associado positivamente à alavancagem;

HI 1.2: A independência do Conselho de Administração (BD_IND) está associada positivamente à alavancagem;

HI 1.3: O tamanho do comité de auditoria (BD_AUDIT) está associado positivamente à alavancagem;

HI 1.4: A diretoria feminina (BD_WOMEN) está associada positivamente à alavancagem;

HI 1.5: A dualidade do CEO(CEO_DUAL) está associada negativamente à alavancagem;

HI 1.6: A concentração da propriedade (OWN_TOP3) está associada positivamente à alavancagem;

HI 1.7: A reputação da auditoria (BIG4) está associada positivamente à alavancagem;

HI 2.1: O tamanho do Conselho de Administração está associado positivamente ao desempenho da empresa;

HI 2.2: A independência do Conselho de Administração está associada positivamente ao desempenho da empresa;

HI 2.3: O tamanho do comité de auditoria está associado positivamente ao desempenho da empresa;

HI 2.4: A diretoria feminina está associada positivamente ao desempenho da empresa;

HI 2.5: A dualidade do CEO está associada negativamente ao desempenho da empresa;

HI 2.6: A concentração da propriedade está associada positivamente ao desempenho da empresa;

HI 2.7: A reputação da auditoria está associada positivamente ao desempenho da empresa;

HI 3: A alavancagem está associada positivamente ao desempenho da empresa;

HI 4: A alavancagem medeia os efeitos da *corporate governance* no desempenho.

A formulação das hipóteses anteriormente abordadas e que se encontram explicitadas na secção 1 através de estudos acerca das suas relações são constituídas por variáveis independentes (variáveis de *corporate governance*) e variáveis dependentes (alavancagem e desempenho). A escolha das presentes variáveis deveu-se ao facto de o presente estudo ter tido como base o estudo de Detthamrong et al. (2017) que procedia à análise do efeito mediador que a alavancagem exercia entre as variáveis de *corporate governance* e desempenho e usava as variáveis referidas.

Posteriormente, será elaborado um quadro resumo que contém uma síntese de alguns estudos, que defendem ou contrariam as hipóteses previamente elaboradas.

Tabela 14. Impacto das variáveis *corporate governance* e alavancagem no desempenho

Autor (es)	Conclusões e Resultados
Haque, Arun e Kirkpatrick (2011)	O tamanho exerce uma influência positiva na alavancagem e constata que as grandes empresas possuem maiores vantagens que as pequenas, relativamente à obtenção de empréstimos bancários, que, por sua vez, exerce uma influência negativa perante a <i>corporate governance</i> .
Ribeiro (2014)	Os resultados do estudo evidenciam a existência de uma relação positiva entre a variável alavancagem e a proporção de mulheres na diretoria feminina, porém já possui uma relação negativa com o tamanho e a independência do conselho de administração. Relativamente ao tamanho do comité, verifica-se a existência de uma correlação significativa negativa com a proporção de mulheres e com a dualidade do CEO, e uma relação positiva entre a independência do conselho e a proporção de mulheres ou a dualidade do CEO. Por fim, constata-se que não existe evidência estatística entre a alavancagem e as variáveis tamanho do conselho de administração, percentagem de diretores, proporção de mulheres no conselho, dualidade do CEO e número de reuniões.
Tierno (2014)	Neste estudo verificou-se que existe uma relação positiva entre a independência do conselho de administração e o ROE, o que conduz ao aumento do desempenho da empresa.
Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017)	Este estudo, conclui que todas variáveis presentes na <i>corporate governance</i> não estão associadas à alavancagem financeira; As variáveis de <i>corporate governance</i> , com a exceção do comité de auditoria que está relacionado negativamente, todas as outras não se encontram associadas ao desempenho; por fim, a alavancagem não exerce um efeito mediador entre a <i>corporate governance</i> e o desempenho.
Luís (2018)	O presente estudo permite verificar que somente as variáveis <i>corporate governance</i> dimensão e independência do conselho de administração exercem influência no desempenho das empresas, ou seja, um elevado número de membros exerce um impacto positivo nas variáveis de desempenho, ROA e ROE. No entanto, a variável independência do conselho de administração exerce um impacto negativo na variável de desempenho ROA. Relativamente à variável ROA, o estudo observa a existência de um impacto positivo na alavancagem e a existência de uma relação positiva entre a alavancagem e o desempenho. Por fim, conclui que nem sempre as variáveis de <i>corporate governance</i> exercem uma influência positiva no desempenho, porém são extremamente valorizadas por investidores financeiros.

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com a Tabela 14 é possível constatar que existem opiniões distintas relativamente à influência que a alavancagem exerce na *corporate governance*, sendo que Haque, Arun e Kirkpatrick (2011) defendem a influência negativa da alavancagem na *corporate governance*.

No entanto, Detthamrong et al. (2017) afirma que não existe qualquer associação entre a alavancagem e a *corporate governance*. Para além dos autores mencionados, Luís (2018) também afirma que nem sempre as variáveis de *corporate governance* exercem uma influência significativa no desempenho.

2.2 Modelo de análise e descrição das variáveis

Para dar resposta aos objetivos desta investigação e proceder ao teste das hipóteses de investigação formuladas no ponto anterior, utiliza-se o modelo econométrico de regressão linear múltipla, o qual é constituído por um conjunto de regressões analisadas em separado. Para verificar a direção de causalidade e abordar o problema de endogeneidade, todas as variáveis de controlo estão desfasadas um ano. As variáveis de *corporate governance* são constantes ao longo de todo o período em análise.

Para avaliar o impacto da *corporate governance* na estrutura de capital, estima-se regressões OLS da estrutura de capital sobre a *corporate governance* e um conjunto de variáveis de controlo. Consideram-se as variáveis de alavanca e de *corporate governance* contemporâneas e as variáveis de controlo desfasadas.

Para testar as hipóteses 1.1 – 1.7, que preveem o efeito da *corporate governance* na estrutura de capital, estima-se a seguinte regressão OLS (ver equação 1).

$$LEV_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t} \cdot BD_SIZE_{i,t} + \beta_{2i,t} \cdot BD_AUDIT_{i,t} + \beta_{3i,t} \cdot CEO_DUAL + \beta_{4i,t} \cdot BD_WOMEN_{i,t} + \beta_{5i,t} \cdot OWN_TOP3_{1,T} + \beta_{6i,t} \cdot BIG4_{1,T} + \beta_{7i,t} \cdot BD_DEP_{1,T} + \beta_8 \cdot Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad [1]$$

Onde,

$LEV_{i,t}$: Representa a variável dependente, alavancagem financeira da empresa i no período t;

$\beta_{0i,t}$: Representa o coeficiente de interseção (constante) da empresa i no período t, com $i=1, 2, \dots, n$ e $t=1, 2, \dots, 6$;

$\beta_{ki,t}$: Representa o parâmetro associado à variável explicativa k, com $k=1, 2, \dots, 16$, também referido por declive parcial das variáveis independentes, da empresa i no período t, com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_SIZE_{i,t}$: Representa o número de membros no conselho de administração da empresa i no período t, com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_AUDIT_{i,t}$: Representa o número de membros no comité de auditoria na empresa i no período t, com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$CEO_DUAL_{i,t}$: Representa a presença de dualidade relativa ao acionista e gestor na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_WOMEN_{i,t}$: Representa o número de mulheres no conselho de administração na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$OWN_TOP3_{i,t}$: Representa a concentração da propriedade na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BIG4_{i,t}$: Representa a reputação da auditoria na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_DEP_{i,t}$: Representa a independência conselho de administração da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$Z_{i,t}$: Representa um vetor das variáveis de controlo desfasadas ao nível da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$\varepsilon_{i,t}$: Representa o erro aleatório da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

i : empresas do setor hoteleiro, automóvel e têxtil;

t : anos em análise (2013 a 2018).

Para avaliar o impacto da *corporate governance* no desempenho da empresa, estima-se regressões OLS do desempenho sobre a *corporate governance* e um conjunto de variáveis de controlo. Tal como no modelo anterior, consideram-se as variáveis de desempenho e de *corporate governance* contemporâneas e as variáveis de controlo desfasadas.

Para testar as hipóteses 2.1 – 2.7, que preveem o efeito da *corporate governance* no desempenho da empresa, estima-se a seguinte regressão OLS (ver equação 2).

$$ROA_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t} \cdot BD_SIZE_{i,t} + \beta_{2i,t} \cdot BD_AUDIT_{i,t} + \beta_{3i,t} \cdot CEO_DUAL + \beta_{4i,t} \cdot BD_WOMEN_{i,t} + \beta_{5i,t} \cdot OWN_TOP3_{i,t} + \beta_{6i,t} \cdot BIG4_{i,t} + \beta_{7i,t} \cdot BD_DEP_{i,t} + \beta_8 \cdot Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

Onde,

$ROA_{i,t}$: Representa a variável dependente, $ROA_{i,t}$ – rendibilidade do ativo da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$\beta_{0i,t}$: Representa o coeficiente de interseção (constante) da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$ e $t=1, 2, \dots, 6$;

$\beta_{ki,t}$: Representa o parâmetro associado à variável explicativa k , com $k=1, 2, \dots, 16$, também referido por declive parcial das variáveis independentes, da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_SIZE_{i,t}$: Representa o número de membros no conselho de administração da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_AUDIT_{i,t}$: Representa o número de membros no comité de auditoria na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$CEO_DUAL_{i,t}$: Representa a presença de dualidade relativa ao acionista e gestor na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_WOMEN_{i,t}$: Representa o número de mulheres no conselho de administração na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;
 $OWN_TOP3_{i,t}$: Representa a concentração da propriedade na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BIG4_{i,t}$: Representa a reputação da auditoria na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_DEP_{i,t}$: Representa a independência conselho de administração da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$Z_{i,t}$: Representa um vector das variáveis de controlo desfasadas ao nível da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$\varepsilon_{i,t}$: Representa o erro aleatório da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

i : empresas do setor hoteleiro, automóvel e têxtil;

t : anos em análise (2013 a 2018).

Para avaliar o impacto da alavanca no desempenho da empresa, estimam-se regressões OLS do desempenho sobre a alavanca e um conjunto de variáveis de controlo. Do mesmo modo que nos modelos anteriores consideram-se a variável desempenho contemporânea e as variáveis alavanca e de controlo desfasadas.

Para testar a hipótese 3, que prevê o efeito da alavanca no desempenho da empresa, estima-se a seguinte regressão OLS (ver equação 3).

$$ROA_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_1 \cdot LEV_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad [3]$$

Onde,

$ROA_{i,t}$: Representa a variável dependente, $ROA_{i,t}$ – rendibilidade do ativo da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$\beta_{0i,t}$: Representa o coeficiente de interseção (constante) da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$ e $t=1, 2, \dots, 6$;

$\beta_{ki,t}$: Representa o parâmetro associado à variável explicativa k, com k=2 também referido por declive parcial das variáveis independentes, da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$LEV_{i,t}$: Representa alavancagem financeira desfasada da empresa i no período t;

$Z_{i,t}$: Representa um vector das variáveis de controlo desfasadas ao nível da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$\varepsilon_{i,t}$: Representa o erro aleatório da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

i: empresas do setor hoteleiro, automóvel e têxtil;

t: anos em análise (2013 a 2018).

Para avaliar o impacto da *corporate governance* e da alavanca no desempenho da empresa, estima-se regressões OLS do desempenho sobre a *corporate governance* e alavanca e um conjunto de variáveis de controlo. Consideram-se as variáveis de desempenho e de *corporate governance* contemporâneas e as variáveis alavanca e de controlo desfasadas, tal como se fez nos modelos anteriores.

Para testar as hipóteses 4.1 – 4.7, que preveem o efeito da *corporate governance* e alavanca no desempenho da empresa, estima-se a seguinte regressão OLS (ver equação 4).

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} = & \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t} \cdot BD_SIZE_{i,t} + \beta_{2i,t} \cdot BD_AUDIT_{i,t} + \beta_{3i,t} \cdot CEO_DUAL + \beta_{4i,t} \cdot BD_WOMEN_{i,t} \\ & + \beta_{5i,t} \cdot OWN_TOP3_{i,T} + \beta_{6i,t} \cdot BIG4_{i,T} + \beta_{7i,t} \cdot BD_DEP_{i,T} \\ & + \beta_8 \cdot LEV_{i,t-1} + \beta_9 \cdot Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad [4]$$

Onde,

$ROA_{i,t}$: Representa a variável dependente, $ROA_{i,t}$ – rendibilidade do ativo da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$\beta_{0i,t}$: Representa o coeficiente de interseção (constante) da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n e t=1, 2, ..., 6;

$\beta_{ki,t}$: Representa o parâmetro associado à variável explicativa k, com k=1, 2, ..., 17, também referido por declive parcial das variáveis independentes, da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$BD_SIZE_{i,t}$: Representa o número de membros no conselho de administração da empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$BD_AUDIT_{i,t}$: Representa o número de membros no comité de auditoria na empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$CEO_DUAL_{i,t}$: Representa a presença de dualidade relativa ao acionista e gestor na empresa i no período t, com i=1, 2, ..., n; t=1, 2, ..., 6;

$BD_WOMEN_{i,t}$: Representa o número de mulheres no conselho de administração na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$; OWN_TOP3_t : Representa a concentração da propriedade na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BIG4_{i,t}$: Representa a reputação da auditoria na empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$BD_DEP_{i,t}$: Representa a independência conselho de administração da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

$LEV_{i,t}$: Representa alavancagem financeira desfasada da empresa i no período t ;

$Z_{i,t}$: Representa um vector das variáveis de controlo desfasadas ao nível da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$::

$\varepsilon_{i,t}$: Representa o erro aleatório da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 6$;

i : empresas do setor hoteleiro, automóvel e têxtil;

t : anos em análise (2013 a 2018).

A Tabela 15 identifica as variáveis dependentes e o respetivo rácio de cálculo. Estas variáveis foram testadas por diversos autores, tais como, Pinheiro, Vasconcelos e Crisóstomo (2017), Detthamrong et al. (2017), Okiro et al. (2015), Ribeiro (2014) e Silva (2009).

Tabela 15. Variáveis dependentes

Sigla	Variável	Rácio
ROA	Rendibilidade do ativo	$\frac{\text{Resultado Líquido do Período}}{\text{Total do ativo}} \times 100$
LEV	Alavancagem financeira	$\frac{\text{Total do passivo}}{\text{Total do ativo}}$

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 16 apresenta as variáveis independentes relacionadas com a *corporate governance* e as respetivas formas de cálculo. Estas variáveis foram testadas por vários autores como Pinheiro et al. (2017), Detthamrong et al. (2017), Okiro et al. (2015), Ribeiro (2014) e Silva (2009).

Tabela 16. Variáveis independentes relacionadas com a *corporate governance*

Sigla	Variável	Rácio
BD_SIZE	Tamanho do conselho de administração	Número de membros no conselho de administração.
BD_AUDIT	Tamanho do comité de auditoria	Número de membros no comité de auditoria.
CEO_DUAL	Dualidade do CEO	Ser CEO e presidente simultaneamente, em que se considera “1”, “0” caso contrário.
BD_WOMEN	Diretoria feminina	% de número de elementos femininos no total do conselho de administração.
OWN_TOP3	Concentração da propriedade	Soma da percentagem dos três maiores acionistas, relativos à percentagem direta.
BIG4	Reputação da auditoria	Se a empresa possui auditores pertencentes às Big4 (Deloitte; PricewaterhouseCoopers (PwC); Ernst & Young (EY); KPMG) considera-se “1”, “0” caso contrário.
BD_DEP	Independência do conselho de administração	Percentagem de diretores independentes no total de membros do conselho de administração, na qual se procedeu à transformação numa variável dicotómica em que se for independente se considera “1”, “0” caso contrário.

Fonte: Elaboração própria.

Realce-se que no caso do BD_DEP observa-se a independência do conselho de administração. Esta variável foi construída tendo por base o indicador de independência criado pelo *Bureau van Dijk* (Bvd), que possui a seguinte legenda: “A” é uma empresa na qual nenhum dos acionistas possui mais do que 25% de participação direta ou total (“Empresas independentes”); “B” significa que a empresa em questão não possui nenhum *shareholder* cuja participação direta, total ou calculada total é superior a 50%, mas possui um ou mais acionistas com uma participação superior a 25%; “C” corresponde a uma empresa na qual um acionista registado possui uma participação total ou calculada total superior a 50%; “D” é aquela que possui um *shareholder* com uma participação direta superior a 50% (= detém maioria diretamente) e, por último, caso uma dada empresa, à luz do indicador de Independência do BvD, não possa ser classificada em nenhum dos atributos anteriormente descritos, será qualificada como tendo um grau de independência desconhecido – assumindo a categoria “U”. Contudo, como se pretende observar a independência da empresa e para uma melhor compreensão, optou-se pela transformação para valores numéricos, na qual o valor de “1” indica se a empresa é totalmente independente e o “0” caso contrário.

As variáveis de controlo usadas no estudo foram as seguintes: o retorno da indústria (RETIND), a dimensão da empresa (LNTA), a idade da empresa (LNFAGE), o fluxo de caixa de investimentos (CAPEXTA), a liquidez geral (CACL), a relação entre o valor de mercado e o valor contabilístico - *market-to-book ratio* (MBV), peso dos fluxos de caixa no total de ativos (NCFOTA) e o peso dos ativos fixos no ativo total (PPETA). De seguida, na tabela 17, será apresentada uma síntese sobre as variáveis de controlo e a respetiva fórmula de cálculo.

Tabela 17. Variáveis de controlo

Sigla	Variável	Rácio
RETIND	Retorno da indústria	Logaritmo natural do PIB para cada setor
LNTA	Dimensão da empresa	Logaritmo natural do total de ativos
LNFAGE	Idade da empresa	Logaritmo natural do número de anos desde que a empresa existe
CAPEXTA	Fluxo de caixa de investimentos	$\frac{((\Delta\text{Ativos Fixos}) + \text{Depreciações})}{\text{Total do ativo}}$
CACL	Rácio de liquidez geral	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$
MBV	<i>Market to book</i>	$\frac{\text{CPempresa}}{\text{CPmédia do setor}}$
NCFOTA	Peso dos fluxos de caixa no total do ativo	$\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Total do ativo}}$
PPETA	Peso dos ativos fixos no total do Ativo	$\frac{\text{Ativo Não Corrente Líquido}}{\text{Total do ativo}}$

Nota: PIB – Produto Interno Bruto; CP – Capital Próprio

Fonte: Elaboração própria.

Devido ao facto de que para o cálculo de alguns indicadores seja pertinente o acesso a mais informação acerca das empresas, surgiu a necessidade de adaptar alguns indicadores ao estudo. Dos indicadores presentes, os que necessitaram de adaptação foram o RETIND, CAPEXTA, MBV, NCFOTA e o PPETA. Estas variáveis foram testadas por diversos autores como Pinheiro et al. (2017), Detthamrong et al. (2017), Okiro et al. (2015), Ribeiro (2014) e Silva (2009).

2.3 Base de dados, amostra e descrição dos métodos de tratamento dos dados

Para a concretização deste trabalho recorreu-se à base de dados SABI (Sistema de análise de balanços ibéricos).

Atendendo ao objetivo definido para o presente estudo foram selecionadas empresas portuguesas pertencentes ao setor hoteleiro, automóvel e do vestuário, ou seja, sociedades anónimas com o CAE 551 - Estabelecimentos hoteleiros, CAE 293 - Fabricação de componentes e acessórios para veículos automóveis, e CAE 141-Indústria do vestuário - Confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pelo. Outro critério utilizado na seleção da amostra é que as empresas estejam ativas. Desta seleção obtiveram-se 234 empresas do setor hoteleiro, 20 do setor componentes para automóveis e 59 do setor vestuário. A amostra total perfaz 313 empresas.

A partir desta seleção, recolheram-se os seguintes dados contabilísticos, para o período temporal de 2013 a 2018 (último ano disponível na base de dados): total do ativo; total do ativo fixo; total do ativo não corrente; total do capital próprio, total do passivo; total do passivo não corrente; depreciações do exercício; resultado líquido do período e *cash-flow*. Para esta amostra também se obteve os seguintes dados extra-contabilísticos para o cálculo das variáveis de *corporate governance*: número de diretores e gestores atuais; nome completo dos diretores; Número de diretores / gestores / contactos anteriores; título de trabalho; tipo de posição; administração, comité ou departamento; nível de responsabilidade; nome do auditor; reputação; data de nomeação do auditor; indicador Independência BvD; acionista - nome; acionista - tipo; acionista - percentagem direta; acionista - percentagem total; concentração da propriedade; *shareholder - also a manager*; número de empregados (de 2013 a 2018); forma jurídica; capital social (em Euros) e data de constituição.

A análise dos dados foi dividida em duas fases:

- 1.^a Fase: limpeza de dados, onde se eliminou as empresas pertencentes às sociedades por quotas e outras anómalas que constituíam *outliers* para o estudo.
- 2.^a Fase: descrição da amostra, seguida da análise das variáveis em estudo através do método dos mínimos quadrados e correlação, com apoio do *software* IBM SPSS Statistics (versão 24) e STATA.

A primeira fase consiste na extração da base de dados constituída por empresas do setor 141, 293 e 551. Seguidamente, procede-se à junção das bases numa só, o que possibilitou que fosse observado um conjunto de informação referente ao tipo de sociedade, sendo que, para o estudo, apenas as sociedades pertencentes às sociedades anónimas detêm as características necessárias para o estudo, procedendo-se à eliminação das sociedades por quotas.

As sociedades que permaneceram no estudo são novamente analisadas, de modo a verificar se há informação para todas as variáveis pertinentes. Concludentemente, para a

obtenção de uma melhor análise subdividiu-se a amostra em dois *outputs*, em que, no primeiro, se procedeu à eliminação, por anos individualmente, das variáveis que não detinham valor ou tinham erros e no segundo procedeu-se à eliminação integral da empresa quando alguma variável não detinha valor ou tinha erros. Após esta subdivisão observou-se que a segunda amostra detinha valores mais coerentes para análise e, desta maneira, procedeu-se ao estudo com esse *output*.

In fine, ocorreu a transformação de algumas variáveis em variáveis dicotómicas, as variáveis transformadas foram: o CEO_DUAL, BIG4 e BD_DEP, todas as outras foram extraídas diretamente dos dados obtidos na base de dados SABI.

As variáveis de desempenho (ROA), alavancagem (LEV) e de controlo (LNTA, CACL, NCFOTA, PPETA, CAPEXTA, MBV) foram corrigidas de *outliers* a 1% no topo e na base.

3. Apresentação e Análise dos Resultados

No presente capítulo encontram-se os resultados obtidos dos testes relacionados com a influência da alavanca e da *corporate governance* no desempenho das empresas, do setor hoteleiro, automóvel e vestuário.

Primeiramente, será elaborada uma caracterização da amostra, posteriormente, encontram-se as estatísticas descritivas e a matriz de correlação entre as variáveis e, por fim, serão apresentados os resultados obtidos através dos modelos 1 a 4, referidos no capítulo anterior.

3.1 Caracterização da Amostra

Como descrito no capítulo anterior, a amostra do presente estudo foi recolhida da base de dados SABI, selecionando-se empresas anónimas com as seguintes classificações da atividade económica (CAE): CAE 551 – Estabelecimentos hoteleiros, CAE 293 – Fabricação de componentes e acessórios para veículos automóveis e CAE 141 – confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pelo, para os anos de 2013 a 2018.

A tabela 18 apresenta a distribuição das empresas da amostra, por CAE e área geográfica de localização.

Tabela 18. Localização das empresas, da amostra

Localização	CAE			Total	
	141	293	551		
Norte	n	58	18	64	140
	%	10,5	3,3	11,6	25,5
Centro	n	17	7	37	61
	%	3,1	1,3	6,7	11,1
Lisboa e Vale do Tejo	n	1	6	159	166
	%	0,2	1,1	28,9	30,2
Alentejo	n	0	0	11	11
	%	0	0	2	2
Algarve	n	0	0	116	116
	%	0	0	21,1	21,1
Região Autónoma dos Açores	n	0	0	9	9
	%	0	0	1,6	1,6
Região Autónoma da Madeira	n	0	0	47	47
	%	0	0	8,5	8,5
Total	n	76	31	443	550
	%	13,8	5,6	80,5	100

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da amostra.

Corroborando os dados obtidos no Banco de Portugal (2019) e através da análise da Tabela 18 verifica-se que a região do Norte é a que detém maior percentagem de empresas com o CAE 141 e CAE 293. Relativamente à CAE 551 verifica-se uma maior concentração na Área de Lisboa e Vale do Tejo.

De seguida, é apresentada a distribuição do número de trabalhadores e o volume de negócios pela totalidade dos setores, permitindo, assim, concluir acerca da dimensão presente no estudo. Quanto ao número de trabalhadores, a tabela 19 apresenta para o setor 141, entre 120 e 143 trabalhadores, o setor 293 entre 211 e 246 trabalhadores e para o setor 551 entre 46 e 56 trabalhadores.

Tabela 19. Distribuição do número de postos de trabalho, por ano

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Média	120	127	128	126	134	142
CAE 141	D. Padrão	114	117	119	108	118	124
	n	73	74	75	75	76	74
	Média	211	238	223	230	240	246
CAE 293	D. Padrão	165	214	208	226	204	225
	n	26	28	26	30	30	25
	Média	46	46	49	53	54	55
CAE 551	D. Padrão	89	89	92	101	94	92
	n	392	405	411	424	425	420

Nota: D. Padrão – desvio padrão

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da amostra.

Para complementar esta informação adicionou-se a análise ao volume de negócios das empresas presentes, tal como se pode observar na Tabela 20. Sendo assim, é possível determinar se a amostra é constituída por pequenas, médias ou grandes empresas. De acordo com o DL nº372/2007, de 6 de novembro, as PME são constituídas por menos de 250 pessoas e com um volume de negócios anual que não excede os 50 milhões de euros ou com um balanço total anual de 43 milhões de euros.

Tabela 20. Distribuição do volume de negócios, em Euros, por ano

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
CA	Média	10 678 724,39	11 064 513,07	11 225 902,65	12 463 165,17	12 735 992,89	12 851 380,78
E	D.Padrão	15 468 882,80	15 847 544,19	14 934 501,63	16 904 681,05	16 396 683,51	17 593 008,34
141	n	27	28	27	30	31	27
CA	Média	39 209 236,00	40 279 923,21	39 952 374,78	40 217 077,73	45 406 003,61	54 889 969,95
E	D.Padrão	58 738 304,00	57 818 479,06	61 515 487,52	63 647 740,99	72 694 182,32	82 588 067,60
293	n	27	28	27	30	31	27
CA	Média	2 856 915,10	3 194 008,65	3 580 442,89	4 072 855,01	4 749 270,20	5 059 897,55
E	D.Padrão	6 176 450,09	6 855 751,88	7 561 043,25	8 528 443,66	10 174 956,89	9 965 470,00
551	n	389	403	410	420	425	422

Nota: D.Padrão – desvio padrão; UM: euros

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da amostra.

Mediante a observação da tabela 20 apurou-se que a média do volume de negócios na totalidade da amostra possui valores superiores a 2.856.915,15 € e inferior a 50.000.000,00 €,

pelo que em média, trata-se de empresas de pequena e média dimensão. Por fim, a análise destas duas últimas tabelas permite constatar a presença quer de empresas de pequena quer de média dimensão.

Tendo por base os dados recolhidos sobre tipo de posição, administração, comité ou departamento e nível de responsabilidade, conforme as definições apresentadas na revisão da literatura, classificou-se as empresas de acordo com o modelo de *corporate governance*. Deste modo, observou-se a presença de modelos anglo-saxónicos, dualista e monista/latino, sendo que o modelo monista/latino é maioritário nesta amostra. O modelo monista/latino é composto por conselho de administração, conselho executivo e uma estrutura de fiscalização.

De seguida, serão apresentados um conjunto de tabelas constituídas com as principais estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 21. Estatística descritiva das variáveis de controlo e das variáveis dependentes

		ROA	RETIND	LNTA	LNFAGE	CAPEXTA	CACL	MBV	NCFOTA	PPETA	LEV
	n	354	295	354	354	354	354	354	354	354	354
CAE	Média	5,78	7,88	15,67	3,34	0,09	2,06	0,28	9,05	0,33	0,54
141	MIN	-6,21	7,80	14,03	2,20	-0,22	0,13	0,00	-2,62	0,05	0,10
	MÁX	17,44	7,96	17,86	4,04	0,70	8,85	0,64	23,25	0,94	0,94
	n	120	100	120	120	120	120	120	120	120	120
CAE	Média	3,90	7,35	16,74	3,18	0,13	1,27	0,15	9,31	0,49	0,60
293	MIN	-6,21	7,32	14,03	2,20	-0,22	0,35	0,00	-2,62	0,05	0,16
	MÁX	17,44	7,49	18,24	4,04	0,70	4,97	0,64	23,25	0,86	0,94
	n	1404	1170	1404	1404	1404	1404	1404	1404	1404	1404
CAE	Média	2,34	8,19	16,10	3,16	0,09	1,77	0,09	6,06	0,75	0,54
551	MIN	-6,21	7,95	14,03	2,20	-0,22	0,11	0,00	-2,62	0,05	0,10
	MÁX	17,44	8,46	18,24	4,04	0,70	8,85	0,64	23,25	0,99	0,94

Fonte: Elaboração própria.

Analisando a Tabela 21 pode-se verificar que as empresas com a CAE 141 apresentam um ROA médio de 5,78 %. Os resultados obtidos vão de encontro aos obtidos por Luís (2018), que realizou um estudo às empresas portuguesas e obteve um valor positivo de 2,47 %. Para além deste setor, o setor 293 e 551 apresentam rendibilidades do ativo médias menores, ainda que positivas.

A alavancagem (*Debt to assets*) detém um valor médio entre 0,54 e 0,60, nos diversos setores, na qual o seu valor permite verificar a presença de um risco financeiro considerável para as empresas em estudo. No entanto somente a avaliação do presente indicador não permite a conclusão intrínseca de risco para a empresa.

A observação do LNTA, dimensão obtida, permite afirmar que estamos perante empresas com elevado poder de mercado, uma vez que detemos valores que se situam entre 14,026 e 18,236 milhões de euros, nos diversos setores. Tal demonstra a elevada possibilidade de aumento da rentabilidade.

Relativamente à variável idade (LNFAGE) obteve-se a média de 3,16, para o setor hoteleiro (CAE 551), 3,34, para o setor da confeção de vestuário (CAE 141) e 3,18, para o setor automóvel (CAE 293), o que significa que o valor da idade é superior ao esperado, o que demonstra uma maior maturidade e, por sua vez, aumenta a confiança nos acionistas.

A variável liquidez caracterizada por CACL detém um valor médio entre o 1,26 e 2,06, que indica que existem ativos suficientes disponíveis para pagar as dívidas de curto prazo.

A variável CAPEXTA, caracterizada pelo investimento de capital, possui um valor médio entre 0,091 e 0,139, nos diversos setores, o que significa que o valor despendido para a realização de investimentos é suficiente para manter o funcionamento do negócio.

O valor médio do *Market-to-book* (MBV), obtido através da divisão do valor MBV/100, para resolver problemas de escala, situa-se entre 0,09 e 0,28, que nos indica um bom desempenho.

De seguida, encontram-se presentes as variáveis independentes relacionadas com a *corporate governance* subdivididas em duas tabelas, devido às variáveis deterem uma classificação diferente. Deste modo, a Tabela 22 contém as variáveis independentes quantitativas e as variáveis independentes qualitativas encontram-se na Tabela 23.

Tabela 22. Estatística descritiva das variáveis independentes (variáveis quantitativas)

		BD_SIZE	BD_AUDIT	BD_WOMEN	OWN_TOP3
	n	354	354	354	354
CAE 141	Média	2,58	0,10	0,23	0,89
	MIN	1,00	0,00	0,00	0,18
	MÁX	5,00	2,00	0,67	1,00
	n	120	120	120	120
CAE 293	Média	2,80	0,70	0,18	0,95
	MIN	1,00	0,00	0,00	0,30
	MÁX	5,00	2,00	0,60	1,00
	n	1404	1404	1404	1404
CAE 551	Média	3,06	0,07	0,21	0,86
	MIN	1,00	0,00	0,00	0,18
	MÁX	5,00	2,00	0,67	1,00

Fonte: Elaboração própria.

Com a análise da Tabela 22, observou-se que a variável *BD_SIZE* possui, em média, uma dimensão que se situa entre 2,58 a 3,06 diretores. Tal resultado contraria o valor obtido por Pereira (2013) que indica um valor médio de 8 membros, sendo este referente a empresas cotadas.

Relativamente à variável *BD_AUDIT* verifica-se que, na totalidade das observações, a média dos setores varia entre os valores de 0,068 e 0,7, com o máximo de 2. A presença de um reduzido valor, permite constatar a presença de empresas que adotam o modelo latino/monista.

Analogamente, a variável *OWN_TOP3* possui o valor médio entre 89,4%, no setor têxtil, 94,6%, no setor automóvel e 85,8%, no setor hoteleiro. Este valor é justificável pela elevada presença de empresas que adotam o modelo monista constatado anteriormente, observado através da análise da Tabela 23. O presente modelo é caracterizado por deter uma elevada concentração de capital.

De acordo com a teoria da agência a presença de uma elevada concentração de capital desencadeia um efeito maioritariamente negativo, ou seja, provoca o conflito de interesses entre gerentes e proprietários. Deste modo, a presença de elevadas concentrações de capital poderá demonstrar conflitos entre acionistas maioritários e minoritários (Detthamrong et al., 2017).

Tabela 23. Estatística descritiva das variáveis independentes (variáveis qualitativas nominais)

		CEO_DUAL	BIG4	BD_DEP
CAE141	n	354	354	354
	Média	0,39	0,07	0,44
	MIN	0,00	0,00	0,00
	MAX	1,00	1,00	1,00
CAE293	n	120	120	120
	Média	0,25	0,50	0,05
	MIN	0,00	0,00	0,00
	MAX	1,00	1,00	1,00
CAE551	n	1404	1404	1404
	Média	0,11	0,10	0,17
	MIN	0,00	0,00	0,00
	MAX	1,00	1,00	1,00

Fonte: Elaboração Própria.

A variável *BIG4*, em média, possui um valor baixo, o que pode indicar uma baixa adesão das empresas às *BIG4*. Contrariamente aos resultados, Marques (2015) obteve uma elevada adesão às empresas de auditoria, no entanto, o estudo é referente a empresas cotadas.

A variável *BD_IND* possui valores baixos, o que pode indiciar dependência do conselho de administração.

Por fim, temos a *CEO_DUAL* que nos permite verificar se o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa. Verifica-se um valor baixo, o que indica que, em média, o CEO e o *Chairman* são pessoas diferentes. Diversos autores, entre os quais Campos (2015), comprovam que o facto de serem pessoas diferentes é vantajoso, conduzindo ao melhoramento do controlo da acumulação de funções e da obtenção de informação mais clara e fidedigna, observando também um melhor desempenho.

Após a caracterização das variáveis nas tabelas anteriores, iremos analisar os resultados de forma a dar resposta às hipóteses de investigação.

A tabela seguinte contém as variáveis em estudo, de modo a averiguar se estas estão ou não correlacionados entre si.

Tabela 24. Correlação entre as variáveis em estudo no período de 2013 a 2018

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1	BD_SIZE	1.0000																
2	BD_AUDIT	0.0228	1.0000															
3	CEO_DUAL	-0.3081	0.1415	1.0000														
4	BD_WOMEN	0.0886	-0.0603	-0.0930	1.0000													
5	OWN_TOP3	0.0066	-0.1173	0.0107	-0.1520	1.0000												
6	BIG4	0.0964	0.3284	-0.0144	-0.1056	0.1148	1.0000											
7	BD_DEP	-0.0292	-0.0268	0.0749	0.1177	0.0267	-0.1682	1.0000										
8	ROA	0.0597	0.0483	0.0375	0.0197	0.1052	0.0671	-0.0135	1.0000									
9	RETIND_1	0.1003	-0.2339	-0.1595	0.0113	-0.0811	-0.1870	-0.0426	-0.0154	1.0000								
10	LNTA	0.1839	0.2800	-0.0837	0.0347	0.0084	0.3493	-0.0592	0.1179	-0.0138	1.0000							
11	LNFAGE	0.0952	0.1477	0.0148	0.0920	-0.1283	0.1163	0.0883	0.0402	-0.1074	0.1807	1.0000						
12	CAPEXTA	0.0416	0.0329	-0.0255	-0.0401	0.0342	0.0781	-0.0278	-0.0937	-0.1742	0.1131	0.0627	1.0000					
13	CACL	-0.0003	-0.0400	0.0537	0.0155	-0.0556	-0.0269	0.0634	0.0470	0.0425	-0.0891	0.0172	-0.0835	1.0000				
14	MBV	0.0400	0.2393	0.0841	-0.0517	0.0570	0.2863	0.0695	0.2065	-0.2000	0.4925	0.2726	0.1067	-0.0194	1.0000			
15	NCFOTA	0.0512	0.0407	0.0191	0.0422	0.0776	0.0651	-0.0445	0.9054	-0.0424	0.0585	0.0049	-0.0844	0.0028	0.0956	1.0000		
16	PPETA	0.1528	-0.0490	-0.1982	-0.1243	-0.0041	-0.0002	-0.1474	-0.3093	0.2929	0.0789	-0.0450	0.2087	-0.1372	-0.1345	-0.2305	1.0000	
17	LEV	-0.0648	-0.0033	0.0471	0.0559	0.0146	-0.0253	-0.0193	-0.2228	-0.0686	-0.0057	-0.1662	0.0409	-0.1074	-0.2174	-0.1940	-0.0520	1.0000

Fonte: Elaboração própria.

3.2 Análise de resultados por setor

Para dar resposta às questões colocadas no estudo e de modo a cumprir os objetivos do mesmo, após a caracterização das variáveis e da análise da correlação, segue-se a análise dos dados através do modelo de regressão multivariado pelo método dos mínimos quadrados. Nos modelos 1 a 4, estimamos os erros padrão usando os estimadores de Huber-White para controlar a heteroscedasticidade.

Desta feita, apresentam-se os resultados subdivididos por CAE, considerando o período de 2013 a 2018.

3.2.1 Análise de resultados para as empresas com CAE 141

3.2.1.1 Os efeitos da *corporate governance* na alavancagem financeira do CAE 141

A Tabela 25 apresenta o modelo econométrico 1 que relaciona a alavancagem com as variáveis independentes da *corporate governance* e as variáveis de controlo, considerando o período de 2013 a 2018 e as empresas com CAE 141 (Confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pelo, abreviadamente setor do vestuário).

Tabela 25. Regressão OLS - Modelo 1 - Efeitos da *corporate governance* na alavancagem nas empresas pertencentes à CAE 141

VARIÁVEIS	LEV
	0,8684***
RETIND_1	(6,85)
	0,1800***
LNTA_1	(8,59)
	-0,0714**
LNFACE_1	(-2,35)
	0,1595
CAPEXTA_1	(1,18)
	-0,0518***
CACL_1	(-11,20)
	-0,7371***
MBV_1	(-8,57)
	-0,0088**
NCFOTA_1	(-2,21)
	-0,1620***
PPETA_1	(-3,26)
	0,0050
ROA_1	(1,06)
	-0,0190**
BD_SIZE	(-2,10)
	-0,0608***
BD_AUDIT	(-3,32)
	-0,0002
CEO_DUAL	(-0,01)
	-0,0359
BD_WOMEN	(-1,04)
	-0,0960**
OWN_TOP3	(-2,18)
	-0,0216
BIG4	(-0,82)
	0,0149
BD_DEP	(0,90)
	-8,3266***
Constante	(-7,07)
Observações	295
R-squared	0,706
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	141
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,689
p	0

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

Com a análise da Tabela 25, observa-se que o coeficiente de determinação, R² ajustado, é de 0,689. Ou seja, 68,9% da variável alavancagem consegue ser explicada pelas variáveis

independentes presentes no modelo. Com a observação da regressão verifica-se que o modelo é significativo para somente três variáveis de *corporate governance*.

As variáveis de *corporate governance*: BD_SIZE ($\beta_{BD_SIZE} = -0,019$, valor-p <0,05), BD_AUDIT ($\beta_{BD_AUDIT} = -0,0608$, valor-p <0,01), OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = -0,0960$, valor-p <0,05), apresentam uma relação negativa com a alavancagem, mas significativa. Estes resultados refutam as hipóteses de investigação 1.1 a 1.7. que previa uma relação positiva entre *corporate governance* e o grau de alavanca financeira, com exceção da variável CEO_DUAL. Estes resultados são consistentes com alguns estudos que examinam as empresas em países em desenvolvimento (Detthamrong et al., 2017).

3.2.1.2 Os efeitos da *corporate governance* no desempenho do CAE 141

O modelo 2, presente na Tabela 26, considera o período de 2013 a 2018 e a CAE 141, sobre a qual se irão retirar ilações sobre a relação da variável dependente ROA e as variáveis de *corporate governance*.

Tabela 26. Regressão OLS - Modelo 2 - Efeitos da *corporate governance* no desempenho nas empresas pertencentes à CAE 141

VARIÁVEIS	ROA
	-13,5228***
RETIND_1	(-2,77)
	-1,2182*
LNTA_1	(-1,92)
	1,1801
LNFACE_1	(1,29)
	8,9536***
CAPEXTA_1	(3,39)
	0,1713
CACL_1	(1,05)
	7,6276***
MBV_1	(2,75)
	0,5361***
NCFOTA_1	(12,67)
	-7,0950***
PPETA_1	(-4,37)
	-0,0116
BD_SIZE	(-0,04)
	0,6261
BD_AUDIT	(1,43)
	-0,1122
CEO_DUAL	(-0,20)
	1,3045
BD_WOMEN	(1,06)
	2,8971**
OWN_TOP3	(2,44)
	0,1362
BIG4	(0,16)
	-0,4841
BD_DEP	(-0,91)
	119,3528***
Constante	(2,88)
Observações	295
R-squared	0,618
Huber-White	Yes
SIC	141
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,597
p	0

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

Com a análise da Tabela 26, observa-se que o coeficiente de determinação, R² ajustado, é de 0,597. Ou seja, 59,7% da variável ROA consegue ser explicada pelas variáveis independentes.

Relativamente às variáveis de *corporate governance* somente a OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 2,8971$, valor-p <0,05), apresenta uma relação positiva, com significância estatística, com o desempenho. Assim, das variáveis de *corporate governance*, somente a

variável OWN_TOP3 corrobora a hipótese 2.6., pelo que as hipóteses 2.1, 2.2, 2.3, 2.4, 2.5 e 2.7, são refutadas, tal como nos resultados de Detthamrong et al. (2017).

3.2.1.3 Os efeitos da alavancagem financeira no desempenho do CAE 141

O modelo 3, presente na Tabela 27, considera o período de 2013 a 2018 e a CAE 141, sobre a qual se irão retirar ilações sobre a relação da variável dependente ROA e a alavancagem.

Tabela 27. Regressão OLS – Modelo 3 - Efeitos da alavancagem no desempenho nas empresas pertencentes à CAE 141

VARIÁVEIS	ROA
	-8,6088*
RETIND_1	(-1,66)
	-0,2011
LNTA_1	(-0,24)
	0,6024
LNFAGE_1	(0,76)
	9,4273***
CAPEXTA_1	(3,33)
	-0,1736
CACL_1	(-0,90)
	3,7698
MBV_1	(1,01)
	0,5112***
NCFOTA_1	(11,12)
	-7,7930***
PPETA_1	(-4,87)
	-5,6180**
LEV_1	(-2,05)
	74,4639
CONSTANTE	(1,61)
Observações	295
R-squared	0,617
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	141
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,605
p	0

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

Analisando a variável alavancagem ($\beta_{LEV} = -5,618$, valor-p <0,05), verifica-se que o valor se mantém negativo e estatisticamente significativo, indicando que com o aumento da alavancagem ocorre a diminuição do nível de desempenho. Deste modo, os resultados obtidos refutam a hipótese de investigação 3 e os resultados obtidos por Detthamrong et al. (2017).

3.2.1.4 Os efeito da *corporate governance* e alavancagem financeira no desempenho do CAE 141

O modelo 4, presente na Tabela 28, considera o período de 2013 a 2018 e a CAE 141, sobre a qual se irão retirar ilações sobre o efeito mediador da *corporate governance* e alavancagem financeira no desempenho das empresas do setor têxtil (Confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pelo).

Tabela 28. Regressão OLS – Modelo 4 - Efeito mediador da *corporate governance* e alavancagem financeira no desempenho das empresas pertencentes à CAE 141

VARIÁVEIS	ROA
	-9,6256*
RETIND_1	(-1,82)
	-0,3975
LNTA_1	(-0,46)
	0,8973
LNFACE_1	-0,94
	8,9949***
CAPEXTA_1	-3,2
	-0,1089
CACL_1	(-0,52)
	4,2276
MBV_1	(1,13)
	0,5030***
NCFOTA_1	(10,47)
	-7,8506***
PPETA_1	(-4,66)
	-0,0830
BD_SIZE	(-0,25)
	0,3052
BD_AUDIT	(0,70)
	-0,0965
CEO_DUAL	(-0,18)
	1,1031
BD_WOMEN	(0,88)
	2,2821*
OWN_TOP3	(1,92)
	-0,0279
BIG4	(-0,03)
	-0,4617
BD_DEP	(-0,89)
	-4,8135*
LEV_1	(-1,68)
	82,1342*
Constant	(1,74)
Observações	295
R-squared	0,623
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	141
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,601
p	0

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

Da análise da Tabela 28, verificou-se que nas variáveis independentes as variáveis OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 2,2821$, valor-p <0,1) e LEV ($\beta_{lev} = -4.8135$ valor-p <0,1) são as únicas variáveis que apresentam significância estatística. A variável OWN_TOP3 apresenta uma relação positiva e significativa com o desempenho, tal como verificado nos resultados da Tabela 26 e a variável alavanca apresenta uma relação negativa e significativa com o desempenho, tal como verificado nos resultados da Tabela 27. Os resultados sugerem que a alavanca medeia o efeito da concentração de capital no desempenho das empresas da CAE 141 (setor têxtil).

3.2.2 Análise de resultados para as empresas com CAE 293

3.2.2.1 Efeitos da *corporate governance* na alavancagem financeira do CAE 293

A Tabela 29 apresenta o modelo econométrico 1 que relaciona a alavancagem com as variáveis independentes da *corporate governance* e as variáveis de controlo, considerando o período de 2013 a 2018 e as empresas com o CAE 293 (Automóvel).

Tabela 29. Regressão OLS - Modelo 1 - Efeitos da *corporate governance* na alavancagem com o CAE 293

VARIÁVEIS	LEV
	0,0967
RETIND_1	(0,54)
	-0,0524
LNTA_1	(-1,54)
	-0,0182
LNFACE_1	(-0,35)
	0,1311
CAPEXTA_1	(0,65)
	-0,0554
CACL_1	(-1,15)
	-0,3093
MBV_1	(-1,28)
	0,0262***
NCFOTA_1	(3,98)
	-0,2804**
PPETA_1	(-2,11)
	-0,0172**
ROA_1	(-2,33)
	0,0510**
BD_SIZE	(2,61)
	0,0612*
BD_AUDIT	(1,76)
	0,1324***
CEO_DUAL	(2,75)
	-0,4149***
BD_WOMEN	(-3,51)
	-0,3938***
OWN_TOP3	(-3,10)
	-0,1183
BIG4	(-1,20)
	-0,0019
BD_DEP	(-0,02)
	1,1715
Constante	(0,87)
Observações	100
R-squared	0,504
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	293
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r2_a	0,409
p	3.45e-10

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração Própria.

Da análise das variáveis independentes verificou-se que as variáveis BD_SIZE ($\beta_{BD_SIZE} = 0,0510$, valor-p <0,05), BD_AUDIT ($\beta_{BD_AUDIT} = 0,0612$, valor-p <0,10), CEO_DUAL ($\beta_{CEO_DUAL} = 0,1324$, valor-p <0,01), BD_WOMEN ($\beta_{BD_WOMEN} = -0,4149$, valor-p <0,01) e OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = -0,3938$, valor-p <0,01) apresentam evidência estatística, ou seja, apresentam valores estatisticamente significativos. No entanto, as restantes variáveis de *corporate governance* não apresentam significância estatística.

A relação positiva entre as variáveis BD_SIZE e BD_AUDIT e a alavanca corrobora a hipótese 1.1 e 1.3. No entanto, todas as outras variáveis de *corporate governance* refutam as restantes hipóteses, tal como verificado no estudo de Detthamrong et al. (2017).

3.2.2.2 Os efeitos da *corporate governance* no desempenho do CAE 293

O modelo 2, presente na Tabela 30, considera o período de 2013 a 2018, para a CAE 293, sobre a qual se irá retirar ilações sobre a relação acerca da variável dependente ROA e as variáveis de *corporate governance*.

Tabela 30. Regressão OLS - Modelo 2 - Efeitos da *corporate governance* no desempenho com o CAE293

VARIÁVEIS	ROA
	6,8211
RETIND_1	(1,58)
	1,0431
LNTA_1	(1,66)
	0,4519
LNFACE_1	(0,40)
	-6,4249
CAPEXTA_1	(-1,42)
	0,6158
CACL_1	(0,53)
	-5,2158
MBV_1	(-1,08)
	0,2310**
NCFOTA_1	(2,34)
	4,2163*
PPETA_1	(1,79)
	-1,4310***
BD_SIZE	(-3,85)
	-0,8846
BD_AUDIT	(-0,78)
	-2,1967***
CEO_DUAL	(-3,16)
	7,4117***
BD_WOMEN	(3,05)
	8,3151**
OWN_TOP3	(2,01)
	5,5077*
BIG4	(1,93)
	-3,6209*
BD_DEP	(-1,90)
	-75,3178**
Constante	(-2,33)
Observações	100
R-squared	0,657
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	293
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² a	0,595
p	0
Robust t-statistics in parentheses	
*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1	

Fonte: Elaboração própria.

Através da análise da Tabela 30 observou-se que nas variáveis de *corporate governance*, verificou-se que somente a variável BD_AUDIT não possui significância estatística.

A observação da variável BD_SIZE ($\beta_{BD_SIZE} = -1,431$, valor-p $<0,01$) permite constatar que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%, com o desempenho da empresa. Tal não corrobora os resultados dos estudos realizados por Campos (2015) e Sardo, Serrasqueiro e Alves (2018) que defendem que quanto maior a dimensão melhor será o desempenho.

Relativamente à CEO_DUAL ($\beta_{CEO_DUAL} = -2,1967$, valor-p $<0,01$) verifica-se que existe uma relação negativa, mas estatisticamente significativa, o que significa que a diminuição/inexistência de dualidade desencadeia um efeito positivo no desempenho, corroborando os resultados de Detthamrong et al. (2017). Os resultados obtidos por Campos (2015) e por Casaca (2020) evidenciam uma relação positiva entre a CEO_DUAL e o desempenho.

A variável BD_WOMEN ($\beta_{BD_WOMEN} = 7,4117$, valor-p $<0,01$) apresenta um valor positivo e estatisticamente significativo a 1%, corroborando os resultados obtidos por Casaca (2020).

A variável OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 8,3151$, valor-p $<0,05$) apresenta um valor positivo e estatisticamente significativo a 5%.

As variáveis $BIG4$ ($\beta_{BIG4} = 5,5077$, valor-p $<0,1$) e BD_DEP ($\beta_{BD_DEP} = -3,6209$, valor-p $<0,1$) apresentam, respetivamente, um valor positivo e negativo, sendo estatisticamente significativas a 10%. No que diz respeito a BD_DEP , o seu resultado é suportado pelos estudos de Silva et al. (2006) de Casaca (2020).

Após análise do efeito da *corporate governance* no desempenho das empresas, observa-se que os resultados obtidos corroboram as hipóteses 2.4 a 2.7 e refutam as hipóteses 2.1 a 2.3.

3.2.2.3 Os efeitos da alavancagem financeira no desempenho do CAE 293

O modelo 3 presente na Tabela 31 considera o período de 2013 a 2018 e a CAE 293, sobre a qual se irá retirar ilações sobre a influência que a variável de alavancagem exerce na variável dependente ROA. Tal permitirá comprovar ou refutar a hipótese 3.

Tabela 31. Regressão OLS – Modelo 3 – Efeitos da alavancagem no desempenho da empresa, com CAE 293

VARIÁVEIS	ROA
	10,2763*
RETIND_1	(1,74)
	0,1550
LNTA_1	(0,29)
	0,5352
LNFACE_1	(0,69)
	-2,1257
CAPEXTA_1	(-0,42)
	-0,7452
CACL_1	(-0,50)
	-1,5293
MBV_1	(-0,53)
	0,4574***
NCFOTA_1	(5,75)
	-4,7898*
PPETA_1	(-1,90)
	-10,2216***
LEV_1	(-2,68)
	-70,4067*
CONSTANTE	(-1,72)
Observações	100
R-squared	0,578
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	293
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,536
p	0

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

A análise da Tabela 31 permite observar o valor da alavancagem que é de -10,2216, com um nível de significância de 99%. Ou seja, um aumento do nível de alavancagem financeira provocará a diminuição do desempenho. Este resultado refuta a hipótese 3 e os resultados obtidos por Detthamrong et al. (2017).

3.2.2.4 Os efeitos da *corporate governance* e alavancagem financeira no desempenho do CAE 293

O modelo 4, presente na Tabela 32, considera o período de 2013 a 2018 para o CAE 293, sobre a qual se irá retirar ilações sobre a influência que as variáveis de *corporate governance* e de alavancagem exercem na variável dependente sobre o desempenho das empresas do setor de Fabricação de componentes e acessórios para veículos automóveis (abreviadamente setor automóvel).

Tabela 32. Regressão OLS – Modelo 4 – Efeitos da *corporate governance* e alavancagem no desempenho da empresa, com CAE 293

VARIÁVEIS	ROA
	7,4735
RETIND_1	(1,66)
	0,7072
LNTA_1	(1,05)
	0,6985
LNFACE_1	(0,59)
	-6,9772
CAPEXTA_1	(-1,47)
	-0,6304
CACL_1	(-0,30)
	-6,8738
MBV_1	(-1,21)
	0,2457**
NCFOTA_1	(2,61)
	1,4098
PPETA_1	(0,38)
	-1,2289***
BD_SIZE	(-3,12)
	-1,0989
BD_AUDIT	(-0,92)
	-1,4508
CEO_DUAL	(-1,43)
	6,4500**
BD_WOMEN	(2,40)
	7,9411*
OWN_TOP3	(1,96)
	5,7383*
BIG4	(1,97)
	-3,1427
BD_DEP	(-1,53)
	-5,8904
LEV_1	(-0,94)
	-68,9115**
Constant	(-2,16)
Observações	100
R-squared	0,667
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	293
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,603
p	0

Robust t-statistics in parentheses
*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

Relativamente à análise do modelo 4, os resultados indicam que, no contexto das empresas em Portugal do setor automóvel, a relação entre *corporate governance* e o desempenho não é mediada pela alavancagem, resultado também obtido no estudo de Detthamrong et al. (2017).

Algumas das variáveis de *corporate governance* apresentam significância estatística. Mais em concreto, verifica-se que a variável BD_SIZE ($\beta_{BD_SIZE} = -1,2289$, valor-p <0,01)

apresenta uma relação negativa e as variáveis BD_WOMEN ($\beta_{BD_WOMEN} = 6,45$, valor-p <0,05), OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 7,9411$, valor-p <0,1), BIG4 ($\beta_{BIG4} = 5,7383$, valor-p <0,1) apresentam uma relação positiva.

3.2.3 Análise de resultados para as empresas com CAE 551

3.2.3.1 Os efeitos da *corporate governance* na alavancagem financeira do CAE 551

O modelo 1 presente na Tabela 33 considera o período de 2013 a 2018 para o CAE 551 (Estabelecimentos hoteleiros), sobre a qual se irá retirar ilações sobre a relação da variável dependente alavancagem e todas as variáveis de *corporate governance*.

Tabela 33. Regressão OLS - Modelo 1 - Efeitos da *corporate governance* na alavancagem com o CAE 551

VARIÁVEIS	LEV
	-0,1236***
RETIND_1	(-3,24)
	0,0359***
LNTA_1	(4,73)
	-0,0678***
LNFACE_1	(-5,10)
	0,0078
CAPEXTA_1	(0,12)
	0,0007
CACL_1	(0,23)
	-0,5595***
MBV_1	(-8,96)
	-0,0000
NCFOTA_1	(-0,01)
	-0,0579**
PPETA_1	(-1,98)
	-0,0042
ROA_1	(-1,39)
	-0,0062
BD_SIZE	(-0,91)
	0,0618***
BD_AUDIT	(3,21)
	-0,0081
CEO_DUAL	(-0,33)
	0,0522*
BD_WOMEN	(1,79)
	0,0521*
OWN_TOP3	(1,70)
	0,0106
BIG4	(0,45)
	-0,0507**
BD_DEP	(-2,54)
	1,2707***
Constante	(3,73)
Observações	1170
R-squared	0,128
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	551
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r2_a	0,116
p	0
Robust t-statistics in parentheses	
*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1	

Fonte: Elaboração própria.

Analisando as variáveis de *corporate governance*, verificou-se que, com exceção das variáveis BD_SIZE, CEO_DUAL e BIG4, as variáveis possuem significância estatística. A variável BD_AUDIT ($\beta_{BD_AUDIT} = 0,0618$, valor-p <0,01) apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1% com a alavancagem. As variáveis BD_WOMEN ($\beta_{BD_WOMEN} = 0,052$, valor-p <0,1) e OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 0,052$, valor-p <0,1) revelam uma relação positiva e estatisticamente significativa a 10% com a alavancagem e, por fim, a variável BD_DEP ($\beta_{BD_DEP} = -0,0507$, valor-p <0,05) demonstra uma relação negativa e estatisticamente significativa a 5% com a alavancagem. Perante tais resultados, pode-se afirmar que as hipóteses 1.3, 1.4 e 1.6 são corroboradas e a hipótese 1.1, 1.2, 1.5 e 1,7 refutadas.

3.2.3.2 Os efeitos da *corporate governance* no desempenho do CAE 551

O modelo 2, presente na Tabela 34, considera o período de 2013 a 2018 para o CAE 551, sobre a qual se irá retirar ilações sobre a relação acerca da variável dependente ROA e todas as variáveis de *corporate governance*.

Na Tabela 34 observou-se que nas variáveis de *corporate governance* a variável BD_SIZE ($\beta_{BD_SIZE} = 0,3387$, valor-p <0,05), BD_WOMEN ($\beta_{BD_WOMEN} = -1,1146$, valor-p <0,05), OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 1,0525$, valor-p <0,1) possuem significância estatística. O resultado observado quanto à dimensão do conselho de administração permite constatar que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa, para um nível de 5%, com o desempenho da empresa. Este resultado coincide com os resultados dos estudos realizados por Campos (2015) e Sardo, Serrasqueiro e Alves (2018) que defendem que quanto maior a dimensão melhor será o desempenho. Por fim, os resultados estão de acordo com o estudo de Detthamrong et al. (2017) e de Ahmed (2017). Tomando por base as hipóteses inicialmente formuladas, as hipóteses 2.1 e 2.6 são corroboradas, no entanto, as restantes hipóteses são refutadas.

Tabela 34. Regressão OLS - Modelo 2 - Efeitos da *corporate governance* no desempenho com o CAE 551

VARIÁVEIS	ROA
	5,2187***
RETIND_1	(7,69)
	0,2913**
LNTA_1	(2,42)
	-0,0576
LNFACE_1	(-0,22)
	3,0888***
CAPEXTA_1	(2,83)
	0,0044
CACL_1	(0,09)
	2,8454***
MBV_1	(2,64)
	0,3544***
NCFOTA_1	(12,51)
	-3,3293***
PPETA_1	(-5,27)
	0,3387**
BD_SIZE	(2,45)
	-0,0809
BD_AUDIT	(-0,22)
	0,4906
CEO_DUAL	(1,03)
	-1,1146**
BD_WOMEN	(-2,08)
	1,0525*
OWN_TOP3	(1,95)
	-0,3686
BIG4	(-0,79)
	-0,3697
BD_DEP	(-1,35)
	-47,2218***
Constant	(-8,21)
Observações	1170
R-squared	0,370
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	551
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r ² _a	0,361
p	0

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

3.2.3.3 Os efeitos da alavancagem financeira no desempenho do CAE 551

Para testar a hipótese 3 relativa à influência que a alavancagem exerce no desempenho da empresa, no CAE 551, procedeu-se à elaboração do Modelo 3.

Tabela 35. Regressão OLS – Modelo 3 – Efeitos da alavanca no desempenho da empresa, com CAE 551

VARIÁVEIS	ROA
	4,7597***
RETIND_1	(7,06)
	0,3887***
LNTA_1	(3,23)
	-0,3663
LNFACE_1	(-1,43)
	2,9979***
CAPEXTA_1	(2,80)
	-0,0045
CACL_1	(-0,09)
	1,6967
MBV_1	(1,64)
	0,3443***
NCFOTA_1	(11,83)
	-3,2256***
PPETA_1	(-5,24)
	-2,9123***
LEV_1	(-5,24)
	-40,7338***
CONSTANTE	(-7,10)
Observações	1170
R-squared	0,375
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	551
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r2_a	0,371
p	0

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

Através da análise dos resultados obtidos na Tabela 35, verificou-se que a LEV ($\beta_{LEV} = -2,9123$, valor-p <0,01) apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1% com o desempenho.

3.2.3.4 Os efeitos da *corporate governance* e alavancagem no desempenho do CAE 551

O modelo 4, presente na Tabela 36, considera o período de 2013 a 2018 para o CAE 551, sobre a qual se irá retirar ilações sobre a relação acerca da variável dependente ROA e todas as variáveis de *corporate governance* e alavancagem.

Tabela 36. Regressão OLS – Modelo 4 – Efeitos da alavanca e da *corporate governance* no desempenho da empresa, com CAE 551

VARIÁVEIS	ROA
	4,8214***
RETIND_1	(7,22)
	0,4091***
LNTA_1	(3,40)
	-0,2454
LNFACE_1	(-0,95)
	3,2511***
CAPEXTA_1	(3,02)
	-0,0015
CACL_1	(-0,03)
	1,0000
MBV_1	(0,89)
	0,355***
NCFOTA_1	(11,62)
	-3,4533***
PPETA_1	(-5,58)
	0,3157**
BD_SIZE	(2,32)
	0,0818
BD_AUDIT	(0,22)
	0,4764
CEO_DUAL	(1,03)
	-0,9442*
BD_WOMEN	(-1,79)
	1,2175**
OWN_TOP3	(2,30)
	-0,2900
BIG4	(-0,62)
	-0,5085*
BD_DEP	(-1,85)
	-2,9253***
LEV_1	(-5,27)
	-43,4252***
Constant	(-7,54)
Observações	1170
R-squared	0,386
Huber-White robust std. err.	Yes
SIC	551
Tamanho	All
Anos	2013-2018
r2_a	0,378
p	0

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

A variável LEV ($\beta_{LEV} = -2,9253$, valor-p <0,01) apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho. Relativamente às variáveis de *corporate governance* verifica-se que somente as variáveis BD_SIZE ($\beta_{BD_SIZE} = 0,3157$, valor-p <0,05), BD_WOMEN ($\beta_{BD_WOMEN} = -0,9442$, valor-p <0,1), OWN_TOP3 ($\beta_{OWN_TOP3} = 1,2175$, valor-p <0,05) e BD_DEP ($\beta_{BD_DEP} = -0,5085$, valor-p <0,1) são estatisticamente significativas, sendo que todas as outras variáveis de *corporate governance* não estão relacionadas com desempenho. Os resultados sugerem que a alavancagem influencia parcialmente o efeito do tamanho do conselho de administração, a proporção de mulheres com assento no conselho de administração, a concentração de capital e a independência do conselho de administração no desempenho das empresas.

Conclusões, Limitações e Linhas de Investigação Futuras

Com o presente trabalho pretendeu-se evidenciar o efeito mediador da alavancagem entre a *corporate governance* e o desempenho das empresas não cotadas, do setor hoteleiro, do vestuário e automóvel em Portugal.

No estudo utilizou-se uma amostra de 234 empresas hoteleiras, 20 empresas de automóveis e 59 empresas do vestuário para o período compreendido entre 2013 e 2018.

Com os resultados obtidos, através de regressão linear múltipla, observou-se que - (i) no setor do vestuário as variáveis de *corporate governance*, BD_SIZE (tamanho do conselho de administração), BD_AUDIT (tamanho do comité de auditoria) e OWN_TOP3 (concentração da propriedade), apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa com a alavancagem, refutando, nesta medida, a hipótese investigação (HI) 1; das variáveis de *corporate governance*, somente a variável OWN_TOP3 (concentração da propriedade) apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho, pelo que os resultados obtidos sobre a relação entre todas as outras variáveis de *corporate governance* e o desempenho refutam a HI 2; a alavancagem apresenta uma relação negativa com significância estatística com o desempenho, refutando a HI 3; dos resultados obtidos sobre o efeito mediador da alavancagem entre a *corporate governance* e o desempenho, observa-se que a alavanca medeia parcialmente o efeito da concentração de capital no desempenho das empresas, corroborando parcialmente a HI 4. - (ii) no setor automóvel somente as variáveis BD_SIZE (tamanho do conselho de administração) e BD_AUDIT (tamanho do comité de auditoria) de *corporate governance* têm uma relação positiva e estatisticamente significativa com a alavancagem, refutando parcialmente a HI 1; das variáveis de *corporate governance*, as variáveis BD_WOMEN, OWN_TOP3 e BIG4 apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho e a variável CEO_DUAL (dualidade do CEO) apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho, pelo que os resultados obtidos sobre a relação entre estas variáveis de *corporate governance* e o desempenho corroboram parcialmente a HI 2; a alavancagem apresenta uma relação negativa com significância estatística com o desempenho, refutando a HI 3; dos resultados obtidos sobre o efeito mediador da alavancagem entre a *corporate governance* e o desempenho, observa-se que a alavanca não medeia a relação entre a *corporate governance* e o desempenho das empresas, refutando a HI 4. (iii) no setor hoteleiro somente as variáveis BD_AUDIT (tamanho do comité de auditoria), BD_WOMEN (diretoria feminina) e OWN_TOP3 (concentração da propriedade) de *corporate governance* têm uma relação positiva e estatisticamente significativa com a alavancagem, corroborando parcialmente a HI 1; das variáveis de *corporate governance*, as variáveis somente BD_SIZE (tamanho do conselho de administração) e OWN_TOP3 (concentração da propriedade) apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com o desempenho, pelo que os resultados obtidos sobre todas as restantes variáveis de

corporate governance refutam parcialmente a HI 2; a alavancagem apresenta uma relação negativa com significância estatística com o desempenho, refutando a HI 3; dos resultados obtidos sobre o efeito mediador da alavancagem entre a *corporate governance* e o desempenho, observa-se que a alavanca medeia parcialmente o efeito do tamanho do conselho de administração, a proporção de mulheres com assento no conselho de administração, a concentração de capital e a independência do conselho de administração no desempenho das empresas, corroborando parcialmente a HI 4.

No geral, poderá ser no setor 551 (hoteleiro) onde se encontre maior influência da *corporate governance* na alavancagem das empresas, como pode ser no setor 293 (automóvel) onde se encontre maior influência da *corporate governance* no desempenho das empresas. No setor 141 (vestuário) poderá ser o setor onde a *corporate governance* tem menos influência quer na alavancagem, quer no desempenho das empresas. O que se verifica em todos os setores em estudo é que a alavancagem tem uma influência negativa no desempenho das empresas. Nos setores do vestuário e hoteleiro, a alavancagem influencia parcialmente a relação entre a *corporate governance* e o desempenho da empresa.

Este trabalho corrobora parte dos resultados alcançados por Detthamrong et al. (2017), tendo como amostra empresas não cotadas portuguesas, e tanto quanto se apurou é dos poucos estudos realizados em Portugal em que visa relacionar estes três conceitos: *corporate governance*, alavancagem e desempenho das empresas não cotadas. A maioria dos estudos, mesmo em Portugal, centram-se em amostras de empresas cotadas.

No decorrer do trabalho deparou-se com algumas limitações, tais como o facto das variáveis de *corporate governance* serem constantes em todo o período de análise e por serem de difícil acesso, uma vez que as empresas nem sempre facultam essa a informação por completo, o que dificultou a aplicação de outras metodologias eventualmente mais robustas (como a análise de dados em painel).

Como indicação para futuros estudos, sugere-se a inclusão de um maior número de empresas de cada setor e com a presença de empresas cotadas. Sugere-se também que se obtenha variáveis de *corporate governance* anuais e um maior número de fatores macroeconómicos. Por fim, poderia ser interessante criar subamostras por tamanho das empresas dentro de cada setor de atividade.

Referências

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Ahmed, S. (2017). *Capital Structure and Firm Performance: Moderating Role of Business Strategy and Competitive Intensity*. Pakistan: COMSATS University Islamabad.
- AICEP. (Maio de 2016). Indústria Automóvel e Componentes. *Portugalglobal*. Retrieved December 20, 2020, from <http://www.revista.portugalglobal.pt/AICEP/PortugalGlobal/Revista87/?page=1>
- AICEP. (Outubro de 2018). Indústria têxtil e de vestuário uma referência a nível mundial. *Portugalglobal*. Retrieved July 15, 2020, from <http://www.revista.portugalglobal.pt/AICEP/PortugalGlobal/Revista113/?page=1>
- Almeida, F. (2014). *Custos e benefícios da Lei Sarbanes-Oxley - O caso BPN*. Universidade Católica Portuguesa.
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2004). Board Characteristics Accounting Report Integrity and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315- 342.
- Ansari, B., Gul, K., & Ahmad, N. (2017). Corporate governance and firm performance: automobile assemblers listed in pakistan stock exchange (PSX). *Journal of Business Strategies*, 11(2), 125-140. Retrieved from <http://greenwichjournals.com/index.php/businessstudies/article/view/381>
- Antão, P. & Bonfim, D. (2008). Capital structure decisions in the Portuguese corporate sector. *Financial Stability Report – Banco de Portugal*.
- Assaf N., A. & Lima, F. (2010). *Fundamentos de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Awan, A. & Abbas, M. (2016). Capital Structure, Corporate Governance, and Firm Performance in Pakistan. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 21, 9-23.
- Babić, V., & Nikolić, J. (2016). Key Factors of Corporate Governance Model Development in Transition Economies. *Teme*, XL(2), 747-761.
- Baila, C. (2015). *A Corporate Governance como estratégia política das empresas: o caso BES*. Universidade Europeia - Laureate International Universities.
- Banco de Portugal. (2019). Banco de Portugal. Retrieved April 27, 2020, from <https://www.bportugal.pt/>
- Barca, F., & Becht, M. (2001) *The control of Corporate Europe*. Oxford University press.

- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de Corporate Governance em Portugal*. Porto: Faculdade de Economia do Porto.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*. 14 (3), 257–273.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values?, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22.
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: a comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*, 29, 245-258.
- Cadbury Committee (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee. Retrieved from: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>
- Caetano, M. (2020, 14 August). Portugal 2020 lança torre flutuante no Tejo e dezenas de fábricas por todo o país. *Diário de Notícias*. Available at: <https://www.dn.pt/edicao-do-dia/26-fev-2019/portugal-2020-lanca-torre-flutuante-no-tejo-e-dezenas-de-fabricas-por-todo-o-pais10618641.html>
- Campos, L. (2015). *Influência das Características dos Modelos de Corporate Governance no Desempenho Empresarial: Evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*. Bragança: Instituto Politécnico de Bragança.
- Campos, L., Pires, A., & Fernandes, P. (2017). *Influência das características dos modelos de corporate governance no desempenho empresarial: um estudo de caso das empresas cotadas em Portugal*. In XVI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria. Aveiro (Portugal)
- Carvalho, N. (2017). *Corporate governance e conflitos de agência em Portugal: revisão de literatura e evidência empírica*. Bragança: Instituto Politécnico de Bragança.
- Casaca, S. (2020). *O impacto dos diretores na performance das empresas cotadas no PSI20*. Santarém: Escola Superior de Gestão e Tecnologia.
- Chang, Y.-K., Chou, R., & Huang, T.-H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking and Finance*, 48, 374–385. <https://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>
- Cheffins, B. (2001). History and the global corporate governance revolution: the UK perspective. *Business History*, 43(4), 87-118.
- Clarke, T. (2007). *International corporate Governance: A comparative approach*. Londres: Routledge.
- CMVM (2015). *Código de Governo das Sociedades da CMVM 2014*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

- Costa, A. (2018). *O Impacto do Governo das Sociedades na Manipulação de Resultados em Portugal*. Leiria: Instituto Politécnico de Leiria.
- Cunha, V., & Rodrigues, L. (2018). Determinants of structure of corporate governance disclosure in Portugal. *Review of Business Management*, 10(3), 338-360. doi:10.7819/rbgn.v0i0.3359
- Decreto-Lei n.º 76/2006 de 29 de setembro. *Diário da República*, 63 (I-A Série), 2328-(2) 2328(190). Portugal: Ministérios das Finanças e da Administração Pública e da Justiça. Retrieved from <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/76-a/2006/03/29/p/dre/pt/html>
- Decreto-Lei nº186/2015 de 3 de setembro. *Diário da República*, 172 (I Série), 6947-6982. Lisboa, Portugal: Ministério da Economia. Retrieved from <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/186/2015/09/03/p/dre/pt/html>
- Decreto-Lei nº 262/86 de 2 de setembro. *Diário da República*, 201 (I Série). Portugal: Ministério das Finanças. Retrieved from https://dre.pt/web/guest/legislacao-consolidada/lc/116042191/201907180420/73600170/exportPdf/normal/1/cacheLevelPage?_LegislacaoConsolidada_WAR_drefrontofficeportlet_rp=diploma
- Decreto-Lei nº372/2007 de 6 de novembro. *Diário da República*, 213 (I Série), 8080-8084. Lisboa, Portugal: Ministério da Economia e da Inovação. Retrieved from <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/372/2007/11/06/p/dre/pt/html>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. <https://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance e Retorno de estoque esperado: evidências da Alemanha. *European Financial Management*, 10(2) , 267 - 293.
- ECO. (2018). *Economia portuguesa cresce 2,7% em 2017, o maior crescimento desde 2000*. [On-line]. Available: <https://eco.sapo.pt/2018/02/14/economia-portuguesa-cresce-27-em-2017-o-maior-crescimento-desde-2000/>, Access date: 14.08.2020 [when you visited and downloaded the website].
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Problemas de agência e reclamações residuais. *Revista de Direito and Economics*, 26, 327-349.
- Faria, M. (2013). *Corporate governance e a criação de Valor*. Porto: Universidade do Porto.
- Fernandes, S. (2014). *Diversidade de género nos conselhos de administração das empresas cotadas em bolsa*. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa.
- Fosberg, R. (2004). Agency problems and Debt financing: Leadership structure effects. Corporate Governance. *The International Journal of Business in Society*, 4 (1), 31–38.

- Gonçalves, J. (2007). *Reflexões sobre o bom governo das empresas: O economista*. 184-188.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance , Corporate Ownership , and the Role of Institutional Investors : A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4–22. doi:10.2139/ssrn.439500
- Hafez, H. (2017). Corporate governance practices and firm's capital structure decisions: an empirical evidence of an emerging economy. *Accounting and Finance Research*, 6(4), 115-129. <https://dx.doi.org/10.5430/afr.v6n4p115>
- Hann, D. P. (2001). Emerging Issues in US Corporate Governance: Are the Recent Reforms Working. *Def. Counsel Journal*, 68, 191–211.
- Haque, F., Arun, TG., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: a case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43, 673-681.
- Herdeiro, I. (2019). *Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal*. Bragança: Instituto Politécnico de Bragança
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (2001). *Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. NBER Working Paper n. 8161.
- INE. (2019). Estatísticas do Turismo 2018. Estatísticas oficiais. Lisboa. Retrieved from https://www.adcoesao.pt/sites/default/files/noticias/publicacaoine_estatisticaturismo218.pdf
- IPCG (2011). *Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas*, 1.º Fascículo, 26 de Abril de 2011. Instituto Português de Corporate Governance. Lisboa: IPCG.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jensen, M., & Meckling, W.H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4) , 305-360.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2007). *Exploring Corporate Strategy*. doi:10.1016/0142-694X(85)90029-8
- Kajananthan, R. (2012). Effect of corporate governance on capital structure: case of the srilankan listed manufacturing companies. *Journal of Arts, Science & Commerce*, 3, 63-71.
- Luís, I. (2018). *O impacto do governo das sociedades na performance financeira das empresas cotadas em bolsa em Portugal*. Leiria: Instituto Politécnico de Leiria.
- Marques, P. (2015). *O Impacto do Governo das Sociedades na Performance das Sociedades Cotadas de Portugal e Espanha*. Santarém: Instituto Politécnico de Santarém.

- Mertzani, C., Basuony, M., & Mohamed, E. (2019). Social institutions, corporate governance and firm performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 48, 75-79. <https://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.12.005>
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mouro, A. (2014). *Determinantes da estrutura de capital nos setores hoteleiro e industrial: Uma análise comparativa*. Covilhã: Universidade da Beira Interior.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. doi: 10.2307/2327916
- Naseem, M., Zhang, H., Malik, F. & Ramiz-Ur-Rehman (2017). Capital structure and corporate governance. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 33-47.
- Neves, J. (2007). *Análise Financeira - Técnicas Fundamentais*. (1.^a ed.). Lisboa: Texto Editores, Lda.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. (2.^a ed.). Alfragide: Texto Editores, Lda..
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance* [Online]. Available : <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/3155774.pdf>, Access date : 20.10.2019 [when you visited and downloaded the website].
- Okiro, K., Aduda, J. & Omoro, N. (2015). The effect of corporate governance and capital structure on performance of firms listed at the east african community securities exchange. *European Scientific Journal*, 11(7), 504-533.
- OMT. (2018). Organização Mundial do Turismo. Retrieved July 20, 2020, from <https://travelbi.turismodeportugal.pt/pt-pt/Paginas/HomePage.aspx>
- Pereira, J. (2013). *O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa*. Lisboa: Instituto Superior de Gestão.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410.
- Pinheiro, B., Vasconcelos, A., Luca, M., & Crisóstomo, V. (2017). Capital Structure and Corporate Governance in Companies Listed on BM&FBovespa. *Journal of Education and Research in Accounting*, 11(4), 438-452. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v11i4.1706>
- Ribeiro, J. (2014). *Corporate governance and capital structure: analysis for the portuguese and spanish stock indices*. Lisboa: Universidade de Lisboa.

- Sadiq, R., Nosheen, S., & Akhtar, W (2020). The Influence of Governance on Intellectual Capital in Textile Industry. *International Journal of Business and Society*, 21 (1), 1-24.
- Santos, A. (2019). *Ownership structure and firm performance: evidence from german companies during and after the financial crisis of 2008-2011*. Lisboa: Instituto Universitário de Lisboa.
- Sardinha, A. (2014). *Os determinantes da adoção do modelo de corporate governance nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica*. Bragança: Instituto Politécnico de Bragança.
- Sardo, F., Serrasqueiro, Z., & Alves, H. (2018). On the relationship between intellectual capital and financial performance: A panel data analysis on SME hotels. *International Journal of Hospitality Management*, 75, 67-74. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2018.03.001>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). *Livro branco sobre o Corporate Governance em Portugal*. Instituto Português do Corporate Governance.
- Silva, D. (2009). *O impacto do corporate governance na estrutura de capitais*. Porto: Faculdade de Economia do Porto.
- Silveira, A., Perobelli, F., & Barros, L. (2008). Corporate governance e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. [Online]. Electronic Classics Series. Available from: <http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/wealth-nations.pdf>
- Tierno, M. (2014). *Corporate governance and Portuguese listed companies' performance*. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M., & Guzmán, A. (2015). Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635-654. doi:10.1146/annurev-financial-110613-034357
- Wahba, H. (2014). Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. *J Manag Gov*, 18, 1041-1061. doi:10.1007/s10997-013-9271-8
- Zhou, M., Li, K., & Chen, Z. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101652. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101652>