

1 2 9 0



UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Andreia Rodrigues Ramos

**DETERMINANTES DA MATURIDADE DA DÍVIDA DAS  
PME PORTUGUESAS**

UMA ANÁLISE À INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE DE GÉNERO NAS  
DECISÕES DE ENDIVIDAMENTO

Dissertação no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças, orientada pelo  
Professor Doutor Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves e apresentada à Faculdade de  
Economia da Universidade de Coimbra, para obtenção do grau de Mestre

Setembro de 2023

1 2 9 0



UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Andreia Rodrigues Ramos

**DETERMINANTES DA MATURIDADE DA DÍVIDA DAS  
PME PORTUGUESAS**

UMA ANÁLISE À INFLUÊNCIA DA DIVERSIDADE DE GÉNERO NAS  
DECISÕES DE ENDIVIDAMENTO

Dissertação no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças, orientada pelo  
Professor Doutor Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves e apresentada à Faculdade de  
Economia da Universidade de Coimbra, para obtenção do grau de Mestre

Setembro de 2023

## Agradecimentos

Esta dissertação marca o final de uma etapa desafiante e de muita resiliência. Um percurso que não seria possível de realizar sem o apoio de todas as pessoas que me são próximas, às quais quero deixar o meu agradecimento e expressar o meu sentimento de gratidão.

Aos meus pais, que sempre me apoiaram e incentivaram a lutar pelos meus sonhos, transmitindo a coragem necessária e apoio incondicional. Obrigada pelos valores que me passaram e por terem tanto orgulho nas conquistas que alcanço.

À minha irmã, que sem saber, me obriga a lutar incessantemente por todos os objetivos a que me proponho, como forma de lhe passar o melhor exemplo. Obrigada por estares sempre presente e disponível para acompanhar as mais variadas fases do meu humor.

Ao Bruno, meu namorado, por me transmitir diariamente a força que preciso para todos os desafios, pela compreensão nos momentos complicados e, acima de tudo, pelo amor e companheirismo diários.

Ao meu orientador, Prof. Doutor Paulo Gama, pela orientação e por toda a ajuda ao longo deste trabalho. Obrigada pela paciência e pelo rigor.

À Jéssica e à Cláudia, as amigas que estão sempre presentes na minha vida, que acompanham todos os momentos, que ouvem atentamente os meus desabafos e que me dão os melhores conselhos.

À minha amiga Filipa, que a Universidade de Coimbra me permitiu conhecer, e que teve um papel crucial nesta fase do meu percurso académico. Obrigada pela disponibilidade e, sobretudo, pela amizade.

## Resumo

Esta dissertação vem ampliar o conhecimento empírico sobre o tema da diversidade de género e o impacto que detém na estrutura de maturidade da dívida das empresas.

Através da utilização de dados em painel, incidimos sobre uma amostra de 3.831 pequenas e médias empresas portuguesas, para o período de 2018 a 2021, com o objetivo de analisar se a percentagem de mulheres no painel de gestores é influente na maturidade dos financiamentos dessas empresas e na opção entre financiamentos de curto ou longo prazo.

Os resultados indicam que as mulheres estão sub-representadas nos cargos de gestão das empresas portuguesas, ainda que a sua presença seja significativa e influente na maturidade da dívida. Demonstramos que as mulheres, enquanto CEO ou CFO das empresas, conduzem a uma estrutura de dívida com maior proporção de financiamentos de curto prazo.

Testamos a influência dos determinantes de maturidade da dívida referidos ao longo da literatura já existente e verificamos uma relação positiva e significativa do risco, liquidez e da taxa de imposto com a dívida de curto prazo. Pelo contrário, a dimensão, a idade, a alavancagem a rendibilidade, demonstraram-se inversamente relacionadas com os financiamentos de curto prazo. As oportunidades de crescimento e a maturidade dos ativos não apresentaram significância com a maturidade de dívida de curto prazo.

Concluimos que a presença feminina na gestão das empresas é reveladora de uma preferência por dívida de curto prazo nas suas estruturas financeiras.

**Palavras-chave:** Maturidade da Dívida; Diversidade de Género; Mulheres Executivas; PME's.

## Abstract

We extend the empirical knowledge on gender diversity issue and the impact it has on firm's debt maturity structure.

Using a panel data, we focused on a sample of 3.831 small and medium Portuguese enterprises, for the period from 2018 to 2021, with the main purpose of analysing if the proportion of women in the boardroom influences financing maturity of those companies and the choice between financing with short-term debt or long-term debt.

The results point to a women under-representation in Portuguese companies management positions, besides the evidence of influence and meaning their presence represents on debt maturity. We show that women as CEO or CFO, drives to a debt structure with a greater proportion of short-term financing.

We tested the influence of debt maturity determinants mentioned over the existing literature, and verified a positive and meaningful relation of risk, liquidity and taxes with short-term debt. In contrast, dimension, age, leverage and return on assets exhibit inversely related with short-term financing. Growth opportunities and assets maturity show no relation or significance with short-term debt maturity.

We conclude that the women presence in firm's management reveals a preference for short-term debt in their financial structures.

**Keywords:** Debt Maturity; Gender Diversity; Executive Women; SME's.

## Lista de Abreviaturas

CAE – Classificação Portuguesa de Atividades Económicas

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

EA – Efeitos Aleatórios

GRETL - *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*

MCP – Maturidade de Curto Prazo

OLS – *Ordinary Least Squares*

PME – Pequenas e Médias Empresas

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

UE – União Europeia

VIF - *Variance Inflation Factor*

## Lista de Figuras

Figura 1 – Histograma

Figura 2 – Box-Plot

Figura 3 – Teste de Jarque Bera

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1 – Variáveis Dependentes

Tabela 2 – Variáveis Independentes

Tabela 3 – Estatísticas Descritivas

Tabela 4 – Matriz de Correlação de Pearson

Tabela 5 – Resultados dos Testes de Especificação ao Modelo

Tabela 6 – VIF's do Modelo

Tabela 7 – Resultados do Modelo de Efeitos Aleatórios

# Índice

Lista de Abreviaturas.....	V
Lista de Figuras .....	VI
Lista de Tabelas .....	VII
Capítulo 1 - Introdução.....	1
Capítulo 2 - Revisão de Literatura.....	4
2.1 Breve Abordagem Teórica à Estrutura de Capital das Empresas .....	4
2.2 Teorias sobre Estrutura de Maturidade da Dívida.....	7
2.2.1 Teoria dos Custos de Agência.....	7
2.2.2 Teoria da Sinalização e Assimetria de Informação .....	9
2.2.3 Teoria do Risco de Liquidez .....	11
2.2.4 Teoria da Correspondência de Maturidade .....	13
2.2.5 Teoria dos Impostos.....	14
2.3 Determinantes Empíricos da Maturidade da Dívida .....	15
2.3.1 Crescimento.....	15
2.3.2 Dimensão.....	16
2.3.3 Assimetria de Informação .....	17
2.3.4 Alavancagem/Nível de Endividamento .....	19
2.3.5 Rentabilidade.....	20
2.3.6 Liquidez.....	20
2.4 Influência do Género na Decisão de Maturidade da Dívida .....	21
2.4.1 Enquadramento.....	21
2.4.2 Diferenças com base no género .....	23
2.4.3 Relação do Género com a Maturidade da Dívida .....	24
Capítulo 3 - Método de Investigação.....	26
3.1 - Objetivos e Questões de Investigação.....	26

3.2 - Definição da Amostra.....	29
3.3 – Definição das Variáveis .....	31
3.3.1. - Variável Dependente .....	31
3.3.2. - Variáveis Independentes.....	31
3.4 – Modelo de Regressão de Dados em Painel.....	37
3.5 - Análise Descritiva da Amostra .....	40
Capítulo 4 – Apresentação e Discussão dos Resultados .....	46
4.1 – Testes ao Modelo Econométrico .....	46
4.2 – Influência da Diversidade de Género na Maturidade da Dívida.....	49
Capítulo 5 – Conclusão .....	54
Referências .....	57

# Capítulo 1 - Introdução

A diversidade de gênero tem vindo a tornar-se um tema de considerável interesse político e regulamentar (García & Herrero, 2021). Os conselhos de administração à volta do mundo estão sob crescente pressão para escolher mulheres para a direção e são várias as medidas que evidenciam a importância da diversidade de gênero na liderança das empresas (Adams & Ferreira, 2009). Tendo em consideração a crescente relevância das decisões socialmente conscientes como a diversidade de gênero, tanto na gestão de topo como na direção das empresas (Datta, Doan & Toscano, 2021), e as diferenças comportamentais entre homens e mulheres no que diz respeito a fatores como aversão ao risco e autoconfiança (García & Herrero, 2021), importa perceber a influência que a diversidade de gênero poderá ter na tomada de decisão (Li & Zhang, 2019).

Nos últimos anos, diversos investigadores têm procurado explicar a influência das mulheres executivas na performance das empresas (Adams & Ferreira, 2009), ou noutras vertentes, como a escolha da estrutura de capital e a probabilidade de falência (García & Herrero, 2021). Enquanto alguns autores chegam à conclusão de que a diversidade de gênero não afeta a performance das empresas, conforme alcançaram Adams & Ferreira (2009), outros observam uma influência positiva da presença feminina em cargos de liderança, que se verifica através da diminuição da alavancagem, menor volatilidade dos rendimentos e uma redução da probabilidade de falência, como testado por Faccio, Marchica & Mura (2016). Alguns estudos têm também analisado em que medida o excesso de confiança enquanto tendência comportamental, tanto a nível cognitivo como emocional, afeta a maturidade da dívida e a combinação entre financiamento de curto prazo e financiamento de longo prazo (La Rocca, Neha, & La Rocca, 2019). Contudo, apesar da vasta literatura já existente sobre determinantes da escolha da maturidade da dívida, bem como do crescente foco nas diferenças comportamentais baseadas no gênero relativas às decisões financeiras, a influência de mulheres

executivas, diretoras executivas (CEO) e diretoras financeiras (CFO) na escolha do vencimento da dívida, é um tema que permanece sem solução (Datta, Doan, & Toscano, 2021).

A estrutura de maturidade da dívida, para além de ser um dos elementos-chave da política financeira empresarial, demonstra ser também um importante mecanismo de controlo (Li & Zhang, 2019), já que se tomarmos como exemplo a opção por dívida de curto prazo, esta exige renegociações frequentes entre a empresa e os seus credores, expõe a empresa a um risco de refinanciamento mais elevado e sujeita a sua gestão a um maior escrutínio por parte dos mercados de dívida (Dang & Phan, 2016).

No que diz respeito às diferenças comportamentais que se verificam entre homens e mulheres, em termos de aversão ao risco e autoconfiança, a literatura parece alcançar opiniões muito próximas. Os autores Datta, Doan, & Toscano (2021) defendem que as mulheres preferem políticas financeiras mais seguras dadas as suas características, por natureza, de maior sensibilidade ao risco. La Rocca, Neha, & La Rocca (2019) consideram que as mulheres são mais propensas a ter menos segurança que os homens e, conseqüentemente, a preferir uma estrutura de dívida de curta maturidade, que é mais flexível.

Neste sentido, o objetivo da presente dissertação consiste em abordar esta lacuna da literatura e em procurar explicar o efeito que as mulheres executivas, pertencentes à direção ou gestão de topo das empresas, têm na estrutura de maturidade da dívida, em particular, na opção entre dívida de curto prazo e dívida de longo prazo. Desta forma, esta investigação propõe-se a responder às seguintes questões:

- A estrutura de maturidade da dívida das empresas é influenciada pelo género do CEO e CFO?
- Em que medida a presença de uma maior percentagem de mulheres no painel de gestão das empresas afeta a sua estrutura de maturidade da dívida?

A análise pretendida incide sobre as pequenas e médias empresas portuguesas, uma vez que cerca de 99,9% do tecido empresarial português é composto por este tipo de empresas. Analisou-se uma amostra de 3.831 pequenas e médias empresas portuguesas, para o período compreendido entre 2018 e 2021.

O nosso estudo contribui não só para a desmistificação da influência das mulheres nas decisões financeiras, como também para a promoção da igualdade de género nos cargos de gestão, que é uma das principais problemáticas da atualidade. Além disso, contrariamente à grande maioria da literatura anterior, a nossa investigação será realizada para o contexto das PME em Portugal, o que poderá ser bastante relevante, tendo em conta a elevada representatividade destas empresas no país.

Para estimar o efeito das variáveis independentes na maturidade de curto prazo, recorreu-se à metodologia de dados em painel, através de efeitos aleatórios.

Os resultados da dissertação concluem que a presença feminina nos cargos de direção e de gestão impacta a escolha da maturidade da dívida, destacando-se uma preferência pelo financiamento de curto prazo, já que as mulheres optam por ter um maior controlo, e que a dívida de curto prazo permite essa monitorização.

A dissertação está dividida em capítulos. Apresentamos no capítulo 2 a revisão de literatura sobre estrutura de maturidade da dívida e diversidade de género. No capítulo 3 define-se a amostra, o método utilizado, as variáveis escolhidas e as estatísticas descritivas. Segue-se o capítulo 4, em que se apresentam os resultados obtidos e a discussão dos mesmos. No último capítulo, encontram-se as conclusões do estudo, as principais limitações e sugestões para continuidade da investigação.

## **Capítulo 2 - Revisão de Literatura**

Neste capítulo, é efetuada uma breve abordagem à temática da estrutura de capital das empresas na secção 2.1. Sucede a secção 2.2, que compete a apresentação das principais teorias no âmbito da maturidade da dívida. Os determinantes empíricos da maturidade da dívida são identificados na secção 2.3. Na secção 2.4 discute-se a influência que a diversidade de género no na equipa de gestão poderá ter sob a estrutura de maturidade da dívida.

### **2.1 Breve Abordagem Teórica à Estrutura de Capital das Empresas**

A conhecida abordagem tradicional sobre a estrutura de capital teve origem em 1958, com Modigliani e Miller, época a partir da qual as teorias sobre esta temática começaram a ganhar uma maior relevância. Com o propósito de perceber quais as implicações nas empresas à medida que se troca capital próprio por dívida, os autores começaram por definir os pressupostos base do seu estudo, tendo assumido como condição de partida que as empresas operam em mercados de capitais perfeitos, ausentes de impostos, de custos de agência, transação ou insolvência.

Partindo das suposições acima descritas, ou seja, em contexto de mercados de capitais perfeitos e sem impostos, Modigliani e Miller construíram duas famosas proposições: Proposição I, em que se considera irrelevante a estrutura de capital; Proposição II, que tem em consideração o impacto da alavancagem no custo do capital próprio.

A proposição I define que o valor da empresa deverá ser o mesmo, independentemente da sua estrutura de capital. Ou seja, na ausência de taxas e outras imperfeições do mercado, o valor total da empresa não se altera com a divisão entre dívida, capital próprio e outros títulos (Van-Horne & Wachowicz, 2008).

A proposição II, defende que o custo médio ponderado do capital é o mesmo, independentemente da estrutura de capital da empresa. Num mercado sem impostos, um aumento nos fundos de dívida é compensado pelo aumento na taxa exigida de retorno sobre o património líquido, pelo que o custo médio ponderado permanece constante à medida que a alavancagem financeira é alterada. Em resultado, a combinação entre financiamento por dívida e capital próprio torna-se irrelevante, nestas condições de mercado (Van-Horne & Wachowicz, 2008).

As proposições estudadas anteriormente vieram a ser retificadas por Modigliani e Miller em 1963, que introduziram no seu estudo o efeito fiscal dos juros. Os autores admitiram a influência dos impostos na estrutura de capital das empresas ao demonstrarem que, apesar de ter custos associados, o endividamento pode gerar benefícios fiscais, já que existe a possibilidade de deduzir os juros suportados ao resultado das empresas.

As proposições originais de M&M, conforme posteriormente ajustadas aos impostos, sugerem que a estratégia ideal é assumir a quantidade máxima de alavancagem financeira, uma vez que quanto maior o montante de dívida, maiores os benefícios fiscais e maior o valor da empresa, *ceteris paribus*. Da mesma forma, quanto maior a alavancagem financeira, menor o custo de capital da empresa. Contudo, isto implicaria uma estrutura de capital constituída quase na sua totalidade por dívida, o que não é compatível com o comportamento observado nas empresas, pelo que devemos procurar opções alternativas (Van-Horne & Wachowicz, 2008).

Com o objetivo de saber qual a combinação entre capital próprio e capital alheio que permite maximizar o valor de mercado da empresa, bem como quais os principais fatores determinantes dessa estrutura ótima, têm surgido novos estudos e publicações sobre a estrutura de capital, de entre os quais surge a teoria de *trade-off*.

O modelo de *trade-off*, desenvolvido por Kraus & Litzenberger (1973), traduz-se na compensação ótima entre os custos e os benefícios de um financiamento, que permite maximizar o valor da empresa.

Segundo Myers (1984), a empresa faz uma substituição de dívida por capital próprio, ou de capital próprio por dívida, até que se alcance o seu valor máximo, sendo sempre analisado o equilíbrio entre os benefícios fiscais provenientes da dedução dos juros e os custos associados ao endividamento. Contudo, esta teoria postula um modelo de *trade-off* estático, em que se considera que a empresa tem apenas uma estrutura ótima de capital.

Os autores Frank & Goyal (2008) vieram introduzir uma versão dinâmica da teoria de *trade-off*, a qual sugere que as empresas seguem uma hipótese de ajuste de metas. Na versão dinâmica de *trade-off*, as empresas convergem gradualmente para uma estrutura de capital alvo, em que a alavancagem é parcialmente ajustada em direção ao nível de dívida ótimo, e os desvios face à meta são gradualmente eliminados. Esta teoria refere dois tipos de custos que causam flutuações em redor do ponto ótimo: os custos de estar fora do equilíbrio e os custos de ajustamento para alcançar o *target*. Quando a empresa se encontra dentro do intervalo ótimo de endividamento, os custos de ajustamento superam os custos de estar fora do equilíbrio, pelo que não existem incentivos para alterar a estrutura de capital. Por outro lado, estar fora do equilíbrio tem um custo superior ao de ajustamento, pelo que a empresa terá tendência a alinhar-se com o ponto ótimo (Marinšek, Pahor, M., Mramor & Luštrik, 2016).

Myers & Majluf (1984) e Myers (1984), surgem também com uma relevante teoria sobre estrutura de capital, a qual se designa modelo de *pecking-order*. De acordo com Myers (1984), esta teoria estabelece a existência de uma estrutura hierárquica de preferência pelas fontes de financiamento, segundo a qual as empresas preferem recorrer a fundos internos (autofinanciamento) antes de se financiar por meios externos.

A escolha das fontes de financiamento é também influenciada pela assimetria de informação entre gestores e acionistas e entre gestores e credores, o que faz com que a empresa prefira utilizar os seus recursos internos antes de recorrer ao mercado. O financiamento por meios externos, é procurado apenas quando os *cash-flows* gerados internamente não são

suficientes para fazer face às oportunidades de investimento. (Myers & Majluf, 1984).

Quando é necessário um financiamento externo, as empresas têm tendência a privilegiar a emissão de títulos de dívida, antes de optarem pelo aumento do capital próprio. Na teoria de *pecking-order* original, não existe uma estrutura ótima de capital (Myers, 1984).

## **2.2 Teorias sobre Estrutura de Maturidade da Dívida**

### **2.2.1 Teoria dos Custos de Agência**

A teoria dos custos de agência teve origem no trabalho de Jensen & Meckling (1976) e traduz-se na análise dos conflitos de interesses entre os agentes que fazem parte de uma empresa.

Os autores definem a relação de agência como um contrato, segundo o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(principais)) contrata(m) outra pessoa (o agente) para realizar um serviço a seu favor, que envolve delegar poder de decisão. Essa delegação de poder acaba por gerar divergências, seja na relação entre acionistas e gestores que, segundo Jensen & Meckling (1976), surgem associadas à separação entre propriedade e controlo, ou na relação entre credores e gestores, que Myers (1977) associa ao problema do subinvestimento.

Em consequência destes conflitos de interesses entre as partes interessadas, ocorrem custos de agência, definidos por Jensen & Meckling (1976) como sendo a soma de três tipos de custos: a) Custos de Controlo, em que o principal procura atenuar as divergências face aos seus interesses e estabelece incentivos adequados ao agente, com o intuito de limitar a sua atividade; b) Custos de Incentivos, nos quais o principal paga ao agente para que este gaste recursos que garantam que as ações tomadas não prejudicam

o principal, ou que compensam o principal por eventuais prejuízos consequentes dos atos do agente; c) Custos de Perdas Residuais, que resultam das divergências residuais existentes entre o(s) principal (principais) e o agente, impossíveis de eliminar através dos gastos de controlo e de incentivos.

No que diz respeito à separação que existe entre propriedade e controlo, a escolha do vencimento da dívida, determinada pelo gestor, pode diferir do que é ideal para o acionista (Datta, Doan, & Toscano, 2021), o que origina conflitos de agência.

Relativamente aos custos de incentivos, destacam-se os problemas de subinvestimento, que ocorre quando empresas financiadas com dívidas de maior risco acabam por perder importantes oportunidades de investimento (Ozkan, 2000) e provocar uma queda no seu valor de mercado (Myers, 1977); e de *risk-shifting*, em que existe um incentivo por parte dos acionistas para substituir projetos associados a um risco elevado, por projetos com menos risco, em que os acionistas não tenham que suportar as perdas, mas tenham a possibilidade de receber retorno total dos ganhos (Méndez, V. M. G., 2013).

Neste sentido, são vários os estudos empíricos que procuram investigar a existência de uma relação entre a maturidade da dívida e a mitigação dos custos de agência (Myers, 1977; Stohs & Mauer, 1996; Guedes & Opler, 1996; Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola, 2017).

Adachi-Sato & Vithessonhi (2019) argumentam a favor da utilização da dívida de curto prazo na mitigação dos custos de agência, quer estejam relacionados com a assimetria de informação ou com o problema do subinvestimento, já que este tipo de financiamento delimita a tomada de risco por parte dos gestores.

O subinvestimento manifesta-se como um problema de maior relevo em empresas com mais oportunidades de crescimento, em que os recursos internos são insuficientes para financiar esse crescimento. No entanto, Myers (1977) defende que a contratação de financiamento de curto prazo e a redução da estrutura de maturidade da dívida podem ser boas opções na resolução

deste problema (Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola, 2017). Outros autores como Antoniou, Guney, & Paudyal (2006) intercedem com a mesma opinião, de que os custos de agência relacionados com o problema do subinvestimento podem ser mitigados com a redução da maturidade da dívida.

Na ótica de Dang & Phan (2016), a preferência pela dívida de curto prazo possibilita não só a redução dos custos de agência relacionados com o subinvestimento, como também os conflitos provenientes dos incentivos de *risk-shifting*, dado que os benefícios do financiamento propiciam um melhor desenvolvimento operacional e o preço das ações da empresa, beneficiando assim os investidores e os credores, externos e internos, cujos pagamentos dependem dos fluxos de caixa futuros das empresas.

### **2.2.2 Teoria da Sinalização e Assimetria de Informação**

A teoria da sinalização sugere que a estrutura de maturidade da dívida adotada por uma empresa, pode ser um indicador sinalizador da sua qualidade (Etudaiye-Muhtar, et al., 2017), já que permite aos investidores depreender informações internas sobre a composição financeira da empresa e relativamente à segurança dos seus créditos (Flannery, 1986; Guedes & Opler, 1996).

Segundo Méndez (2013), empresas cujas informações internas são favoráveis e de baixo risco (com classificações de crédito elevadas), podem escolher dívida de curto prazo com taxas de juro relativamente baixas, dado que o risco de refinanciamento é pequeno. Quando existe uma boa classificação de crédito, o risco de liquidez é compensado pela expectativa de que as notícias futuras sobre a empresa sejam favoráveis (Diamond, 1991).

Porém, empresas de alto risco (com classificações de crédito baixas) preferem dívida de longo prazo, por forma a não terem de enfrentar o risco de refinanciamento (Méndez, 2013).

Diamond (1991) afirma existir uma classificação mínima, segundo a qual os benefícios de emissão de dívida de curto prazo compensam o risco de liquidez.

De acordo com os autores García-Teruel, Martínez-Solano & Sánchez-Ballesta (2010), o custo do capital e o custo da dívida diminuem à medida que a qualidade de informação da empresa aumenta. São consideradas de qualidade as empresas com fundos suficientes para pagar os custos de transação acrescidos que a dívida de curto prazo implica (Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola, 2017).

Empresas que apresentam baixo risco de crédito, são capazes de capitalizar as vantagens do financiamento de curto prazo e de enfrentar os riscos relacionados com o refinanciamento (García-Teruel, et al., 2010), pelo que sinalizam a sua boa qualidade ao emitir títulos de curto prazo (Stohs & Mauer, 1996).

De acordo com Antoniou, Guney, & Paudyal (2006), existe uma relação negativa entre a qualidade de crédito de uma empresa e a sua maturidade da dívida, uma vez que empresas de baixa qualidade não têm capacidade para suportar os custos de transação associados ao refinanciamento de curto prazo e, conseqüentemente, optam por financiamento de longo prazo.

Por outro lado, conforme Méndez (2013), empresas associadas a uma elevada probabilidade de incumprimento podem ser impedidas de adquirir empréstimos de longo prazo, devido à eventualidade de se vincularem a maus projetos de investimento. Diamond (1991) assume uma perspectiva semelhante, referindo que se uma empresa obtiver uma classificação de crédito desfavorável, podem não restar alternativas para além da emissão de financiamento de curto prazo, apesar dos indicadores de liquidação ineficiente transmitidos aos credores.

No entanto, se as transações no mercado financeiro não tiverem custos, a estrutura financeira de uma empresa não pode conceder uma sinalização que seja válida (Flannery, 1986), já que nestas condições, empresas de baixa qualidade têm a possibilidade de imitar as escolhas de maturidade dos financiamentos das empresas de elevada qualidade (Stohs & Mauer, 1996).

Etudaiye-Muhtar, et al., (2017) destacam a existência de uma incapacidade do mercado para diferenciar entre empresas de alta e baixa qualidade, o que segundo Stohs & Mauer (1996), resulta numa subvalorização de empresas de elevada qualidade e sobrevalorização de empresas de qualidade inferior. Esta incapacidade de diferenciação na qualidade dos créditos, faz com que empresas de boa qualidade optem por financiamento de curto prazo e empresas de má qualidade prefiram o financiamento de longo prazo (Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola, 2017).

Scherr & Hulburt (2001) adotam a mesma teoria e definem que empresas subvalorizadas terão preferência pela emissão de dívida de curto prazo, enquanto empresas sobrevalorizadas tenderão a optar pela dívida de longo prazo.

Numa outra perspetiva, se existirem custos de transação no mercado financeiro, as empresas de qualidade têm efetivamente oportunidade de sinalizar a sua verdadeira qualidade ao mercado (Flannery, 1986).

### **2.2.3 Teoria do Risco de Liquidez**

O risco de liquidez, conceito desenvolvido por Diamond (1991), decorre geralmente do financiamento através de dívida com uma maturidade que é inferior à maturidade dos *cash-flows* gerados pelos investimentos da empresa. No entanto, o risco de liquidez pode também advir do surgimento de más notícias na data do vencimento da dívida, que levam a que os credores não renovem o financiamento na sua maturidade. Quando os *cash-flows* não são suficientes para liquidar a dívida no seu vencimento, os credores adquirem um controlo substancial, uma vez que sujeitam a empresa a uma nova emissão de dívida para pagar o financiamento anterior.

Neste sentido, a dívida de curto prazo pode implicar uma perda de rendibilidade se tiver de ser refinanciada por uma taxa de juro mais alta (Guedes & Opler, 1996), bem como potenciar um aumento do risco do

portefólio de financiamentos, devido ao desincentivo por parte de investidores considerados como mais seguros (Stiglitz & Weiss, 1981).

Jun & Jen (2003) apresentam uma teoria contrária, segundo a qual empresas que têm ativos e *cash-flows* consideravelmente fortes para absorver o risco de refinanciamento, deveriam utilizar proporcionalmente mais dívida de curto prazo, de forma a reduzir as despesas com juros.

Ao adquirirem obrigações de longo prazo, os credores estão expostos ao risco de que as condições da empresa se possam deteriorar com o passar do tempo, ou que os gestores intensifiquem o risco dos investimentos antes de atingir a maturidade (Antoniu, Guney & Paudyal, 2006), pelo que impõem restrições ao financiamento de longo prazo, como o aumento do valor do prémio de incumprimento de uma nova dívida (Guedes & Opler, 1996).

Como tal, o risco de liquidez é um fator que pode influenciar a escolha de maturidade da dívida (Scherr & Hulburt, 2001; Dang & Phan, 2016).

O risco de não ter capacidade para reembolsar a dívida no seu vencimento por declínio da situação financeira ou das condições económicas, pode motivar as empresas a alongar a maturidade dos seus financiamentos (Guedes & Opler, 1996). Além disso, os empréstimos de curto prazo têm uma vantagem no custo, mas ainda assim, incorrem em mais gastos relacionados com a possibilidade de dificuldades financeiras futuras, quando comparados com empréstimos de longo prazo (Jun & Jen, 2003).

Scherr & Hulburt (2001) defendem que se uma empresa se financia com dívida de longo prazo, os investidores irão exigir taxas de juro superiores para suportar o risco associado ao crédito de longo prazo. Na ótica de Guedes & Opler, 1996), a preferência pelo financiamento de longo prazo pode levar a que a empresa opte por projetos de investimento arriscados e de baixa qualidade.

A estrutura ótima de maturidade da dívida passa pelo equilíbrio entre a preferência por dívida de curto prazo e o risco de liquidez. Para um devedor com uma perspetiva de futuro suficientemente “positiva”, o risco de liquidez é compensado pela expectativa de um futuro favorável. Para devedores com

uma perspectiva de futuro suficiente “negativa”, o risco de liquidez supera o efeito da informação (Jun & Jen, 2003).

#### **2.2.4 Teoria da Correspondência de Maturidade**

A hipótese do equilíbrio de maturidade sugere que as empresas devem alinhar a estrutura temporal entre os seus ativos e passivos, uma vez que permite controlar os riscos e custos de uma crise financeira (Antoniou, Guney & Paudyal, 2006).

Tal como referido no subcapítulo anterior, é fundamental que uma empresa faça o *matching* entre os seus ativos e passivos, como forma de diminuir o risco de liquidez. Ao mesmo tempo, este *matching* entre ativos e passivos contribui também para a diminuição dos conflitos de agência entre detentores de capital e detentores de dívida (Myers, 1977; Stohs & Mauer, 1996; Ozkan, 2000).

No mesmo sentido, Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola (2017) defendem um efeito positivo da estrutura de vencimento dos ativos na estrutura de vencimento da dívida, que encaram como uma forma de minimizar os custos de transação e de liquidez.

Quando a dívida tem uma maturidade inferior à maturidade dos ativos, a empresa pode não ter fundos de caixa disponíveis para pagar as suas obrigações financeiras no vencimento, dado que o retorno criado pelo ativo ainda não é suficiente para suportar esse custo (Méndez, 2013).

Por outro lado, se o passivo tiver uma maturidade superior à do ativo, o fluxo de *cash-flows* termina, ao passo que os pagamentos do financiamento se mantêm (Stohs & Mauer, 1996).

Assim, uma depreciação mais prolongada dos ativos deve estar associada a um financiamento com uma maturidade superior (Antoniou, Guney & Paudyal, 2006). Ao fazer este equilíbrio de maturidade entre ativo e passivo, é possível assegurar que os reembolsos do financiamento ocorrem na mesma medida da depreciação do valor dos ativos (Myers, 1977) e prevenir o risco de incumprimento (Morris, 1976).

De acordo com Antoniou, Guney & Paudyal (2006), encontrar a correspondência de maturidade adequada entre os ativos e os passivos é importante para que a empresa perceba se deve emitir dívida de curto prazo ou de longo prazo.

Scherr & Hulburt (2001) concluíram também que existe uma influência da estrutura de maturidade dos ativos aquando da escolha da maturidade da dívida.

### **2.2.5 Teoria dos Impostos**

A influência dos impostos é uma questão de vasta discussão, não só na temática da estrutura de capital, como também no que concerne à estrutura de maturidade da dívida.

O trabalho de Modigliani & Miller (1963), que introduz o efeito fiscal dos impostos no resultado das empresas, teve um contributo muito importante para o estudo da estrutura ótima de capital, com a descoberta de que os juros da dívida podem originar benefícios fiscais para as empresas e maximizar o seu valor.

No campo da estrutura da dívida, Antoniou, Guney & Paudyal (2006) referem que a carga fiscal das empresas, a estrutura temporal e incerteza das taxas de juro, interagem entre si para oferecer incentivos fiscais na composição da maturidade da dívida.

Uma estrutura ótima de maturidade da dívida é determinada através da compensação entre a vantagem fiscal a cada período de financiamento e os custos de falência e de emissão de dívida (Stohs & Mauer, 1996).

Neste contexto, Méndez (2013) indica que a maturidade ótima da dívida deverá aumentar se a carga fiscal diminuir, os custos de emissão aumentarem e a volatilidade no valor da empresa baixar.

A empresa aumenta a maturidade da dívida à medida que os custos de emissão vão subindo, por forma a espalhar os gastos com o refinanciamento por um intervalo de tempo superior (Stohs & Mauer, 1996).

Como tal, é expectável que exista uma relação positiva entre a estrutura temporal das taxas de juro e a proporção de dívida de longo prazo, de acordo com a explicação fiscal da maturidade da dívida (Méndez, 2013).

## **2.3 Determinantes Empíricos da Maturidade da Dívida**

### **2.3.1 Crescimento**

São vários os autores que defendem que empresas com mais oportunidades de crescimento têm mais conflitos entre acionistas e credores (García-Teruel, Martínez-Solano & Sánchez-Ballesta, 2010), uma vez que os recursos internos são insuficientes para financiar esse crescimento (Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola, 2017).

Quando uma empresa tem opções futuras de crescimento, através de um conjunto de oportunidades de investimentos lucrativos, a existência de dívida de risco na estrutura de capital significa que os benefícios da realização desses projetos serão apenas em parte para os acionistas. Haverá uma partilha dos benefícios com os credores, dado que a probabilidade de incumprimento é reduzida pelos projetos de investimento. Sendo uma parte do benefício para os credores, os acionistas acabam por ter motivos para rejeitar os novos investimentos, o que se define como o problema do subinvestimento (Méndez, 2013).

Myers (1977) defende que a maturidade da dívida pode desempenhar um papel importante na resolução da problemática do subinvestimento, dado que a empresa pode reduzir a estrutura de maturidade dos financiamentos e optar pela dívida de curto prazo, que é menos sensível a mudanças no risco, está associada a um maior controlo por parte dos credores e atinge a maturidade antes de serem exercidas as opções de crescimento, o que permite uma renegociação prévia entre a empresa e os seus credores.

Os incentivos de subinvestimento gerados pela dívida podem ser mitigados pelo financiamento de curto prazo ou, caso se identifiquem previamente oportunidades de crescimento favoráveis, através da redução do nível de alavancagem e da maturidade das suas dívidas (Aivazian, Ge & Qiu, 2005).

A opinião sobre a relação entre a maturidade da dívida e o crescimento empresarial demonstra-se unânime entre os vários autores. Wang, Chiu & King (2020) consideram que empresas com um baixo potencial de crescimento podem ter mais benefícios ao optar por uma estrutura de dívida mais longa. Antoniou, et al., (2006) argumentam que o endividamento de longo prazo pode ser uma forma de impedir os gestores de fazer investimentos não lucrativos, com base nos seus interesses particulares.

Como tal, prevê-se que empresas com mais oportunidades de crescimento estejam associadas a uma maior utilização de dívida de curto prazo (Guney & Ozkan\*, 2005; Antoniou, Guney & Paudyal, 2006).

### **2.3.2 Dimensão**

Antoniou, et al., (2006) e Stohs & Mauer (1996) comprovam a existência de uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a maturidade da dívida.

As empresas de menor dimensão denotam uma maior tendência para ter conflitos de agência relacionados com a dívida, maior nível de assimetria de informação, risco de falência e complexidade no acesso aos mercados de capitais, o que implica uma maior dificuldade por parte destas empresas em obter financiamento de longo prazo (García-Teruel, et al., 2010).

Os autores Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola (2017) são também defensores da influência do tamanho da empresa na estrutura de maturidade da dívida, concluindo no seu estudo que empresas de maior dimensão revelam uma maior transparência, permitindo assim diminuir a assimetria de informação e os problemas de agência face às pequenas empresas.

Os conflitos de agência entre acionistas e credores podem ser particularmente severos para pequenas empresas (Méndez, 2013), já que os credores tentam controlar o risco de empréstimo a empresas de pequena dimensão ao restringir o prazo de vencimento (Antonioni, Guney & Paudyal, 2006).

Titman & Wessels (1988) referem também a diferença entre as pequenas e grandes empresas no que diz respeito aos custos da dívida. Segundo os autores, as pequenas empresas enfrentam custos de transação mais elevados do que as grandes empresas quando se trata de recorrer a uma nova dívida, o que faz com que prefiram tendencialmente o financiamento de curto prazo (através de empréstimos bancários), devido aos custos fixos mais baixos associados a esta alternativa.

Consequentemente, empresas de menor dimensão, que enfrentam conflitos de agência significativos quando comparadas com empresas de maior dimensão e bem estabelecidas, optam por dívida de curto prazo como forma de atenuar estes conflitos (Stohs & Mauer, 1996).

### **2.3.3 Assimetria de Informação**

A assimetria de informação entre investidores e gestores é também um fator que demonstra ter influência na determinação da maturidade da dívida (García-Teruel, Martínez-Solano & Sánchez-Ballesta, 2010).

Quando uma empresa tem informações privadas sobre as suas perspetivas, então todos os seus títulos estão subvalorizados (Scherr & Hulburt, 2001). Consequentemente, os “insiders” de uma empresa de qualidade relativamente elevada considerarão excessivos todos os prémios de incumprimento exigidos pelo mercado, o que acontece porque os “outsiders” têm uma perceção de maior probabilidade de declínio da qualidade da empresa do que um membro interno (Ozkan, 2000).

De acordo com os autores García-Teruel, Martínez-Solano & Sánchez-Ballesta (2010), as empresas que são mais opacas em relação à informação

estão sujeitas a problemas de risco moral mais graves e a custos de controle mais elevados para os credores.

Desta forma, empresas com uma maior assimetria de informação terão preferência pela emissão de dívida de curto prazo (Adachi-Sato & Vithessonthi, 2019), que é menos sensível à informação (Dang & Phan, 2016), e empresas com informação assimétrica menos acentuada tenderão a optar pela dívida de longo prazo (Scherr & Hulburt, 2001), já que ter uma grande quantidade de financiamentos de longo prazo no portfólio da empresa é um indicador de qualidade (Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola, 2017).

Na literatura que se antecede, alguns investigadores evidenciam a idade das empresas como um fator que se associa frequentemente à assimetria de informação. Baños-Caballero, García-Teruel & Martínez-Solano (2010) evidenciam que a idade de uma empresa permite criar uma relação de antiguidade com clientes e fornecedores, que dessa forma já conhecem a sua qualidade e reputação. Uma empresa com largos anos de existência possibilita também aos seus fornecedores de financiamento e capital aferir a qualidade dos seus créditos.

Contudo, a presença de assimetrias de informação leva também à possibilidade de sinalizar informação através da escolha da maturidade da dívida (Scherr & Hulburt, 2001). A opção pelo financiamento de curto prazo ao invés do longo prazo, pode também ser uma estratégia para reduzir os custos relacionados com a desigualdade de informação entre as partes e os conflitos de agência (Öhman & Darush, 2017).

Empresas de elevada qualidade podem decidir sinalizar o seu perfil ao emitir dívida de curto prazo, demonstrando que não existe uma preocupação com a possibilidade de um choque de liquidez que possa desencadear o refinanciamento (Almeida, Campello, Laranjeira & Weisbenner, 2009), pelo que a estrutura financeira pode ser utilizada para demonstrar a informação dos “insiders” sobre a qualidade da empresa (Ozkan, 2000).

Neste sentido, quando existem assimetrias de informação, os agentes internos que detêm melhores informações privadas (ex.: gestores), irão

esforçar-se por escolher a estrutura de dívida que maximiza o valor da empresa (Adachi-Sato & Vithessonthi, 2019).

#### **2.3.4 Alavancagem/Nível de Endividamento**

No que diz respeito ao nível de alavancagem, é expectável que se verifique uma relação positiva entre o grau de endividamento e a maturidade da dívida (García-Teruel et al., 2010).

A preocupação das empresas relativamente ao risco de incumprimento, tendo em consideração o elevado nível de endividamento, conduz a uma preferência pelo financiamento de longo prazo, como proteção face ao risco de falência (Morris, 1992; Guney & Ozkan\*, 2005).

Empresas mais endividadas, que apresentam maior risco financeiro, tentam controlar o risco ao alongar o prazo médio da sua dívida (Antonioni et al., 2006), pois ainda que o rácio de dívida elevado acentue a probabilidade de haver problemas de liquidez, a emissão de financiamento de longo prazo atrasa a exposição das empresas a esse risco (Etudaiye-Muhtar et al., 2017).

Choi, Hackbarth & Zechner (2018) demonstram ter a mesma opinião, concluindo que empresas que apresentam uma alta alavancagem de mercado ou um elevado índice de dívida líquida, aumentam substancialmente a dispersão da sua maturidade, enquanto empresas com uma alavancagem menos significativa não alteram muito a dispersão de maturidade.

Numa outra vertente, os autores Adachi-Sato & Vithessonthi (2019) defendem que empresas mais alavancadas são mais prováveis de investir em projetos mais arriscados.

Assim sendo, pode concluir-se que empresas com um nível de alavancagem elevado, terão tendência para privilegiar a escolha de dívida de longo prazo (Diamond, 1991).

### **2.3.5 Rentabilidade**

No que diz respeito ao lucro empresarial, os autores Öhman & Yazdanfar (2017) argumentam, com base no seu estudo sobre PME's, que existe uma relação negativa entre a rentabilidade das empresas e a dívida, quer se opte pelo financiamento de curto prazo ou pelo financiamento de longo prazo. De acordo com estes investigadores, as empresas com um índice de rentabilidade superior tendem a preferir a utilização dos lucros acumulados para financiar as suas operações, enquanto empresas menos rentáveis financiam os seus investimentos principalmente através da utilização de dívida, perspectiva que corrobora a teoria de *pecking order*.

Ao nível do investimento, as empresas com rentabilidade mais elevada enfrentam uma menor pressão para aumentar o lucro, pelo que, conseqüentemente, podem não ter de investir em projetos tão arriscados (Adachi-Sato & Vithessonthi, 2019).

Contudo, de uma forma geral, empresas lucrativas optam tendencialmente pela utilização de estruturas de maturidade de dívida mais longas (Fan, Titman, & Twite, 2012), já que quando as empresas fazem mais empréstimos para aumentar os benefícios fiscais, o lucro da empresa sobe com o aumento da longevidade da dívida (Etudaiye-Muhtar et al., 2017).

### **2.3.6 Liquidez**

O rácio de liquidez funciona como um indicador da capacidade de liquidez da empresa, seja para investir, seja para pagar as atuais responsabilidades e despesas (Öhman & Yazdanfar, 2017).

A escolha da maturidade da dívida está também associada à política de liquidez da empresa, pelo que afeta o investimento real tanto em condições macroeconómicas favoráveis como desfavoráveis (Dang & Phan, 2016).

Antoniou et al. (2006) defendem uma relação inversa entre a maturidade da dívida e a liquidez. De acordo com os autores, empresas com

um alto grau de liquidez não têm capacidade para contrair dívida de longo prazo, dado que os ativos líquidos não conseguem suportar financiamentos de longo prazo e que dessa forma os credores acabam por estar expostos ao risco de que a gerência invista em projetos mais arriscados ou que as condições da empresa se alterem nesse período.

No que diz respeito a custos de financiamento, em comparação com a dívida de longa maturidade, a dívida de curto prazo está tipicamente associada a custos de transação mais baixos e a um prémio de liquidez menor (Dang & Phan, 2016).

No seu estudo sobre PME's, os autores Öhman & Yazdanfar (2017) testaram a relação entre a liquidez de uma empresa e a sua preferência de endividamento, tendo constatado que as PME's que apresentam indicadores de elevada liquidez são menos prováveis de utilizar dívida externa, quando comparadas com PME's que evidenciam rácios de liquidez mais baixos.

A exposição ao alto risco de liquidez induz a dívida de curto prazo a servir como um dispositivo de controlo face ao comportamento arriscado de sobreinvestimento. Tendo em consideração a possibilidade de monitorização da dívida de curto prazo, surge a hipótese de que um painel de gestores com mais mulheres no cargo será mais propenso a utilizar financiamentos de curto prazo como forma de controlo (Li & Zhang, 2019).

## **2.4 Influência do Género na Decisão de Maturidade da Dívida**

### **2.4.1 Enquadramento**

A diversidade de género e a representação feminina nos conselhos de empresas tem vindo a tornar-se uma importante fonte de interesse político e de estudo para inúmeros investigadores (Conyon & He, 2017). A presença das mulheres é pouco significativa em várias indústrias, especialmente em posições de elevada visibilidade e de tomada de decisão, tanto no setor privado como no setor público (Jurkus, Park & Woodard, 2011).

São várias as propostas de reforma do governo que destacam explicitamente a importância da diversidade de género na presidência das empresas e existe uma elevada pressão sob o meio empresarial para eleger diretoras femininas (Adams & Ferreira, 2009), uma vez que é amplamente reconhecido que as mulheres estão sub-representadas neste tipo de cargos (Tanaka, 2014).

Em Portugal, de acordo com um estudo desenvolvido pela Informa D&B, relativo ao período de análise entre 2013 e 2022, os cargos de topo das empresas são ocupados por mulheres em 13,9% nas funções de direção geral e em 16,2% nos conselhos de administração. De uma forma geral, 26,9% das empresas em Portugal são lideradas por mulheres, segundo o mesmo estudo<sup>1</sup>.

Com vista à promoção da igualdade de género em conselhos de empresas, têm surgido diversas medidas estabelecidas pela União Europeia (UE) (García & Herrero, 2021) e, de facto, nas últimas duas décadas tem-se vindo a verificar um aumento efetivo da proporção de mulheres nos quadros executivos à volta do mundo, quer seja devido a medidas obrigatórias, ou de forma voluntária. No entanto, dado que este aumento ocorre como resultado da emergente necessidade de inclusão e promoção da igualdade de género para criação de uma sociedade mais equilibrada, surgem muitas incertezas e debates sobre se, de facto, a presença das mulheres nos conselhos de administração impacta efetivamente o desempenho das empresas de forma positiva (Li & Zhang, 2019).

As opiniões relativamente à influência das mulheres na performance das empresas são bastante divididas entre os diversos autores. Investigadores como Tanaka (2014) defendem que as mulheres enquanto diretoras possuem perspetivas, *background* de negócios e habilidades de resolução de problemas que diferem face aos dos seus homólogos masculinos, pelo que consideram que a presença feminina na direção pode ter um impacto positivo na qualidade da

---

<sup>1</sup>O estudo ao qual se faz referência foi publicado pela Informa D&B em março de 2023, com o título “Presença Feminina nas empresas em Portugal”

liderança corporativa.

Adams & Ferreira (2009) consideram também que a diversidade de género na direção tem um impacto positivo na performance de empresas que, de outra forma, teriam uma liderança mais frágil. Em contrapartida, os mesmos autores defendem que, para empresas com uma liderança sólida, esta influência é negativa e pode diminuir o valor para o acionista.

#### **2.4.2 Diferenças com base no género**

Uma vez que diretores masculinos e femininos diferem sistematicamente nos seus valores, atitudes de risco, antecedentes e perspetivas, a diversidade de género está frequentemente associada a diversidade cognitiva (Conyon & He, 2017).

O enquadramento da ética de género reconhece as mulheres como sendo mais preocupadas com questões éticas, tais como a integridade e o conflito de interesses, o que leva a que procurem padrões morais mais elevados quando comparadas com os homens (Datta et al., 2021).

Assumindo que a presença das mulheres na presidência é efetiva e que existem diferenças comportamentais entre os homens e as mulheres em fatores como a aversão ao risco e nível de confiança, pressupõe-se que estes fatores devem influenciar as decisões financeiras e moldar as escolhas de estrutura de capital e de maturidade da dívida (García & Herrero, 2021; Li & Zhang, 2019; Huang, Tan & Faff, 2016; La Rocca et al., 2019).

A vasta maioria da literatura relacionada com a temática da diversidade de género considera que as mulheres são mais avessas ao risco, o que faz com que adotem políticas financeiras mais seguras e invistam de forma mais prudente do que os seus homólogos (Datta, Doan & Toscano, 2021).

Faccio, Marchica & Mura (2016) evidenciam que as CEO femininas tendem a associar-se a empresas menos arriscadas. Segundo os autores, empresas lideradas por mulheres são menos alavancadas e têm menos

volatilidade nos lucros do que empresas similares lideradas por homens. Adams & Ferreira (2009) comprovaram uma maior predisposição por parte das gestoras femininas para colaborar com departamentos de controlo, como a auditoria ou a administração das empresas em que estão inseridas.

Quanto ao nível de confiança, considera-se que um gestor tem excesso de confiança quando existe uma tendência cognitiva dessa pessoa para sobrestimar a precisão do seu conhecimento e das suas decisões, com a crença de que os resultados serão favoráveis. Os gestores com esta característica sobrestimam a sua capacidade para ter controlo total relativamente a eventos e resultados de negócio (La Rocca, Neha & La Rocca, 2019). Por conseguinte, o excesso de confiança tem um impacto substancial nas escolhas empresariais como as aquisições, investimentos, estrutura de capital, emissão de dívida, maturidade da dívida e performance da empresa (Datta et al., 2021).

A grande maioria da literatura existente considera que as mulheres apresentam um nível de confiança mais baixo do que os homens, dado que subestimam com frequência o seu conhecimento e capacidades (La Rocca et al., 2019).

No entanto, o efeito da diversidade de género na escolha da estrutura de maturidade da dívida em particular, é um tema que se mantém relativamente inexplorado, ainda que investigadores como Li & Zhang (2019) o considerem um dos elementos-chave da política financeira empresarial e importante instrumento de avaliação da gestão.

### **2.4.3 Relação do Género com a Maturidade da Dívida**

No que diz respeito a decisões de financiamento, os gestores têm liberdade de ação não apenas sobre o nível de alavancagem da sua empresa, como também sobre a maturidade da dívida, pelo que é expectável que as características éticas e psicológicas dos gestores tenham influência ao nível da estrutura de financiamento das empresas (Datta, Doan & Toscano, 2021).

De acordo com os autores Li & Zhang (2019) a dívida de curto prazo funciona como um instrumento eficiente de controle, na medida em que permite evitar a potencial ineficiência de investimento por parte dos gestores e, conseqüentemente, controlar o comportamento de sobreinvestimento por parte da gestão das empresas. Adicionalmente, o financiamento de baixa maturidade permite uma renegociação contínua e gradual, de forma que a empresa pode, à partida, regressar ao financiamento apenas com base em capitais próprios, ou a qualquer outro tipo de financiamento (Myers, 1977 via La Rocca, Neha & La Rocca, 2019).

Conforme referido anteriormente, diversos investigadores defendem que as mulheres são mais avessas ao risco e sentem uma maior necessidade de controle, pelo que Li & Zhang (2019) sustentam a hipótese de que os conselhos de gestão com uma maior percentagem de mulheres diretoras têm uma maior probabilidade de optar por financiamento de curto prazo como mecanismo de controle.

Tendo como referência a literatura já existente, pode estabelecer-se que gestores com excesso de confiança optam geralmente por uma estrutura de capital menos flexível, com um nível de dívida elevado e uma maior proporção de financiamentos a longo prazo. Esta preferência surge, entre outros fatores, devido à dispendiosidade dos financiamentos de longo prazo, quando comparados com os financiamentos de curto prazo, ainda que possa também ser o resultado de uma estimativa otimista dos *cash-flows* futuros e de uma subestimação do risco associado. Contrariamente a estas opções por parte dos gestores excessivamente confiantes, as mulheres preferem optar por uma estrutura de capital flexível, que envolve uma maior utilização de dívida de curto prazo, uma vez que são tendencialmente menos confiantes e mais conservadoras que os homens La Rocca et al., (2019).

Assim, tal como comprovado por Li & Zhang (2019), empresas com uma maior proporção de mulheres na direção, tendem a preferir com mais frequência o financiamento de curto prazo do que empresas com um painel de diretores maioritariamente do género masculino.

## Capítulo 3 - Método de Investigação

Neste capítulo, descrevem-se os aspetos metodológicos da investigação. Primeiramente, definem-se os objetivos do estudo e as questões centrais de investigação. De seguida, procede-se à definição da amostra e exposição dos critérios de seleção. Tendo por base a literatura empírica, definem-se as variáveis dependentes e independentes, que permitem testar as hipóteses do estudo. Por fim, descreve-se o modelo econométrico utilizado para testar as hipóteses formuladas, apresentam-se as estatísticas descritivas e a correlação da amostra.

### 3.1 - Objetivos e Questões de Investigação

O objetivo central desta dissertação é avaliar o impacto que o género dos gestores poderá ter nas decisões de financiamento das empresas, no âmbito das PME. Este estudo pretende analisar e compreender o contexto das pequenas e médias entidades portuguesas, uma vez que a grande maioria dos estudos relacionados com esta temática incide sob as grandes empresas. Em específico, o propósito da investigação é perceber se a estrutura de maturidade da dívida das empresas é influenciada pelo género do CEO e CFO e em que medida a presença de uma maior percentagem de mulheres no painel de gestão poderá também afetar essa estrutura de maturidade.

Com base na revisão de literatura, apresentamos em seguida as hipóteses teóricas para esta investigação.

**Hipótese 1:** Empresas com mais oportunidades de crescimento têm preferência pela dívida de curto prazo.

As oportunidades de crescimento de uma empresa demonstram ter influência nos conflitos de agência e, conseqüentemente, na escolha da dívida, conforme é referido em diversos estudos anteriores.

Autores como Myers (1977) e Wang, Chiu & King (2020) defendem uma relação inversa entre as oportunidades de crescimento e a maturidade da dívida.

**Hipótese 2:** Verifica-se uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a maturidade da dívida.

O tamanho da empresa demonstra também interferir ao nível dos problemas de agência. Segundo García-Teruel, Martínez-Solano & Sánchez-Ballesta (2010), uma empresa de menor dimensão tende a sofrer com conflitos de agência mais acentuados do que uma grande empresa.

Adicionalmente, Titman & Wessels (1988) evidenciam diferenças nos custos de contratação de financiamento das pequenas empresas face às empresas de maior dimensão, referindo uma preferência tendencial das pequenas empresas pela dívida de curta maturidade.

**Hipótese 3:** O nível de assimetria de informação das empresas apresenta uma relação inversa com a maturidade da dívida.

Investigadores como García-Teruel et al. (2010), percecionam uma maior dificuldade na obtenção de financiamento quando os níveis de informação assimétrica das empresas são elevados, pelo que consideram que, por conseguinte, as empresas tendem a encurtar a maturidade dos seus créditos.

**Hipótese 4:** Existe uma relação positiva entre o nível de alavancagem e a maturidade da dívida.

Empresas mais endividadas são mais propensas a obter financiamentos de longo prazo, como forma de mitigar os riscos de liquidez (Morris, 1992; Guney & Ozkan\*, 2005).

**Hipótese 5:** A rentabilidade das empresas apresenta uma relação positiva com a maturidade da dívida.

Empresas que alcançam maiores níveis de rentabilidade tendem a adotar estruturas de maturidade mais longas, que possibilitam mais benefícios fiscais (Etudaiye-Muhtar et al., 2017).

**Hipótese 6:** O rácio de liquidez está negativamente relacionado com a maturidade da dívida.

No que concerne ao risco de liquidez, surgem resultados contraditórios na literatura. Antoniou, Guney & Paudyal (2006) verificaram que empresas com liquidez elevada não emitem dívida de longo prazo. Contudo, Guney & Ozkan\* (2005) referem que, por terem capacidade para cumprir todas as restrições impostas, empresas com mais liquidez estão capacitadas para optar por financiamento de longo prazo.

Para o presente estudo formula-se a hipótese conforme Antoniou et al. (2006), em que se observa uma relação inversa entre a liquidez e a maturidade da dívida.

**Hipótese 7:** A maturidade dos ativos evidencia uma associação positiva com a maturidade da dívida.

A importância da correspondência da maturidade dos ativos com os passivos demonstra-se unânime na literatura. Autores como Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola (2017), Myers (1977), Stohs & Mauer (1996), Ozkan (2000) e Antoniou, Guney & Paudyal (2006) relevam ser fundamental fazer o *matching* entre os ativos e os passivos das empresas, para que se diminua a exposição ao risco de liquidez.

**Hipótese 8:** Verifica-se uma relação positiva entre a taxa efetiva de imposto e a maturidade da dívida.

Os juros decorrentes do financiamento podem originar benefícios fiscais nas empresas (Modigliani & Miller, 1963). Conforme Brick & Ravid (1985), uma estrutura crescente das taxas de imposto otimiza a dívida de longo prazo, sendo expectável uma associação positiva entre a taxa de imposto e a maturidade dos financiamentos.

**Hipótese 9:** Empresas constituídas por uma maior percentagem de mulheres no seu painel de gestores, tendem a preferir dívida de curto prazo.

A dívida de curto prazo permite obter um maior controlo sobre diversos problemas, tais como o excesso de investimento. De acordo com os autores Li & Zhang (2019), empresas com um maior rácio de mulheres nos cargos de gestão, tendem a ter uma maior proporção de financiamentos com maturidade de curto prazo.

**Hipótese 10:** Empresas que têm um CEO ou CFO do género feminino, optam tendencialmente por dívida financeira de curto prazo.

Tendo em consideração a importância que os CEO e CFO das empresas têm nas decisões financeiras, como são a escolha da estrutura e maturidade da dívida, seguimos a hipótese já testada pelos autores La Rocca et al. (2019), de que existe uma inclinação por parte das mulheres enquanto CEO ou CFO para optar por financiamentos de curto prazo.

### **3.2 - Definição da Amostra**

Os dados para realização do estudo, que faz a ligação entre a diversidade de género na gestão e a maturidade da dívida das empresas, foram retirados da SABI<sup>2</sup>, uma plataforma da empresa Bureau Van Dijk, que permite o acesso a informação financeira e sobre a estrutura organizacional de empresas privadas portuguesas e espanholas. Na data<sup>3</sup> da consulta de

dados, a plataforma continha dados financeiros para 2.900.000 empresas espanholas e 900.000 empresas portuguesas.

A amostra escolhida para esta investigação compreende pequenas e médias empresas portuguesas, do setor transformador, incluído nos Códigos de Atividade Económica (CAE) 10 a 33. Por forma a cumprir os critérios estabelecidos pela Recomendação 2003/361/CE<sup>4</sup> da Comissão Europeia para a definição de PME, foram selecionadas as empresas que apresentam cumulativamente um número total de trabalhadores entre 10 e 249 e; volume de negócios anual entre 2 e 50 milhões de euros, ou balanço total anual superior a 2 milhões e inferior a 43 milhões de euros. Adicionalmente, definiram-se critérios de qualidade, sendo consideradas apenas as empresas que se encontrassem no estado ativo, e com indicadores de balanço total positivo, ou seja, valor do ativo e valor da soma do capital próprio e passivo superiores a zero, em todo o período amostral selecionado. O horizonte temporal da amostra fixou-se em 4 anos, entre 2018 e 2021. Foram excluídos da amostra todos os dados de empresas do setor financeiro, conforme realizado em estudos anteriores como Ozkan (2000) e Antoniou, Guney & Paudyal (2006) e excluíram-se também as observações cujos dados relativamente às variáveis de interesse estavam incompletos ou em falta, aos quais se colocou a designação “n.a.”.

A amostra final resultou num total de 9.467 observações, de 3.831 empresas portuguesas, para o período de 2018 a 2021.

---

<sup>2</sup>Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

<sup>3</sup>Consulta de dados efetuada a 25 de julho de 2023

<sup>4</sup>A definição de PME adotada na dissertação tem por base o artigo 2º da Recomendação 2003/361/CE da Comissão Europeia, segundo o qual a categoria das micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros.

### 3.3 – Definição das Variáveis

#### 3.3.1. - Variável Dependente

Tendo em consideração que o principal objetivo do estudo é analisar a influência do género dos decisores na escolha de maturidade da dívida das empresas, importa definir primeiramente a variável a explicar, ou seja, a maturidade da dívida (MD).

Por forma a medir a maturidade da dívida das empresas, procede-se ao cálculo do rácio entre a dívida financeira com vencimento inferior a 1 ano e o total da dívida financeira da empresa (curto prazo e longo prazo), à semelhança da fórmula utilizada no estudo desenvolvido pelos autores Scherr & Hulburt (2001).

Segue abaixo a tabela 1, com a variável dependente do nosso estudo, a maturidade da dívida.

**Tabela 1 - Variáveis Dependentes**

Indicadores	Notação	Fórmula	Autores
Maturidade da Dívida	MD	$MD = \frac{Dívida Financeira CP}{Total Dívida Financeira (CP + LP)}$	Scherr & Hulburt (2001)

#### 3.3.2. - Variáveis Independentes

Uma vez definida a variável dependente, importa definir as variáveis explicativas das hipóteses a testar. Neste sentido, apresentam-se em seguida as variáveis independentes que serão utilizadas para medir os determinantes

da maturidade da dívida e o impacto do género que o painel de gestores possa ter na estrutura de maturidade das empresas a testar.

- Oportunidades de Crescimento: Os estudos anteriores utilizam com frequência o rácio Market-To-Book para determinar a variável crescimento, como são as investigações desenvolvidas Ozkan (2000), Guney & Ozkan (2005) e Antoniou et al. (2006). Contudo, tendo em consideração que o nosso estudo abrange apenas uma amostra de PME's, optou-se por definir as Oportunidades de Crescimento (OCresc) conforme Scherr & Hulburt (2001), através da fórmula:

$$OCresc = \frac{Total\ Vendas\ (N) - Total\ Vendas\ (N - 1)}{Total\ de\ Vendas\ (N - 1)}$$

- Dimensão da Empresa: De acordo com a literatura, existem duas formas de determinar a dimensão das empresas, pelo logaritmo natural do total do ativo, ou através do logaritmo natural do total das vendas (Antoniou et al., 2006). Tendo como referência a investigação de Méndez (2013) e de Baños-Caballero, et al. (2010), utilizou-se o logaritmo natural do total do ativo para alcançar a dimensão (DEmp):

$$DEmp = \ln (Total\ do\ Ativo)$$

- Assimetria de Informação: Uma parte considerável dos estudos anteriores utiliza indicadores como os preços de mercado e retorno aos acionistas como forma de medir o grau de informação assimétrica. No entanto, de acordo com os autores Scherr & Hulburt (2001), a idade da empresa e a sua dimensão podem também ser variáveis a utilizar na mensuração da assimetria de informação das empresas, tratando-se de dados que estão disponíveis para PME's e não apenas para grandes empresas. Como tal, à semelhança de Scherr & Hulburt (2001) e de Baños-Caballero et al. (2010), e por forma a determinar o nível de informação

assimétrica, utilizou-se o logaritmo natural da idade para definir esta variável:

$$\text{Idade} = \ln (\text{Idade})$$

- Risco: No que diz respeito à variável risco, autores como Stohs & Mauer (1996) utilizaram a classificação das obrigações das empresas como forma de mensuração, através do Z-Score de Altman (1968). No entanto, esse modelo foi desenvolvido para empresas cotadas, pelo que, por forma a adaptarmos o cálculo desta variável ao nosso estudo com PME's, seguimos a abordagem dos investigadores Scherr & Hulburt (2001) e Brockman et al. (2010), em que se altera o indicador da capitalização de mercado pelo valor contabilístico do capital próprio, na variável designada por X<sub>4</sub>. De acordo com Altman (1968), um valor elevado de Z é indicador de um baixo risco de incumprimento. A fórmula agrega cinco rácios, que permitem definir o grau de risco das empresas, e define-se da seguinte forma:

$$\text{Risco} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + X_5$$

Considerando que,

$$X_1 = (\text{Ativo Corrente} - \text{Passivo Corrente}) / \text{Total do Ativo}$$

$$X_2 = \text{Resultados Retidos} / \text{Total do Ativo}$$

$$X_3 = \text{EBIT} / \text{Total do Ativo}$$

$$X_4 = \text{Valor contabilístico do Capital Próprio} / \text{Total do Passivo}$$

$$X_5 = \text{Vendas} / \text{Total do Ativo}$$

- Alavancagem: Para determinar o nível de alavancagem (ALV), mediu-se o peso da dívida financeira no total do ativo, tal como nas investigações dos autores Scherr & Hulburt (2001) e Aivazian (2005):

$$ALV = \frac{Dívida Curto Prazo + Dívida Longo Prazo}{Total do Ativo}$$

- Rentabilidade: Na mensuração da rentabilidade da empresa seguiu-se a abordagem de Baños-Caballero et al. (2010), que utilizaram o rácio do Retorno sobre os Ativos (ROA) para alcançar a variável rentabilidade:

$$ROA = \frac{Lucro obtido antes dos Juros e Impostos}{Total do Ativo}$$

- Liquidez: No que diz respeito à liquidez da empresa, adotou-se a variável como calculada por Öhman & Yazdanfar (2017), ou seja, pelo rácio entre o ativo corrente e o total dos ativos:

$$LIQ = \frac{Ativo Corrente}{Total do Ativo}$$

- Maturidade dos Ativos: Para mensurar a maturidade dos ativos (MatAtiv), uma parte da literatura recorre ao cálculo da fração entre o ativo imobilizado líquido e o total de depreciações do exercício, como é o caso de Ozkan (2000) e Antoniou, Guney & Paudyal (2006). Os autores Dang & Phan (2016), por sua vez, efetuam o cálculo da maturidade dos ativos através de uma média ponderada entre o valor dos ativos correntes e o valor dos ativos tangíveis, conforme se segue:

$$\begin{aligned} \text{MatAtiv} &= \frac{\text{Ativos Tangíveis}}{\text{Depreciações}} * \frac{\text{Ativos Tangíveis}}{\text{Total do Ativo}} \\ &+ \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{CMVMC}} * \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Total do Ativo}} \end{aligned}$$

- Taxa Efetiva dos Impostos: Para calcular a variável taxa efetiva de imposto (TEI) é frequentemente utilizado o cálculo da divisão do imposto pelo valor do resultado antes de imposto, como nos estudos de Stohs & Mauer (1996) e de Ozkan (2000). Contudo, esta variável pode também ser alcançada pelo rácio entre o valor do imposto e o valor total do ativo, tal como o autor Méndez (2013), pelo que foi esta a fórmula utilizada na nossa investigação:

$$TEI = \frac{Imposto}{Total\ do\ Ativo}$$

- Mulheres Executivas: Com referência ao estudo de Sudip Datta, Trang Doan e Francesca Toscano (2021), considerou-se que as empresas são geridas por mulheres se o CEO e/ou o CFO forem mulheres, uma vez que, de acordo com a literatura, os CFO desempenham também um papel importante nas decisões financeiras das empresas. Neste sentido, definimos a variável Mulheres Executivas (MExecut) por forma a obtermos o valor igual a um se a empresa tiver uma CEO ou CFO feminina, ou valor igual a zero, caso contrário, tal como apresentamos de seguida:

$$MExecut = \begin{cases} 1, & \text{se a empresa tiver uma CEO ou CFO feminina} \\ 0, & \text{caso contrário} \end{cases}$$

- Percentagem de Mulheres Executivas: Importa saber também qual a percentagem de mulheres nos cargos de gestão das empresas, por forma a percebermos a influência que as mulheres poderão ter na tomada de decisão. Para alcançar esta variável (PMExecut), considerámos a mesma abordagem de Maurizio La Rocca, Neha Neha e Tiziana La Rocca (2019) e de Yiwei Li e Xiu-Ye Zhang (2018):

$$PMExecut = \frac{N^{\circ}\ Total\ de\ Mulheres\ Executivas}{Total\ de\ Executivos\ da\ Empresa}$$

Na tabela 2, verifica-se um quadro-resumo de todas as variáveis independentes utilizadas no estudo, com as respectivas notações de referência e fórmulas aplicadas para o seu cálculo.

**Tabela 2 - Variáveis Independentes**

Variável	Notação	Fórmula	Autores
Oportunidades de Crescimento	OCresc	$OCresc = \frac{Total\ Vendas\ (N) - Total\ Vendas\ (N - 1)}{Total\ de\ Vendas\ (N - 1)}$	Scherr & Hulburt (2001)
Dimensão da Empresa	DEmp	$DEmp = \ln (Total\ do\ Ativo)$	Méndez (2013) Baños-Caballero et al. (2010)
Assimetria de Informação	Assimetria	$Assimetria = \ln (Idade)$	Scherr & Hulburt (2001) Baños-Caballero et al. (2010)
Risco (Qualidade da Empresa)	Risco	$Risco = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + X_5$ <p>Considerando que,</p> $X_1 = (Ativo\ Corrente - Passivo\ Corrente) / Total\ do\ Ativo$ $X_2 = Resultados\ Retidos / Total\ do\ Ativo$ $X_3 = EBIT / Total\ do\ Ativo$ $X_4 = Valor\ contabilístico\ Capital\ Próprio / Total\ do\ Passivo$ $X_5 = Vendas / Total\ do\ Ativo$	Brockman et al. (2010) Scherr & Hulburt (2001)
Alavancagem	ALV	$ALV = \frac{Dívida\ Curto\ Prazo + Dívida\ Longo\ Prazo}{Total\ do\ Ativo}$	Scherr & Hulburt (2001) Aivazian (2005)
Rentabilidade	ROA	$ROA = \frac{Lucro\ obtido\ antes\ dos\ Juros\ e\ Impostos}{Total\ do\ Ativo}$	Baños-Caballero et al. (2010)

Liquidez	LIQ	$LIQ = \frac{Ativo\ Corrente}{Total\ do\ Ativo}$	Öhman & Yazdanfar (2017)
Maturidade dos Ativos	MatAtiv	$MatAtiv = \frac{Ativos\ Tangíveis}{Depreciações} * \frac{Ativos\ Tangíveis}{Total\ do\ Ativo} + \frac{Ativo\ Corrente}{CMVMC} * \frac{Ativo\ Corrente}{Total\ do\ Ativo}$	Dang & Phan (2016)
Taxa Efetiva de Imposto	TEI	$TEI = \frac{Imposto}{Total\ do\ Ativo}$	Méndez (2013)
Mulheres Executivas	MExecut	MExecut = {1, se a empresa tiver uma CEO ou CFO feminina 0, caso contrário	Datta, Doan & Toscano (2021)
Percentagem de Mulheres Executivas	PMexecut	$PMexecut = \frac{N^{\circ}\ Total\ de\ Mulheres\ Executivas}{Total\ de\ Executivos\ da\ Empresa}$	La Rocca, Neha & La Rocca (2019) Li & Zhang (2018)

### 3.4 – Modelo de Regressão de Dados em Painel

Conforme referido anteriormente, o objetivo principal da presente dissertação é perceber em que medida a maturidade da dívida das PME portuguesas é influenciada pela diversidade de género nos quadros de gestão dessas empresas. Complementarmente, pretende-se também testar os vários determinantes da maturidade da dívida, mencionados ao longo da revisão de literatura e já estudados por diversos investigadores.

Para testar a influência das variáveis independentes da maturidade da dívida das empresas, utilizou-se uma metodologia de dados em painel, visto ser uma abordagem frequentemente utilizada para analisar conjuntos de dados que envolvem observações repetidas ao longo do tempo e/ou em várias unidades de *cross-section* (corte transversal). Este método tem em consideração a natureza das séries temporais e a heterogeneidade entre as unidades, por forma a obter estimativas mais eficientes e robustas.

Os dados em painel podem estar balanceados, verificando-se o mesmo número de observações para todas as unidades ao longo do tempo, ou podem estar não balanceados, e nesse caso o número de observações das unidades irá ser diferente ao longo do período amostral.

Segundo o investigador Greene (2012), a grande vantagem dos dados em painel quando comparados com os dados em *cross-section*, é a maior flexibilidade no controlo de diferenças de comportamento entre os dados.

Por norma, os dados em painel são trabalhados através de 3 tipos de modelos principais: efeitos fixos (*fixed effects model*), efeitos aleatórios (*random effects model*) e método dos mínimos quadrados (*pooled ols*<sup>5</sup>).

Nos efeitos fixos, são incluídas variáveis *dummy* para cada unidade *cross-section*, permitindo que cada unidade tenha interceções diferentes. Isto controla os efeitos fixos específicos de cada unidade.

No modelo de efeitos aleatórios, assume-se que as interceções individuais são aleatórias e que estão relacionadas com uma distribuição normal, o que faz com que se capture a heterogeneidade não observada entre as unidades.

Já no modelo *pooled*<sup>6</sup>, se a matriz de *cross-section* tiver apenas uma constante, então os mínimos quadrados ordinários fornecem estimativas consistentes e eficientes do  $\alpha$  comum e do vetor de inclinação beta.

Tendo como referência o autor Wooldridge (2002), quando o número de unidades da amostra é grande e o período de análise é pequeno, define-se o modelo como painel curto. Contrariamente, quando o período da análise é longo e a amostra de unidades é curta, assume-se que o painel é longo.

De acordo com o autor Greene (2012), quando o painel de dados é

---

<sup>5</sup>O termo “ols” é a abreviatura utilizada para “ordinary least squares”, que em português significa “mínimos quadrados ordinários”

<sup>6</sup>pooled é a forma diminuta de fazer referência ao método dos mínimos quadrados (pooled ols)

classificado como curto, deve utilizar-se o modelo de efeitos fixos, e quando o painel é tido como longo, sugere-se trabalhar com o modelo de efeitos aleatórios.

Para uma escolha adequada do modelo a utilizar nesta dissertação, foram realizados vários testes de especificação e de adequação.

O primeiro teste utilizado é conhecido como teste F de Chow, que compara os modelos de efeitos fixos com o modelo *pooled*. A hipótese nula deste teste diz não existir mudança estrutural, pelo que, se o valor de F calculado for menor que o valor de F que está tabelado, não se rejeita a hipótese nula.

O segundo teste utilizado é o de Hausman, para verificar qual dos modelos é o mais adequado, comparando o modelo de efeitos aleatórios com o modelo de efeitos fixos. Neste teste, a hipótese nula é a de que não existe simultaneidade e de que a correlação é igual a zero. Se o valor exceder o da tabela, utiliza-se o método dos efeitos fixos, ao invés do método dos efeitos aleatórios (Greene, 2012).

Outro teste importante é o de Lagrange de Breusch e Pagan (LM) que avalia a consistência dos efeitos aleatórios (Greene, 2012). O teste compara o modelo de efeitos aleatórios com o método dos mínimos quadrados.

Foram também realizados testes de especificação, grau de ajuste e de diagnóstico do modelo. Realizaram-se testes de forma funcional, multicolinearidade, homocedasticidade, normalidade dos resíduos e endogeneidade.

Nesta investigação, foi utilizado o software Gretl (*Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*) para analisar uma amostra de 3.831 pequenas e médias empresas portuguesas, com um vetor da variável de tempo correspondente ao período entre 2018 e 2021.

Neste caso, após realização de todos os testes, considerou-se que o modelo mais adequado seria o de efeitos aleatórios, conforme representado em seguida:

$$MD = \beta_0 + \beta_1 OCresc_{it} + \beta_2 DEmp_{it} + \beta_3 Idade_{it} + \beta_4 Risco_{it} + \beta_5 ALV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 MatAtiv_{it} + \beta_9 TEI_{it} + \beta_{10} MExecut_{it} + \beta_{11} PMExecut_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que,

$$i \in [1;2;3;\dots;3831]$$

$$t \in [2018; 2019; 2020; 2021]$$

### 3.5 - Análise Descritiva da Amostra

As estatísticas descritivas são fundamentais em qualquer estudo quantitativo aplicado, uma vez que permitem verificar o comportamento dos dados, as suas distribuições e retirar conclusões com base em medidas de tendência central, posição e de dispersão.

Serão avaliadas estimativas sobre o tamanho amostral, média, mediana, quartis, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo. Adicionalmente, serão feitos e analisados gráficos de histograma e *box-plot* (caixa de bigodes) relativos à variável dependente, por forma a avaliar a frequência destes dados e se serão necessárias correções nas variáveis, antes de estimar o modelo econométrico.

Neste sentido, os quartis, a mediana e os valores máximo e mínimo são medidas de posição e avaliam como os dados de cada variável estão posicionados. O valor mínimo é o menor valor amostral, o valor máximo o maior valor amostral, o primeiro quartil indica a concentração dos 25% dados iniciais, a mediana os 50% e o terceiro quartil os 75%. Numa distribuição simétrica, como a distribuição normal, o valor máximo da distribuição corresponde à média, que também é igual e/ou bastante próxima da mediana. A média é uma medida de tendência central de uma distribuição de probabilidade, alcançada através do somatório dos elementos amostrais, divididos pela amplitude do intervalo da variável.

O desvio padrão é uma medida de dispersão, utilizada para conservar a unidade de medida original da variável e corrigir o problema da variância. Esta medida é dada pela raiz quadrada do somatório da diferença de cada elemento amostral pela média, dividido pela amplitude do intervalo da distribuição.

Na tabela 3, encontram-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo. Nomeadamente, está descrita a média, o desvio padrão, valor mínimo, o 1º quartil, mediana, 3º quartil e valor máximo de cada variável. De referir que as variáveis OCresc, ALV, ROA, LIQ, TEI e PMexecut são medidas em percentagem e que a variável MExecut é uma variável *dummy*, pelo que assume sempre um valor mínimo de 0 e um valor máximo de 1. Na variável MExecut, dado ter carácter binário, serão apenas avaliados a média e o desvio padrão.

**Tabela 3 – Estatísticas Descritivas**

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Mín.	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máx.
MD	13837	0,41	0,31	0	0,16	0,34	0,61	1
OCresc	15285	12,86	163,56	-100	-7,19	4,60	18,15	10573,26
DEmp	15324	8,67	0,83	5,86	8,04	8,57	9,23	14,92
Idade	15318	3,25	0,64	0,69	2,89	3,33	3,69	5,73
Risco	15288	2,43	2,22	-10,11	1,21	2,01	3,17	44,82
ALV	15312	0,55	0,25	0,01	0,37	0,56	0,72	3,85
ROA	15312	0,06	0,09	-0,97	0,02	0,04	0,09	0,80
LIQ	15312	0,62	0,21	0,01	0,47	0,64	0,79	1
MatAtiv	15125	12,09	347,51	0,05	2,26	3,68	6,26	30051
TEI	15312	0,01	0,02	-0,20	0,00	0,01	0,01	0,19
PMexecut	10636	0,23	0,30	0	0	0	0,38	1
MExecut	15304	0,35	0,48	0	0	0	1	1

Pela análise da tabela das estatísticas descritivas, verifica-se que a variável dependente, MD, apresenta uma média de 0,41, valor relativamente próximo da mediana. A maturidade da dívida varia entre 0 e 1, sendo que um valor próximo de 1 representa uma preferência das empresas por dívida de

curto prazo, tendencialmente em 100% da estrutura. Contrariamente, um valor de maturidade próximo de 0 significa que as empresas não têm dívida de curto prazo na sua estrutura, ou que esta tem um volume pouco significativo na totalidade de dívida financeira dessas empresas. De acordo com a nossa amostra, as empresas utilizam dívida financeira de curto prazo em cerca de 41%.

As oportunidades de crescimento (OCresc), variável calculada através da variação anual das vendas, apresentaram uma média de 12,86, o que denota uma tendência generalizada e acentuada nas PME portuguesas para o crescimento das vendas.

A dimensão das empresas (DEmp), alcançada através do logaritmo natural do total do ativo, contém uma média de 8,67. Este valor corresponde a um total do ativo que se aproxima dos 5.800€.

A assimetria de informação, representada pela variável Idade, é medida através do logaritmo natural da idade das empresas. Da interpretação da tabela, observa-se que, em média, as empresas têm tempo de atividade de 26 anos.

A variável Risco apresenta valores entre os -10,11 e os 44,82, ainda que a média se fixe nos 2,43. Dado que o risco é calculado com base no *z-score* de Altman e que, quanto maior este índice, menor o risco da empresa, então podemos concluir que a amostra tem empresas de elevado risco (valor mínimo) e empresas em que o risco é muito baixo (valor máximo).

No que diz respeito aos níveis de alavancagem (ALV), é possível verificar que para a amostra de empresas analisadas, em média, 55% dos ativos é financiado por dívida, ainda que se observe um nível de dívida próximo de zero, pelo menos, para uma empresa da amostra (valor mínimo).

O índice de rentabilidade é medido através da variável ROA, que apresenta valores entre -97% e 80%. Uma rentabilidade abaixo de zero implica um resultado líquido negativo, contudo, verifica-se que esta variável tem um valor positivo para a média da amostra, que se fixa em 6%.

Os níveis de liquidez (LIQ) das entidades da amostragem demonstram ser elevados, já que este rácio apresenta um valor médio de 62%. Ainda assim, verifica-se a existência de empresas na análise com disponibilidade de liquidez bastante reduzida, dado que o valor mínimo desta variável é de 1%.

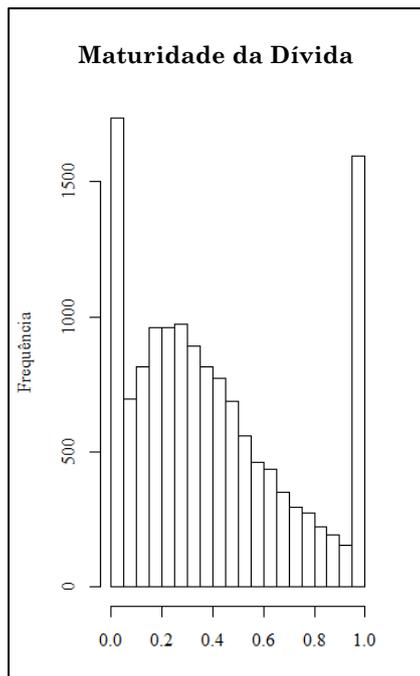
A maturidade dos ativos (MatAtiv) estima-se, em média, nos 12,09 anos. Isto significa que as empresas da amostra selecionada apresentam ativos com uma maturidade relativamente elevada. Ainda assim, o valor mínimo desta variável fica próximo de zero, pelo que se pode constatar que a amostra contém empresas que utilizam apenas ativos de liquidez imediata.

No que diz respeito às variáveis independentes relacionadas com o género, verifica-se que a variável PMExecut alcança uma média de 0,23, o que significa que nas PME portuguesas existem cerca de 23% de mulheres inseridas em cargos de gestão. Uma vez que o valor mínimo para esta variável foi 0, e que o valor máximo foi 1, constata-se que para a mesma amostra, há empresas que não têm mulheres nos cargos de gestão, e empresas em que a direção é exclusivamente constituída por mulheres, respetivamente.

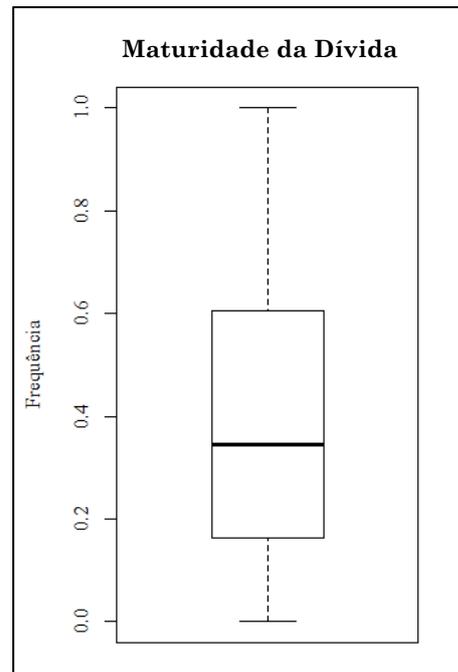
A variável MExecut define se o CEO ou CFO das empresas é homem ou mulher. Sendo uma variável binária, apenas pode variar entre 0 e 1, conforme já referido anteriormente. Pela tabela das estatísticas descritivas percebe-se a média desta variável é 0,35, o que significa que 35% das empresas da amostra têm uma mulher enquanto CEO ou CFO.

De forma complementar à análise da tabela das estatísticas descritivas, recorreu-se aos gráficos de histograma e *box-plot* (caixa de bigodes), que permitem visualizar a frequência da variável dependente. O modelo de histograma, representado na figura 1, permite avaliar a distribuição de dados da maturidade da dívida e o gráfico de *box-plot*, desenhado na figura 2, demonstra a concentração da variável (maturidade de curto prazo).

**Figura 1 - Histograma**



**Figura 2 - Box-Plot**



Através do histograma (figura 1) observa-se uma concentração da variável MD nos valores de 0 e 1. Caso a variável não apresentasse estes valores de 0 e 1, poderia ser moldada pela distribuição beta.

Pelo gráfico de *box-plot* (figura 2), podemos observar uma concentração de valores acima da mediana.

A análise dos gráficos alerta para a possibilidade de poderem ser gerados valores previstos de maturidade da dívida abaixo de 0 ou acima de 1, o que faz com que o modelo de regressão possa ficar enviesado. Estes fatores surgem como uma limitação estatística ao modelo de estimação, caso se venham a verificar.

Como forma de avaliar a multicolinearidade entre as variáveis, recorreremos à matriz de correlação de *Pearson*, representada na tabela 4. A correlação é uma medida de associação entre duas variáveis, que pode variar entre -1 (correlação negativa perfeita) e 1 (correlação positiva perfeita), sendo que valores próximos de zero são indicativos de uma fraca correlação entre as variáveis.

No que diz respeito à correlação entre a maturidade da dívida (MD) e as variáveis independentes relacionadas com os determinantes da maturidade da dívida, quase todas se mostraram significantes e com correlação com a variável dependente, com exceção da dimensão das empresas (DEmp) e da maturidade dos ativos (MatAtiv), que não apresentaram qualquer significância ou correlação.

Pela análise da tabela da matriz de correlação de *Pearson* (tabela 4), é possível verificar uma correlação positiva entre a maturidade da dívida e as variáveis Idade, Risco, ROA, LIQ e TEI. Analisando a mesma tabela, percebe-se, contudo, que as variáveis ALV e OCres se correlacionam negativamente com a variável dependente.

Relativamente às variáveis de género, observamos uma relação positiva e significativa da variável *dummy*, MExecut, com a maturidade da dívida (MD). No entanto, percentagem de mulheres executivas (PMExecut) não mostrou significância na variável dependente, apesar da correlação negativa.

De uma forma geral, as variáveis independentes apresentaram uma correlação baixa e/ou moderada entre si, destacando a correlação de 0,72 entre a rentabilidade (ROA) e a taxa efetiva de imposto (TEI), que foi a mais elevada.

**Tabela 4 – Matriz de Correlação de Pearson**

Variáveis	MD	OCresc	DEmp	Idade	Risco	ALV	ROA	LIQ	MatAtiv	TEI	MExecut	%MExecut
MD	1											
OCresc	-0,02**	1										
DEmp	-0,01	0,02**	1									
Idade	0,03***	-0,11***	0,16***	1								
Risco	0,17***	-0,03***	0	0,14***	1							
ALV	-0,14***	0,05***	-0,08***	-0,24***	-0,72***	1						
ROA	0,06***	0,02*	0,04***	-0,03***	0,43***	-0,4***	1					
LIQ	0,22***	-0,04***	-0,2***	0,02***	0,38***	-0,2***	0,24***	1				
MatAtiv	-0,01	0	0	0,01	0,12***	-0,02**	-0,01	0	1			
TEI	0,1***	-0,01	-0,09***	-0,02**	0,36***	-0,29***	0,72***	0,31***	-0,01	1		
MExecut	0,02***	-0,02**	0,31***	0,22***	0,07***	-0,09***	0,01	-0,01	0,01	-0,02***	1	
PMExecut	-0,01	-0,01	0,01	0,01	0,06***	-0,05***	0,03***	0,03***	0	0,03***	0,76***	1

Nota: Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam que a correlação é estatisticamente significativa aos níveis de 1%, 5% e 10% respetivamente. Para este teste utilizou-se o teste T que segue uma distribuição t-Student.

## Capítulo 4 – Apresentação e Discussão dos Resultados

Este capítulo demonstra os testes efetuados ao modelo econométrico na secção 4.1, conforme estimado no capítulo anterior. A secção 4.2 apresenta a análise e interpretação dos resultados obtidos com o nosso estudo, tanto ao nível da influência do género na maturidade da dívida, como também do impacto dos determinantes da dívida na sua estrutura.

### 4.1 – Testes ao Modelo Econométrico

Inicialmente, realizaram-se os testes que especificam qual o modelo mais adequado a utilizar, de entre o método de mínimos quadrados ols, modelo de efeitos fixos ou modelo de efeitos aleatórios. Para tal, é necessário passar pelos testes de estatística F, teste de Breusch-Pagan e teste de Hausman, em que um *p-value* inferior a 0,05 valida a hipótese alternativa e um *p-value* superior a 0,05 valida a hipótese nula. Na tabela 5, estão

resumidas as hipóteses do estudo e os resultados obtidos em cada um dos testes.

**Tabela 5 – Resultados dos Testes de Especificação ao Modelo**

TESTES	Hipótese Nula	Hipótese Alternativa	Resultado do Teste	<i>p-value</i>	Modelo Adequado
<b>Teste de Estatística F</b>	Mínimos Quadrados OLS	Modelo de Efeitos Fixos	$F(2478, 6977) = 6,19917$	$p\text{-value}=0$	Modelo de Efeitos Fixos
<b>Teste Breusch-Pagan</b>	Mínimos Quadrados OLS	Modelo de Efeitos Aleatórios	$LM = 3901,28$	$p\text{-value}=0$	Modelo de Efeitos Aleatórios
<b>Teste de Hausman</b>	Modelo de Efeitos Aleatórios	Modelo de Efeitos Fixos	$H = 269,646$	$p\text{-value}=7,02933e-053$	Modelo de Efeitos Aleatórios

Pelos resultados dos testes de especificação, concluiu-se que o modelo mais adequado para estimação, seria o modelo de efeitos aleatórios.

Foram realizados, em seguida, testes de especificação, ajuste e diagnóstico. O primeiro teste é o fator de inflação da variância (VIF<sup>7</sup>), que avalia a presença de multicolinearidade no modelo. Segundo Wooldridge (2002), VIF's acima de 5 indicam a presença desse efeito de multicolinearidade. Os resultados com os VIF's do modelo podem ser consultados na tabela 5.

**Tabela 6 – VIF's do Modelo**

Variável	VIF
OCres	1,015
Demp	1,169
Idade	1,128
Risco	2,615
ALV	2,265
ROA	2,372
LIQ	1,304
MatAtiv	1,066
TEI	2,199
Mexecut	2,714
PMExecut	2,559

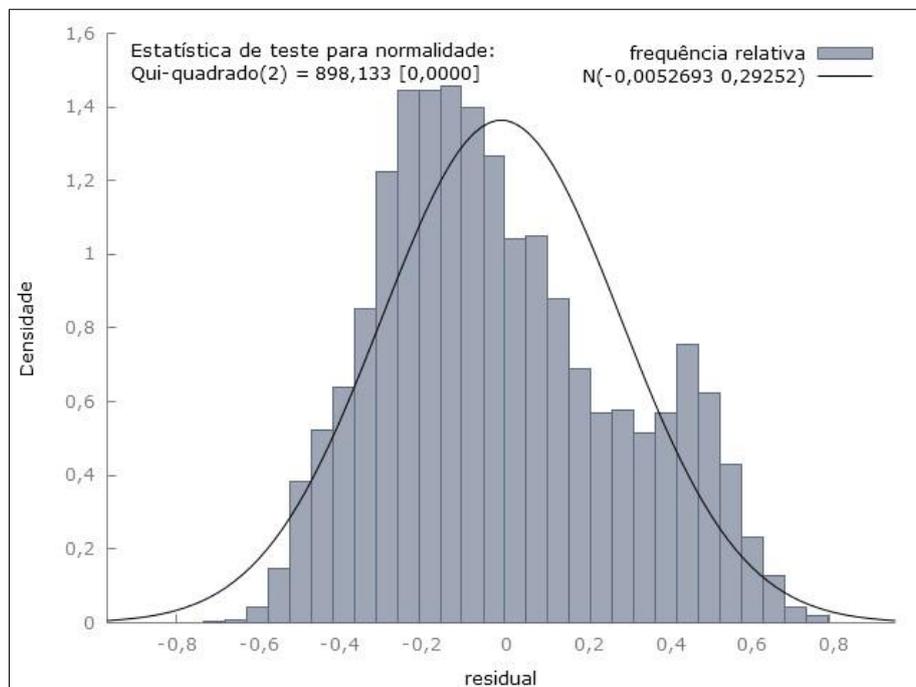
<sup>7</sup>VIF – do inglês, “Variance Inflation Factor”, que significa fator de inflação de variância.

Como observado pela tabela 6, todos os fatores de inflação de variância se demonstraram abaixo de 5, o que indica que não houve multicolinearidade no modelo.

Procedeu-se ao teste de forma funcional, o teste de Ramsey (1969), cuja hipótese nula é a de que o modelo está ajustado na forma funcional. A estatística F do teste foi de 17,86 e o *p-value* foi 0, rejeitando assim a hipótese nula de que o modelo está bem ajustado na sua forma funcional.

Seguiu-se o teste da normalidade nos resíduos. Assumindo que cada resíduo é independente e que se encontra identicamente distribuído, podemos trabalhar com a hipótese de normalidade assintótica no caso de o teste ser rejeitado. Para este efeito, realizou-se o teste Jarque-Bera, de Jarque e Bera (1980), cuja hipótese nula é a de que os dados seguem uma distribuição normal padrão. Na figura 3 abaixo, encontra-se o resultado do teste.

**Figura 3 – Teste de Jarque Bera**



O *p-value* da estatística do teste foi de 0, rejeitando-se desta forma a hipótese nula de normalidade. Pode assumir-se a hipótese de normalidade assintótica tendo em conta o tamanho da amostra, dado que cada resíduo é independente na amostra.

Por fim, realizou-se o teste de Wooldridge (2002) para testar a autocorrelação nos resíduos. A hipótese nula é a de que os resíduos são não correlacionados em primeira ordem. O *p-value* da estatística do teste foi 0, rejeitando assim a hipótese nula e concluindo que existe autocorrelação nos resíduos do modelo.

Os resultados destes testes apresentam limitações na estimação do modelo, pelo que os resultados do nosso estudo podem também ser influenciados e surgir enviesados, face ao esperado.

## **4.2 – Influência da Diversidade de Género na Maturidade da Dívida**

A tabela 7 demonstra os resultados alcançados através da estimação do modelo de efeitos aleatórios, considerando a maturidade da dívida (MD) como variável dependente, as variáveis relacionadas com o género (MExecut e PMExecut) e as variáveis relativas aos determinantes da maturidade da dívida, como variáveis independentes.

O efeito da diversidade de género é testado alternativamente para a variável *dummy* MExecut e pela percentagem de mulheres executivas, a variável PMExecut. Através da tabela 7, é possível observar também o efeito que as duas variáveis de género, em conjunto, têm na maturidade da dívida.

De acordo com o modelo estimado, a variável MExecut, que define se o género do CEO ou CFO influencia na maturidade da dívida, demonstrou-se positiva e significativa, tanto quando testada individualmente como em conjunto com a variável de percentagem PMExecut. Este resultado valida a

Hipótese 10, de que o facto de a CEO ou CFO ser uma mulher, conduz a um aumento da dívida de curto prazo na estrutura das empresas. Esta teoria já foi comprovada por alguns autores ao longo da literatura, como servem de exemplo La Rocca et al. (2019), e o nosso trabalho vem reafirmar esta influência positiva das mulheres na estrutura de maturidade da dívida.

Já no que diz respeito à variável PMExecut, verifica-se uma relação negativa com a maturidade da dívida. Quando testada individualmente, esta variável não se demonstra significativa na variável dependente (MD). Contudo, quando testada em conjunto com a variável *dummy*, passa a ter significância na maturidade da dívida. Contrariamente ao esperado pela Hipótese 9, uma maior percentagem de mulheres no painel de gestores das empresas, pode ter influência ao nível da maturidade da dívida, com preferência pela dívida de longo prazo, o que não vai de encontro às conclusões retiradas pela grande maioria da literatura já existente sobre esta temática, como é o caso do trabalho dos autores Li & Zhang (2019).

Relativamente às variáveis relacionadas com os determinantes económicos da dívida, no caso das oportunidades de crescimento, não demonstraram ter qualquer influência na maturidade da dívida, ainda que se mostrem inversamente relacionadas, tal como sugerido por vários autores ao longo da literatura, como são Myers (1977) e Wang, Chiu & King (2020), por exemplo. Desta forma, não é possível rejeitar nem aceitar a Hipótese 1.

A dimensão das empresas (DEmp) mostrou ser uma variável significativa na maturidade da dívida. No entanto, contrariamente ao previsto por Titman & Wessels (1988), quanto maior a dimensão das empresas, menor é a quantidade de dívida de curto prazo na estrutura dessas empresas, pelo que se rejeita a Hipótese 2.

O nível de assimetria de informação das empresas, testado através da Hipótese 3 e representado pela variável Idade, verificou-se significativo e com uma relação inversa relativamente à variável dependente. O comportamento desta variável aceita a Hipótese 3, de que a relação entre a assimetria de

informação das empresas e a maturidade da dívida é inversa, o que é corroborado por García-Teruel et al. (2010).

Na Hipótese 4 testa-se a alavancagem. Investigadores como Morris (1992) e Guney & Ozkan (2005) são defensores de que empresas mais alavancadas preferem financiamentos de longo prazo e, de facto, de acordo com os resultados da nossa análise, a variável alavancagem é significativa e inversamente proporcional à maturidade da dívida das empresas. Neste sentido, corroboramos a Hipótese 4, de que quanto mais alavancadas estejam as empresas, menor será a dívida de curto prazo na sua estrutura.

A rendibilidade das empresas, representada pela variável ROA, apresentou também uma relação inversa com a maturidade da dívida. Uma vez que a variável dependente mede a dívida de curto prazo e que a relação se demonstra contrária, aceitamos a Hipótese 5, de que quanto mais rentáveis são as empresas, maior a preferência pela dívida de longo prazo. Este resultado vai de encontro ao alcançado também pelos autores Etudaiye-Muhtar, Ahmad & Matemilola (2017).

Na Hipótese 6, valida-se a influência da liquidez na maturidade da dívida das empresas. A nossa análise apresenta uma relação positiva e com significância entre a liquidez e a maturidade de curto prazo, o que implica que quanto maior o rácio de liquidez das empresas, maior a quantidade de dívida financeira de curto prazo que terão na sua estrutura. Desta forma, comprova-se o estudo de Antoniou, Guney & Paudyal (2006), segundo o qual a os financiamentos de curto prazo são a opção das empresas com maior nível de liquidez.

No que diz respeito à associação entre a Maturidade dos Ativos e a Maturidade da Dívida, verifica-se que efetivamente estas duas estruturas tendem a associar-se. Os resultados do modelo indicam uma relação inversa entre a maturidade dos ativos e a dívida de curto prazo, o que vai de encontro à unanimidade de literatura, conforme os investigadores Etudaiye-Muhtar et al. (2017), Myers (1977), Stohs & Mauer (1996), Ozkan (2000) e Antoniou et

al. (2006), que salientam a importância de fazer o *matching* entre os ativos e os passivos das empresas. Desta forma, corrobora-se a Hipótese 7.

A taxa efetiva de imposto (TEI) mostrou significância e relação positiva com a dívida de curto prazo. Contudo, este resultado rejeita a Hipótese 8, de que quanto maior a taxa de imposto, maior a maturidade dos financiamentos. Desta forma, alcançamos resultados contrários aos de Brick & Ravid (1985).

De acordo com o modelo estimado, verifica-se uma influência significativa da variável PMExecut na maturidade da dívida. Contudo, contrariamente ao esperado pela Hipótese 9, uma maior percentagem de mulheres no painel de gestores das empresas, pode ter influência ao nível da maturidade da dívida, com preferência pela dívida de longo prazo, o que não vai de encontro às conclusões retiradas pela grande maioria da literatura já existente sobre esta temática, como é o caso do trabalho dos autores Li & Zhang (2019).

**Tabela 7 – Resultados do Modelo de Efeitos Aleatórios**

Variáveis	Dummy MExecut	PMExecut	Efeito Conjunto das variáveis de género
<b>MExecut</b>	0,03*** (-3,21)	-	0,05*** (-3,04)
<b>PMExecut</b>	-	-0,02 (-1,15)	-0,08*** (-3,09)
<b>OCresc</b>	-7,11348e-07 (-0,06)	-5,77012e-07 (-0,04)	-5,84564e-07 (-0,04)
<b>DEmp</b>	-0,02*** (-3,74)	-0,02*** (-2,98)	-0,02*** (-3,60)
<b>Idade</b>	-0,02*** (-2,84)	-0,02*** (-2,76)	-0,03*** (-3,30)
<b>Risco</b>	0 (-0,9)	0,01** (-2,57)	0,009** (-2,46)
<b>ALV</b>	-0,17*** (-7,56)	-0,16*** (-6,25)	-0,16*** (-6,33)
<b>ROA</b>	-0,12*** (-2,96)	-0,22*** (-4,56)	-0,22*** (-4,51)
<b>LIQ</b>	0,26*** (-13,2)	0,27*** (-11,72)	0,27*** (-11,67)
<b>MatAtiv</b>	-1,21977e-05 (-1,05)	-1,47732e-0 (-0,67)	-1,56266e-05 (-0,70)
<b>TEI</b>	0,43** (-2,31)	0,42** (-2,00)	0,42** (-2,01)
<b>Constante</b>	0,56*** (-10,74)	0,56*** (-9,19)	0,61*** (-9,65)
<b>Observações</b>	13.672	9.467	9.467
<b>Nº Empresas</b>	3.585	2.481	2.481

Nota: Os resultados entre parênteses referem-se às estatísticas de z. Os asteriscos representam as seguintes condições: \* significância a 10%; \*\* significância a 5%; \*\*\* significância a 1%.

## Capítulo 5 – Conclusão

O objetivo da dissertação consiste em avaliar a influência que a presença feminina na gestão das empresas poderá ter na estrutura de maturidade da dívida.

Considerando a crescente preocupação da promoção de igualdade entre os géneros e a pressão efetuada à volta do mundo, por entidades reguladoras, para que os cargos de liderança sejam ocupados em maior escala por mulheres, esta temática tem vindo a ganhar relevância no meio empresarial.

O nosso estudo vem contribuir para uma amplificação do conhecimento nesta temática, na medida em que ajuda a perceber o impacto do aumento da presença feminina nos conselhos de administração.

Incidindo sobre as pequenas e médias empresas em Portugal, analisámos uma amostra com 3.831 entidades, por forma a testarmos a influência de variáveis de género e de variáveis explicativas relacionadas com os determinantes da maturidade da dívida, já testados ao longo dos últimos anos por diversos autores.

Através de uma metodologia de dados em painel, com uma estimação de efeitos aleatórios, concluímos que as variáveis de género são significativas na maturidade da dívida das empresas. Considerando uma variável *dummy*, que avalia o género do CEO e CFO das empresas da amostra, comprovámos uma correlação positiva e significativa na maturidade da dívida. Este resultado vem dar resposta à nossa questão inicial sobre se a estrutura de maturidade da dívida das empresas é influenciada pelo género do CEO e CFO. De acordo com os resultados que obtivemos, a ocupação feminina enquanto CEO ou CFO lidera a uma preferência pela dívida de curto prazo na estrutura financeira das empresas.

A outra questão central do nosso estudo, seria avaliar em que medida a presença de uma maior percentagem de mulheres no painel de gestão das empresas afeta a sua estrutura de maturidade da dívida. Ao testarmos a

variável indicadora da percentagem de mulheres executivas (PMExecut) nas empresas da nossa amostra, percecionámos uma relação inversa com a maturidade da dívida, contrariamente ao esperado tendo por base a revisão de literatura. Tal como estipulámos na Hipótese 9 da investigação, prevíamos uma influência positiva da percentagem de mulheres executivas na maturidade da dívida, na medida em que se verificasse um aumento da opção por financiamentos de curto prazo. Contudo, o resultado desta variável apresenta significância com a variável dependente e uma relação inversamente proporcional, o que sugere que um aumento da percentagem de mulheres na liderança das empresas, se traduz num aumento dos financiamentos de longo prazo.

No que diz respeito aos determinantes da maturidade da dívida, apresentaram-se na sua maioria consistentes com os autores mencionados ao longo da dissertação. Corroborámos as hipóteses testadas relativamente à influência da assimetria de informação, nível de alavancagem, rendibilidade, liquidez e maturidade dos ativos, face à maturidade da dívida. O comportamento das variáveis de dimensão e taxa de imposto mostraram-se contrários ao expectável, pelo que se rejeitaram as hipóteses associadas a esses indicadores. As oportunidades de crescimento não se verificaram significativas na maturidade da dívida, pelo que não foi possível aceitar ou rejeitar a hipótese para essa variável.

Ainda assim, tal como comprovado no capítulo anterior, os resultados obtidos podem estar ligeiramente enviesados, uma vez que o modelo de estimação não se mostrou fortemente consistente. Um enviesamento do modelo econométrico pode ter influência ao nível das variáveis por si só, ou da relação entre variáveis, o que pode levar a que se alcancem conclusões discordantes face à literatura anterior.

Tendo em conta os resultados alcançados relativamente à influência positiva que uma CEO ou CFO feminina poderá ter na maturidade da dívida, e em jeito de sugestão de investigação futura, seria interessante incidir sobre as diferenças comportamentais de género e testar a influência que estas

características poderão ter na escolha da estrutura e maturidade da dívida, para a realidade das PME em Portugal.

## Referências

Adachi-Sato, M., & Vithessonthi, C. (2019). Corporate debt maturity and future firm performance volatility. *International Review of Economics & Finance*, *60*, 216-237.

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.

Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). Debt maturity structure and firm investment. *Financial Management*, *34*(4), 107-119.

Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2009). *Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis* (No. w14990). National Bureau of Economic Research.

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, *12*(2), 161-194.

Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Working capital management in SMEs. *Accounting & Finance*, *50*(3), 511-527.

Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *The Journal of Finance*, *40*(5), 1423-1437.

Brockman, P., Martin, X., & Unlu, E. (2010). Executive compensation and the maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, *65*(3), 1123-1161.

Choi, J., Hackbarth, D., & Zechner, J. (2018). Corporate debt maturity profiles. *Journal of Financial Economics*, *130*(3), 484-502.

Conyon, MJ, & He, L. (2017). *Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach*. *Journal of Business Research*, *79*, 198-211.

Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154.

Dang, V. A., & Phan, H. V. (2016). CEO inside debt and corporate debt maturity structure. *Journal of Banking & Finance*, 70, 38-54.

Datta, S., Doan, T., & Toscano, F. (2021). Top executive gender, board gender diversity, and financing decisions: Evidence from debt structure choice. *Journal of Banking & Finance*, 125, 106070.

Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of business finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.

Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political Economy*, 99(4), 689-721.

Etudaiye-Muhtar, O. F., Ahmad, R., & Matemilola, B. T. (2017). Corporate debt maturity structure: The role of firm level and institutional determinants in selected African countries. *Global Economic Review*, 46(4), 422-440.

Faccio, M., Marchica, MT, & Mura, R. (2016). Gênero do CEO, assunção de riscos corporativos e eficiência da alocação de capital. *Jornal de finanças corporativas*, 39, 193-209.

Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56.

Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37.

García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601

García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P. E. D. R. O., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). Accruals quality and debt maturity structure. *Abacus*, 46(2), 188-210.

Guedes, J., & Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate debt issues. *the Journal of Finance*, 51(5), 1809-1833.

Guney, Y., & Ozkan\*, A. (2005). New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions. *Applied Financial Economics Letters*, 1(4), 233-238.

Greene, W. (2012) *Econometric Analysis*. 7th Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River.

Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jun, S. G., & Jen, F. C. (2003). Trade-off model of debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20(1), 5-34.

Jurkus, A. F., Park, J. C., & Woodard, L. S. (2011). *Women in top management and agency costs*. *Journal of Business Research*, 64(2), 180-186.

Kraus, A., & Litztenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.

La Rocca, M., Neha, N., & La Rocca, T. (2019). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 1-35.

Li, Y., & Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320.

Love, I., & Zaidi, R. (2010). Trade credit, bank credit and financial crisis. *International Review of Finance*, 10(1), 125-147.

Méndez, V. M. G. (2013). Determinants of debt maturity structure across firm size. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42(158), 187-209.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.

Morris, J. R. (1976). On corporate debt maturity strategies. *The Journal of Finance*, 31(1), 29-37.

Morris, J. R. (1992). Factors affecting the maturity structure of corporate debt, Working Paper, College of Business and Administration, University of Colorado at Denver

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.

Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *NBER Working Paper*, (w1393)

MYERS, S. C., Brealey, R. A., & Allen, F. (1998). Princípios de finanças empresariais. *Portugal: McGraw-Hill*.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8).

Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*.

Ozkan, A. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212.

Robicheck, N., & Myers, J. (1966). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-48.

Scherr, F. C., & Hulburt, H. M. (2001). The debt maturity structure of small firms. *Financial management*, 85-111.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of business*, 279-312.

Tanaka, T. (2014). *Diversidade de gênero nos conselhos e o preço da dívida corporativa de capital aberto: evidências do Japão*. *Economia Financeira Aplicada*, 24 (4), 247-258.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

Van Horne, J. C., & Wachowicz Jr, J. M. (2008). *Fundamentals of finance management*. YD Williams", Moscow.

Wang, C. W., Chiu, W. C., & King, T. H. D. (2020). Debt maturity and the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 112, 105235.

Weinraub, H. J., & Visscher, S. (1998). Industry practice relating to aggressive conservative working capital policies. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 11(2), 11-18.

Wooldridge, J. (2002), *Econometric analysis of cross section and panel data*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.