



Instituto Superior de Contabilidade e Administração

Politécnico de Coimbra



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Joel Francisco Jesus Moreira

**Determinantes do desempenho das empresas portuguesas de comércio de
automóveis ligeiros: evidência com dados em painel.**



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Joel Francisco Jesus Moreira

**Determinantes do desempenho das empresas
portuguesas de comércio de automóveis ligeiros:
evidência com dados em painel**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Análise Financeira**, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves.

Coimbra, outubro de 2023

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

“Through chances various, through all vicissitudes, we make our way...”

Aeneid

AGRADECIMENTOS

Este capítulo tem o propósito de agradecer a todas as pessoas envolvidas, direta ou indiretamente, na realização desta dissertação.

Queria começar por agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Maria Elisabete Neves, pela ajuda, disponibilidade, partilha de conhecimento e acompanhamento na realização desta dissertação.

À minha família, por me terem dado a oportunidade de concretizar este objetivo e pelo apoio incondicional ao longo do meu percurso académico.

A todos os amigos, por estarem sempre presentes no meu percurso académico e pelas palavras de motivação e de conselho.

Obrigado.

RESUMO

A presente dissertação tem como o objetivo analisar os determinantes do desempenho das empresas portuguesas de comércio de automóveis ligeiros considerando três características diferentes de variáveis: características específicas das empresas, características de governo das sociedades (ou de corporate governance) e condições macroeconómicas.

Para alcançar o objetivo proposto, foram analisadas 2 304 empresas com sede no território português do setor de comercialização de automóvel ligeiros, entre o período de 2015 a 2021.

A metodologia usada para testar as hipóteses formuladas foi a de dados em painel, nomeadamente o método de estimação GMM system (Generalized Method of Moments), desenvolvido por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Os resultados obtidos permitem concluir que tanto as características intrínsecas às empresas, como as de corporate governance e macroeconómicas influenciam o desempenho das empresas portuguesas de comércio de automóveis ligeiros. Especificamente, os três tipos de variáveis consideradas são relevantes na explicação do desempenho empresarial medido por três variáveis de âmbito contabilístico (ROA, Margem do EBITDA e ROE), pese embora, existam diferenças de sinal e de significância dependendo da medida de desempenho usada, o que nos permite afirmar que os determinantes do desempenho dependem em certa medida da perceção dos diferentes stakeholders. Percebe-se que se trata de um setor muito dependente das condições macroeconómicas do país, com dificuldades de gestão de tesouraria e altamente endividado onde são as empresas de maior dimensão as que melhor conseguem o aproveitamento de economias de escala para alcançarem melhores níveis de desempenho. Os resultados admitem ainda que os níveis de concentração de propriedade são relevantes na explicação da performance e que se por um lado os gestores necessitam de supervisão para alinharem os seus interesses com os do acionista criando valor empresarial; por outro, na ótica do próprio acionista com interesse no ROE, à medida que a concentração aumenta a informação assimétrica é maior e o abuso de poder do acionista também cresce

diminuindo os níveis de desempenho da empresa. Finalmente os resultados sugerem que as preocupações sociais deste setor são ainda parcas.

Este trabalho é original e pode ter contributos para vários stakeholders na medida em que tanto quanto conhecemos é o primeiro a tratar este setor específico com elevada representatividade na economia portuguesa considerando três tipos de variáveis; específicas das empresas, de governance e macroeconómicas.

Palavras-chave: Desempenho empresarial, setor automóvel, Portugal, GMM system.

ABSTRACT

The present dissertation intends to reach the objective of finding and analysing the determinants of financial performance of Portuguese's car retail companies, in three different aspects: financial, corporate governance and macroeconomic environment.

In this way, 2 304 companies based in Portuguese territory in the car retail business were analysed, in the period from 2015 to 2021.

The methodology used to validate the formulated was the panel data model, namely GMM (General Method of Moments), developed by Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

The results obtained present information that allows us to learn that the three aspects, financial, corporate governance and macroeconomic environment have influence in the financial performance of Portuguese's car retail companies. From another perspective, the independent variables, debt, firm size, ownership concentration and variation of Portugal's gross domestic product are the only ones that significantly explain the three performance measures, ROA, ROE, and operating margin. Therefore, we can say that a higher company indebtedness harms business performance, business dimension improves business performance, and positive variation of GDP favors the business financial performance of Portuguese's car retail companies. Ownership concentration has divergent results because it improves the company's operational efficiency, but harms shareholder returns. Without taking anything away, current ratio only influences ROA and operating margin, while the consumer confidence index registered two different results of influence, regarding ROA (positive) and ROE (negative). In isolation, the presence of intangible assets influences the operating margin of companies. Finally, social expenses, board size and insider ownership do not have a statistically meaningfulness to influence on business performance.

Keywords: Financial Performance; automobile sector; Portugal; GMM.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	13
1. REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES	16
1.1 Características específicas da empresa	18
1.1.1 Liquidez Geral	18
1.1.2 Dimensão da Empresa	19
1.1.3 Endividamento.....	20
1.1.4 Despesas Sociais.....	22
1.1.5 Ativos Intangíveis.....	23
1.2 Características de Corporate Governance	24
1.2.1 Insider Ownership	24
1.2.2 Dimensão do Conselho de Administração	26
1.2.3 Concentração de Propriedade	27
1.3 Características Macroeconómicas.....	28
1.3.1 Índice de Confiança do Consumidor.....	28
1.3.2 Produto Interno Bruto.....	29
2 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	31
2.1 Amostra e Horizonte Temporal	31
2.2 Variáveis	32
2.2.1 Variáveis dependentes	32
2.2.2 Variáveis Independentes.....	33
2.3 Método de Estimação	36
2.4 Testes	37
2.5 Modelos Empíricos.....	38
3 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	40
3.1 Estatística descritiva	40
3.2 Resultados	42
3.3 Análise Geral.....	49
4 CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1	32
Tabela 2	33
Tabela 3	40
Tabela 4	42
Tabela 5	44
Tabela 6.....	47

LISTA DE ABREVIATURAS, ACRÓNIMOS E SIGLAS

CA – Conselho de Administração

GMM – Generalized Method of Moments

M_EBITDA ou EBITDA% – Margem Operacional do EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e médias empresas

ROA – Rendibilidade do Ativo (Return on assets)

ROE – Rendibilidade do Capital Próprio (Return on equity)

VAL – Valor Atual Líquido

INTRODUÇÃO

A necessidade de o ser humano se deslocar do ponto A para o ponto B da forma mais eficiente possível, originou o surgimento, em 1886 na Alemanha, do primeiro automóvel moderno. Após a sua criação, o automóvel tornou-se num elemento essencial no desenvolvimento das sociedades. Em Portugal, o primeiro automóvel apenas chega em 1895, importado de Paris, a mando do Conde IV de Avilez. Contudo, é na segunda metade do século XX que o setor automóvel, com a abertura ao investimento estrangeiro através do projeto Renault, começa a desenvolver-se de modo mais significativo. Na década de 90, Portugal consegue a implantação da Autoeuropa na região de Palmela, uma unidade de produção do Grupo Volkswagen, que até à data é o maior investimento estrangeiro da história de Portugal, catapultando o setor automóvel para lugares de extrema importância no seio da economia portuguesa. A Autoeuropa representa cerca de 1% do Produto Interno Bruto de Portugal, cerca de 5% das exportações portuguesas e emprega mais de 5 000 funcionários.¹

A dependência da economia portuguesa para com o setor automóvel é observada nos dados económicos que o setor representa para Portugal, além de possuir um aglomerado de subsectores, nomeadamente de design, de desenvolvimento, de fabricação, de marketing, de comercialização, de reparação, manutenção e de modificação do automóvel, bem como as empresas do setor metalúrgico e dos moldes, passando pelos pneus e outros componentes de borracha e plástico, até aos têxteis, vidros e eletrónica.

O setor automóvel em Portugal, empregava 124 426 pessoas, em 2021, representando 2,42% da população ativa à data. Estes trabalhadores estavam espalhados por 17 595 empresas que faturaram 29 492 milhões de euros em 2021, representando 11,62% do PIB² em Portugal. As microempresas representam cerca de 90% do total de empresas do setor, mas as grandes empresas, apesar de serem menos que 1% do total, são as empresas que geram a maior percentagem do volume de negócios do setor (52%) e que empregam mais pessoas (33%). Se dividirmos o setor em duas partes, a fabricação automóvel e o comércio automóvel, o comércio aparece em primeiro lugar na categoria de maior número de empresas (97%), de volume de negócios (66%) e de pessoas empregadas (66%)³. Em

¹ <https://www.volkswagenautoeuropa.pt/media/> (acedido a 1 de setembro de 2023)

² <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=PT>

³ <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1296>

termos financeiros, podemos dizer que o setor gera enormes valores em vendas, entrado no top-10 de setores com maiores vendas, em termos absolutos, mas obtém margens, quer em termos brutos e operacionais, baixas (17% para margem bruta e 5% para margem operacional, 2022⁴). Sobre a estrutura de capital, o setor é fortemente financiado por capitais alheios, com rácio de solvabilidade total de 77,53%³.

Assim sendo, o futuro do setor automóvel em Portugal vai estar assente na capacidade de manter e atrair Investimento Direto Estrangeiro. A mão-de-obra barata e qualificada presente em Portugal é fator que os gigantes do setor observam como vantagem competitiva para os seus investimentos, o que pode favorecer os países periféricos ao centro da Europa, como é caso de Portugal, ao crescimento e desenvolvimento do seu setor automóvel. Estes fatores alicerçam a oportunidade e motivação na elaboração desta dissertação, que se pretende ter valor prático.

Desta forma, esta dissertação tem o objetivo de analisar os determinantes do desempenho das empresas de comércio de automóveis ligeiros, setor essencial para a economia portuguesa. Para alcançar o objetivo proposto são utilizados três tipos de variáveis de acordo com as suas características: características específicas da empresa, as características de corporate governance e as características macroeconómicas portuguesas. Espera-se que este trabalho promova um melhor conhecimento do setor e que permita aos vários stakeholders perceber a influência das variáveis de desempenho no sentido de os ajudarem nas suas tomadas de decisão. Ressalta-se ainda o interesse individual na elaboração deste trabalho pela perceção profissional do dia a dia, permitindo uma efetiva discussão dos resultados.

Para alcançar o objetivo proposto foram analisadas 2 304 empresas com sede no território português do setor de comercialização de automóvel ligeiros, entre o período de 2015 a 2021. Para o efeito, foi ainda utilizada a metodologia de dados em painel para testar as hipóteses formuladas de acordo com a literatura, nomeadamente o método de estimação GMM system (Generalized Method of Moments), desenvolvido por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

Os resultados mostram que as características específicas e as características macroeconómicas são as que mais influenciam o desempenho das empresas portuguesas

⁴ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

de comércio de automóveis ligeiros. Apesar de a concentração de propriedade influenciar as três medidas de desempenho significativamente, as demais variáveis de governance não têm qualquer impacto no desempenho destas empresas. Este resultado é provavelmente explicado pelo uso reduzido de práticas e de recomendações de corporate governance, num setor onde a maioria das empresas são de pequena e média dimensão.

Este trabalho está dividido em 4 capítulos depois da introdução. O primeiro apresenta a revisão da literatura e as hipóteses para cada variável a serem testadas; no capítulo dois é detalhada a metodologia de investigação incluindo a amostra, as variáveis, o método de estimação, os testes realizados e os modelos empíricos; no capítulo três apresentam-se os resultados e a sua análise e discussão; e finalmente no capítulo quatro são apresentadas as conclusões e contribuições do estudo.

1. REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

Uma das questões centrais do mundo empresarial é perceber as razões pelas quais umas empresas têm sucesso e outras fracassam. Sendo uma questão de debate frequente, é inevitável que existam vários estudos com diferentes conclusões, tornando a questão do desempenho de uma empresa um tema profundamente complexo e com interesse global.

Al-Jafari e Samman (2015), consideram que um dos objetivos mais importantes de uma empresa é gerar resultados, com o propósito de maximizar o retorno dos seus acionistas. Se uma empresa não consegue gerar resultados positivos e consistentes, é inevitável que não consiga sobreviver (Susilo, Wahyudi e Pangestuti, 2020). De acordo com os autores citados, as empresas mais lucrativas são capazes de ser mais inovadoras e de contribuir para o desenvolvimento económico dos países, fomentando a empregabilidade, a melhoria da qualidade de vida pelas melhores condições de trabalho e salários e o crescimento do rendimento *per capita*.

Apesar da maximização da rentabilidade dos acionistas ser essencial para uma empresa, existem outros stakeholders que esperam que os seus objetivos sejam atendidos. Os bancos e os detentores de obrigações que emprestam dinheiro à empresa, esperam que essas obrigações de pagamentos periódicos de juros e amortizações de capital sejam efetuadas no tempo contratualizado. Os colaboradores que geram os produtos e os serviços para as empresas os venderem, desejam as melhores condições laborais, de salários e de trabalho. Os clientes que compram os produtos e serviços da empresa, esperam que estes sejam de qualidade. A sociedade que recebe as externalidades oriundas da atividade da empresa, confia que estas terão um impacto positivo na sociedade. Esta multiplicidade de stakeholders, que conduz à existência de várias dimensões nos objetivos de uma empresa, leva a que Jensen (2001) afirme que as medidas de desempenho empresarial devem refletir valor criado pela empresa para todos os seus *stakeholders*.

Widener (2006) sugere que os melhores gestores dão prioridade a medidas de desempenho tradicionais para avaliar o desempenho empresarial. As medidas de desempenho empresarial, segundo McGuire, Schneeweis e Branch (1990), influenciam a perceção de qualidade das empresas e dos seus gestores. Teeratansirikool, Siengthai, Badir e Charoenngam (2013) mostram a importância de mensurar o desempenho

empresarial para conseguirem diferenciar as várias estratégias, e escolher a que ofereça mais vantagens competitivas.

De acordo com Pantea, Gligor e Anis (2014), o ROE (return on equity), medida contabilística do interesse do acionista e o ROA (return on assets), medida contabilística que depende das decisões de gestão operacional, são os indicadores mais usados na avaliação de desempenho empresarial. Para Seelanatha (2011), o ROA espelha a habilidade da equipa de gestão em gerar resultados económicos de forma sustentável e perceptível ao público em geral (Neves, Proença e Cancela, 2022). No que respeita ao ROE, o trabalho clássico de Rappaport (1983), assume que esta é melhor medida de desempenho empresarial, visto que calcula o valor criado para os proprietários das empresas (Vieira, Neves e Dias, 2019).

Outros estudos sugerem que a margem operacional do EBITDA (Margem EBITDA%) é uma medida contabilística capaz de medir o desempenho empresarial de uma empresa e que permite a comparabilidade dos gestores, (Kuncová, Hedija e Fiala, 2016; Becker-Blease, Kaen, Etebari e Baumann, 2017 e Neves, Baptista, Dias e Lisboa, 2021).

Pantea, Gligor e Anis (2014) mostram que as medidas contabilísticas ROE e ROA, são amplamente usadas devido à sua disponibilidade nas bases de dados secundárias e ao interesse do público-alvo já que são mais fáceis de interpretar.

Apesar de as medidas tradicionais possuírem limitações, vários estudos, Seelanatha (2011); Pattitoni, Petracci e Spisni (2014); Al-Jafari e Samman (2015); Pervan, Pervan e Ćurak (2019); Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021); Neves, Cancela e Gabriel (2022) e Neves, Vieira e Serrasqueiro (2022) utilizam essas medidas como forma de mensuração válida do desempenho empresarial.

1.1 Características específicas da empresa

1.1.1 Liquidez Geral

A liquidez geral é a capacidade da empresa cumprir com as obrigações de curto prazo (Pervan, Pervan e Ćurak, 2019). Quanto maior for o rácio, maior a liquidez da empresa. Sendo assim, também pode ser considerada uma medida de risco, caso a empresa não cumpra com as suas obrigações. De acordo com um estudo realizado a cinco países europeus, Goddard, Tavakoli e Wilson (2005) explicam que as empresas com maiores níveis de liquidez, são as que apresentam melhor rentabilidade e que detêm maior capacidade e flexibilidade para se adaptarem com maior rapidez às mudanças a que estão sujeitas.

Para assegurar o equilíbrio financeiro da empresa, é necessário que a administração faça uma gestão eficiente da tesouraria da empresa, de modo que a sua capacidade de gerar lucros não seja posta em causa nem a solvabilidade da mesma. Assim sendo, existem estudos que comprovam que a liquidez geral e o desempenho empresarial têm uma relação positiva e significativa, como Durrah, Rahman, Jamil e Ghafeer (2016), Demirgüneş (2016) e Ali, Hussin e Ghani (2019). Ter um elevado rácio entre ativos correntes e passivos correntes pode ter influência positiva no ROA, como mostram Goel, Chadha e Sharma (2015) e Farhan, Alhomidi, Almaqtari e Tabash (2019). Além de chegarem à conclusão que a liquidez geral contribui de forma positiva para o desempenho de uma empresa, Susilo, Wahyudi e Pangestuti (2020), esclarecem que os ativos correntes devem cobrir os passivos correntes numa margem satisfatória, de maneira que a empresa não fique insolvente.

Num estudo no setor energético português, Neves, Baptista, Dias e Lisboa (2021), mostraram uma relação positiva entre a liquidez geral e o ROE, o que mostra a capacidade, das empresas com maiores níveis de liquidez, de ultrapassar as adversidades do futuro e ainda potenciar maior remuneração aos seus acionistas.

Por outro lado, Kusuma e Bachtiar (2018), mostram que a relação entre a liquidez geral e o desempenho de uma empresa é significativamente negativo, em que um menor rácio representa um uso da maior parte dos ativos para fazer crescer o negócio. Também, Adams e Buckle (2003), chegam à conclusão de que menor liquidez diminui os custos de agência, incentivando os gestores a controlar melhor a tesouraria da empresa. Estes

resultados vão ao encontro do estudo de Rehman e Suleman (2013) que encontram uma relação negativa entre desempenho e liquidez geral.

De acordo com a literatura acima, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H1: A liquidez geral influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.1.2 Dimensão da Empresa

Pantea, Gligor e Anis (2014), confirmam que, utilizando medidas tradicionais de performance como o ROA e ROE, as empresas com maior dimensão apresentam os melhores rácios de performance. No mesmo sentido, Yang e Chen (2009), Yazdanfar (2013), Al-Jafari e Samman (2015) e Husna e Satria (2019) assertam que a dimensão impacta de forma significativa e positiva o desempenho da empresa.

Segundo, Pervan e Višić (2012) as razões da dimensão empresarial aumentar o desempenho são o aumento do poder no mercado porque empresas maiores têm maior capacidade de aumentar preços e potenciar maiores lucros; podem gerar economias de escala, diminuindo os custos e sendo mais eficientes. Para além disto, as maiores empresas, têm geralmente mais capacidade para sobreviver em tempos economicamente difíceis e, deste modo, têm menos risco; e maiores facilidades no financiamento.

Para Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021), a dimensão da empresa é um fator importante do desempenho. Através do aproveitamento das economias de escalas e da diversificação dos produtos é possível obter desempenhos mais sustentáveis. No mesmo sentido, Ko, Lee e Anandarajan (2019), mostraram que as empresas com maior dimensão são intrinsecamente menos arriscadas o que se traduz em melhor desempenho empresarial, Budisaptorini, Chandrarin e Asih, (2019).

Contrariamente, Seelanatha (2011), comprovam que a dimensão da empresa, calculada através do total de ativos, influencia significativamente de forma negativa a rendibilidade do ativo. Este resultado sugere que as empresas de menor dimensão têm de constantemente controlar custos e inovar para terem sucesso. Para uma amostra de

empresas ibéricas, Proença e Neves (2022), mostram que uma maior dimensão das empresas prejudica o seu desempenho, na medida em que o gestor não consegue de forma eficiente gerir mais recursos à sua disposição. Também Neves, Baptista, Dias e Lisboa (2021), mostram que a dimensão das empresas portuguesas conduz a menor rendibilidade do ativo, sugerindo deseconomias de escala.

Dada a falta de consenso na literatura, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H2: A dimensão da empresa influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.1.3 Endividamento

A teoria de *trade-off*, proposta por Kraus e Litzenberger (1973), assume que os gestores devem encontrar o ponto ótimo de endividamento que permita tirar o máximo de valor entre a diferença da poupança fiscal oriunda do endividamento e os custos de falência. Dalci (2018), revela que a dívida aumenta o ROA e o ROE até um determinado nível (ponto ótimo), a partir deste ponto o desempenho começa a diminuir. Enekwe, Agu e Nnagbogu (2014), mostram que o endividamento influencia de forma positiva e significativa a rendibilidade do ativo. Os autores referem que a contração da dívida aumenta o valor da empresa e aumenta a rendibilidade dos acionistas através da poupança fiscal, o que é consistente com a teoria do *trade-off* (Kraus e Litzenberger, 1973).

A teoria de agência também relaciona os resultados das empresas com os montantes de dívida. Esta teoria parte do princípio de que os objetivos empresariais dos acionistas e dos gestores são diferentes e quando estão desalinhados a empresa sofre com custos de agência. Assim Jensen e Meckling (1976), acreditam que o uso do endividamento para financiar investimentos é uma forma dos gestores serem mais cautelosos nas suas escolhas operacionais pois são contratualmente obrigados a pagar os seus empréstimos, mitigando assim os custos de agência. Portanto, o aumento da dívida aumenta o desempenho empresarial. Da mesma maneira, Guo, Legesse, Tang e Wu (2021), argumentam que as empresas com altos níveis de endividamento, têm de ser forçosamente mais eficientes na sua atividade operacional e, igualmente, na escolha dos seus projetos

de investimentos porque ficam com menor flexibilidade financeira devido à prioridade de amortizar a dívida. Proença e Neves (2022), demonstram que ROA e o endividamento têm uma relação linear positiva, sugerindo que os gestores conseguem gerir os níveis de endividamento eficientemente de forma a melhorar o desempenho das suas empresas.

A teoria do pecking order (Myers e Majluf, 1984) relaciona igualmente a dívida e o desempenho das empresas. Esta teoria assenta na hierarquia de preferências em relação aos tipos de financiamento das empresas, sendo a assimetria de informação entre agentes financiadores e as empresas o fator diferenciador do lugar na hierarquia. Como a assimetria de informação é maior na contração de dívida quando comparada com a utilização de fundos próprios, as empresas são incentivadas a financiar-se com fundos próprios em primeiro lugar. Logo, empresas mais rentáveis têm menores níveis de endividamento, porque preferem utilizar fundos gerados internamente. Öhman e Yazdanfar (2017), comprovam a teoria do pecking order analisando as pequenas e médias empresas suecas, visto que mostram estatisticamente a relação negativa entre o desempenho e a dívida, sugerindo que as empresas preferem lucros retidos a capital alheio.

Também, González (2013), mostrou empiricamente que empresas com maiores níveis de endividamento apresentam uma diminuição nos resultados operacionais. Igualmente, Zeitun e Saleh (2015), Al-Jafari e Samman (2015), Susilo, Wahyudi e Pangestuti, (2020), Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021) e Papadimitri, Pasiouras e Tasiou (2021), constataam que o endividamento reduz significativamente o desempenho das empresas. Mursalim, Mallisa e Kusuma (2017) e Gharsalli (2019), comprovam que as empresas mais endividadas têm mais probabilidade de falência e menos desempenho. Para empresas portuguesas, Neves, Vieira e Serrasqueiro (2022), sugerem que as empresas portuguesas com maiores níveis de endividamento, têm mais amortizações e juros relacionados com o endividamento, diminuindo assim a rendibilidade das empresas.

De acordo com a literatura apresentada acima, coloca-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H3: O endividamento influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.1.4 Despesas Sociais

Uma boa gestão dos recursos humanos é fulcral para o sucesso de uma empresa. Ho e Kuvaas (2020), comprovam que a implementação de práticas de gestão de recursos humanos afeta positivamente o nível de empenho, o grau de satisfação no trabalho e diminui a ansiedade dos colaboradores. Chowdhury e Rana e Azim (2019), demonstram que as empresas mais rentáveis são as que sabem gerir o capital humano de forma mais eficiente e eficaz.

Yee, Yeung e Cheng (2008), mostram que manter os níveis de satisfação dos colaboradores elevados tem um efeito positivo na qualidade do serviço prestado ao cliente, o que posteriormente gera uma rentabilidade positiva para a empresa em termos financeiros.

O pagamento de salários é uma condição necessária para atrair e manter os colaboradores, especialmente os mais talentosos pela sua capacidade de mudar de emprego. Se a empresa não consegue satisfazer as suas expectativas, o mais natural é procurarem um local de emprego que lhe ofereça as condições pretendidas. Portanto, manter estes profissionais mais talentosos através do aumento dos salários é condição necessária para obter um maior desempenho, como mostram Sydler, Haefliger e Pruksa (2014). Também, as empresas que criam sistemas de pagamento de salários e outros benefícios de forma sustentável melhorando o ambiente de trabalho, melhoram o desempenho, segundo Bolton e Werner (2016). Em termos de alocação de capital, Cao e Rees (2020), revelam que o investimento em políticas de melhoria do bem-estar do colaborador presenteia excelente rentabilidade para a empresa, o que é uma oportunidade para evitar o investimento em projetos não rentáveis com VAL negativo. Yu, Nan e Wei (2020), comprovam que os gastos com a melhoria do bem-estar do colaborador promovem a inovação da empresa, sugerindo que esta melhora a produtividade e o desempenho empresarial.

Por outro lado, Gunawan e Amalia (2015) mostram que o aumento dos salários dos colaboradores melhora a qualidade de vida deles e das famílias, mas não aumenta a sua produtividade de forma constante na empresa. Novikov e Kleinova (2018), demonstram que a mão de obra mais barata torna as empresas mais competitivas. Além disso, maiores custos com os colaboradores, diminui no curto prazo a rentabilidade das empresas, Pervan,

Pervan e Ćurak (2019). Qin, Lourie, Nekrasov e Shevlin (2022), expõem que a diminuição dos gastos com pessoal melhora o ROA da empresa. Kim e Jang (2020), mostram que aumentar a compensação dos colaboradores tem um efeito imediato negativo no desempenho da empresa, porque a empresa não muda imediatamente os preços de venda praticados para compensar o aumento das despesas sociais.

De acordo com a literatura, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H4: As despesas sociais influenciam o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.1.5 Ativos Intangíveis

Os ativos intangíveis têm uma influência positiva e significativa na rendibilidade do ativo e na rendibilidade dos capitais próprios, segundo Bhatia e Aggarwal (2018), Haji e Ghazali (2018) e Mohammed e Ani (2020). O investimento em marcas, patentes, conhecimento, franchises e licenças desempenha um papel crucial na criação de vantagens competitivas para as empresas e na sua capacidade de resiliência ao longo do tempo.

Investimento em melhores ativos intangíveis promove mais vantagens competitivas em relação aos seus rivais setoriais (Iriyanto, Suharnomo, Hidayat, e Anas, 2021). No mesmo sentido, Ramirez e Hachiya (2012), sugere, que os investidores valorizam as despesas de pesquisa e desenvolvimento, uma vez que estas podem produzir no futuro vantagens competitivas para a empresa. Ocak e Findik (2019), concluem que os ativos intangíveis têm um impacto positivo no crescimento sustentável e no valor da empresa, sugerindo que o investimento nestes ativos vai aumentar o sucesso da empresa. Para empresas portuguesas do setor energético, Neves, Baptista, Dias e Lisboa (2021), mostram que o investimento em ativos intangíveis melhora a rendibilidade na ótica do gestor (ROA e margem do EBITDA), sugerindo que este investimento é feito para ganhar uma vantagem operacional competitiva em relação às empresas do mesmo setor.

Nas pequenas e médias empresas, a responsabilidade dos ativos intangíveis no desempenho empresarial é acrescida (Seo e Kim, 2020). A alocação do dinheiro a capital humano, publicidade e pesquisa & desenvolvimento nas PME pode potenciar rendibilidade acima da média (Bagna e Ramusino e Denicolai, 2021).

Por outro lado, Nguyen-Anh, Hoang-Duc, Nguyen-Thi-Thuy, Vu-Tien, Nguyen-Dinh e To-The (2022), encontraram uma relação negativa significativa entre os ativos intangíveis e o desempenho empresarial, provavelmente porque o custo benefício de aquisição destes ativos não é compensador em termos de métricas de desempenho.

Por seu lado, Ramirez e Hachiya (2012), perceberam que os ativos intangíveis não são fatores que façam a diferença de valor entre empresas de vários setores. Igualmente, De Luca, Maia, Da Costa Cardoso, De Vasconcelos e Da Cunha (2014), não encontraram uma influência significativa entre o investimento em ativos intangíveis e o desempenho empresarial.

De acordo com a literatura, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H5: Os ativos intangíveis influenciam o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.2 Características de Corporate Governance

1.2.1 Insider Ownership

Desde Berle e Means (1933), que mostraram a importância da separação entre propriedade e o controlo das empresas (interesses entre acionistas versus gestores), que vários estudos relacionam a propriedade da empresa com o seu desempenho. Jensen e Meckling (1976), sugerem que os gestores que têm uma grande percentagem na estrutura de propriedade da empresa são mais cautelosos nas suas escolhas e evitam projetos que não acrescentam valor, o que leva a uma redução dos custos de agências e a um alinhamento dos objetivos entre acionistas e gestores. A propriedade da gestão ajuda aos gestores a concentrar os seus objetivos em estratégias de longo prazo, em detrimento dos lucros de curto prazo, Gedajlovic e Shapiro (2002).

Inversamente, Fama e Jensen (1983), assinalam que gestores que são ao mesmo tempo acionistas podem adicionar custos para as empresas. Estes custos aparecem quando um gestor/acionista toma decisões erradas para a empresa, e como detêm uma posição enraizada e estabelecida na empresa é muito mais difícil de o retirar sem que a empresa sofra consequências negativas. Assim, se por um lado um gestor que detenha propriedade

da empresa pode alinhar os seus interesses com os dos demais acionistas tomando decisões que criem valor para a empresa (Cheung e Wei, 2006; Din, Khan, Khan e Khan, 2021), por outro lado essa propriedade pode aumentar o uso discricionário de bens à sua disposição, aumentando a assimetria de informação e reduzindo valor à empresa através do denominado “entrenchement Effect” (Agrawal e Mandelker, 1990 e Morck, Shleifer e Vishny, 1998).

Autores que encontraram relação positiva entre insider/managerial ownership e performance com base na premissa de que o gestor passa a ter parte do seu património ligado ao sucesso da empresa o que representa um alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores, são entre outros, Kaserer e Moldenhauer (2008); Mertzanis, Basuony e Mohamed (2019); Zandi, Singh, Mohamad e Ehsanullah (2020); Sudiyatno, Puspitasari, Suwarti e Asyif (2020) e Din, Khan, Khan e Khan (2021).

Num ponto de vista diferente, Mugobo, Mutize e Aspelting (2016) demonstram que a relação entre insider ownership e desempenho empresarial é significativa e negativa. Buck, Filatotchev, Demina e Wright (2003), comprovam que insider ownership não promove estratégias de cortes de custos em matéria de recursos humanos, o que na sua essência ajuda a melhorar o desempenho empresarial. Para as empresas com gestores com percentagens relevantes no capital da empresa (20%-50%), Shan (2019) constata que o desempenho empresarial diminui.

Demsetz e Villalonga (2001), Cheung e Wei (2006) e Jones e Klinedinst (2012), não conseguiram obter uma relação significativa entre managerial ownership e o desempenho empresarial.

De acordo com a literatura apresentada acima, coloca-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H6: A propriedade da gestão (insider ownership) influencia no desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.2.2 Dimensão do Conselho de Administração

O conselho de administração tem a importante função de aconselhar e supervisionar o trabalho dos gestores na empresa (Raheja, 2005).

Faccio (2006), Kyereboah-Coleman e Biekpe (2007), Romano e Romano (2014) e Kalsie e Shrivastav (2016), concluem que os conselhos de administração maiores têm um efeito positivo e significativo no desempenho empresarial. Empresas com grandes boards apresentam uma boa rendibilidade para os acionistas, uma vez que conseguem agregar um maior número de capital humano e social, o que oferece à empresa diversidade de conhecimento, capacidades e experiências, favorecendo o processo de decisão (Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez, 2020). Cheng (2008), chega à conclusão que conselhos de administração maiores têm de chegar a maiores compromissos entre as várias partes para alcançar uma decisão, o que por defeito, torna as decisões mais equilibradas, originando um desempenho mais constante. Também, Bennedsen, Kongsted e Nielsen (2008) verificam que a dimensão dos conselhos de administração (boards) têm uma relação positiva e significativa com o desempenho empresarial.

Em sentido contrário, Jensen (1993) conclui que conselhos de administração com maior número de membros têm maior dificuldade a preparar as reuniões, a chegar a um consenso e a tomar as melhores decisões, prejudicando assim o desempenho empresarial. Do mesmo modo, Dwivedi e Jain (2005), Garg (2007), O'Connell e Cramer (2010), Fernández (2015), comprovam que aumentar o número de elementos do board influencia negativamente o desempenho empresarial, dado ser mais difícil alcançar decisões consensuais. Por exemplo, Garg (2007), sugere que o número ótimo de uma board são 6 elementos.

De acordo com a literatura apresentada acima, a seguinte hipótese é colocada (sem sinal pré-definido):

H7: A dimensão do Conselho de Administração influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.2.3 Concentração de Propriedade

As conclusões de estudos anteriores sobre a relação entre concentração de propriedade e desempenho das empresas são mistas e inconclusivas (Setia-Atmaia, 2009). Por exemplo, Xu e Wang (1999) concluíram que a propriedade mais concentrada está positivamente relacionada ao desempenho, enquanto Hu, Tam e Tan (2010) e Shan e McIver (2011) relatam uma relação negativa.

No estudo clássico de Jensen e Meckling (1976), os autores mostram que uma maior concentração de propriedade garante um maior ROE, visto que, os acionistas que têm uma maior percentagem no capital da empresa conseguem exercer maior poder de controlo sobre eventuais ações de abuso de poder dos gestores, de modo a alinhar os seus interesses com os deles (designado *Monitoring Effect*). Deste modo, Kapopoulos e Lazaretou (2007), Javid e Iqbal (2008), Abbas, Naqvi e Mirza (2013), Gaur, Bathula e Singh (2015), Iwasaki e Mizobata (2020), Shahrier, Ho e Gaur (2020) e Nashier e Gupta (2020), sugerem que uma maior concentração da propriedade da empresa reduz os custos de agência, porque os acionistas supervisionam a gestão, e desta forma estes estão mais pressionados para obter melhores resultados empresariais.

Por outro lado, a estrutura de propriedade que para Demsetz e Lehn (1985) confere um maior valor para empresa é a de capital disperso. Lauterbach e Vaninsky (1999), mostram que as empresas familiares, onde existe uma grande concentração de capital, são menos eficientes nas atividades operacionais. Earle, Kucsera e Telegdy (2005), sugerem que vários acionistas com grande percentagem de controlo no capital, com visões e objetivos diferentes em relação ao futuro da empresa, têm o potencial de criar custos superiores aos benefícios derivados desta estrutura de propriedade. Também, Hu, Tam e Tan (2010), Hamadi (2010) e Altaf e Shah (2018), afirmam que empresas com menor concentração de propriedade obtêm melhor desempenho empresarial.

Assim, se por um lado maior concentração de propriedade implica um maior efeito de monitorização da gestão e por isso melhores níveis de desempenho pela menor possibilidade no uso discricionário dos bens da empresa em nome individual. Por outro lado, uma maior concentração de propriedade pode conduzir a uma maior informação assimétrica levando a comportamentos oportunistas por parte dos grandes acionistas (Neves, Santos, Proença e Pinho, 2022).

De acordo com a literatura, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H8: A concentração de propriedade influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.3 Características Macroeconómicas

1.3.1 Índice de Confiança do Consumidor

Perante setores em que os comportamentos dos consumidores e a informação sobre os mesmos são cruciais para o sucesso empresarial, o índice de confiança dos consumidores é um indicador que agrega um conjunto de dados complementar à tomada de decisões dos gestores. Qiu e Welch (2006), sugerem que o índice de confiança do consumidor é um indicador do sentimento do investidor.

Para Yost, Ridderstaat e Kizildag (2020), o índice de confiança do consumidor tem influência na rentabilidade de curto prazo. Em Portugal, Ramalho, Caleiro e Dionfsio (2011), mostraram que a confiança do consumidor é fundamental para explicar as alterações os desempenhos económicos, nomeadamente de curto prazo com variáveis de desempenho contabilísticas. Chen (2015), sugere que o índice de confiança do consumidor influencia os retornos das ações através das variações das vendas e do risco dos fluxos de caixa das empresas. A confiança do consumidor ajuda a prever os retornos das ações, como sugerem Lemmon e Portniaguina (2006).

Zhang, Zhang, Shen e Zhang (2017) e Vieira, Neves e Dias (2019), mostraram que o sentimento do investidor está positivamente relacionado com o retorno das ações, medida de desempenho a valores de mercado.

Por outro lado, Fernandes, Goncalves e Vieira (2013), corroboraram uma relação negativa entre o sentimento do investidor e o retorno das ações portuguesas para um horizonte de previsão de 1 a 12 meses.

Com base nestes resultados mistos, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H9: O índice de confiança do consumidor influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

1.3.2 Produto Interno Bruto

Atualmente, as empresas para atingirem os seus objetivos de longo prazo de forma sustentável não podem apenas considerar as características intrínsecas da mesma, mas também para as macroeconómicas em que estão inseridas, Vieira, Neves e Dias (2019). Matar, Al-Rdaydeh, Alshannag e Odeh (2018), afirmam que o PIB é um indicador da situação económica e financeira, por analisar a economia como um todo. A precisão das previsões do PIB de um país está profundamente associada ao desempenho e produtividade das empresas (Tanaka, Bloom, David e Koga, 2020).

Pervan, Pervan e Ćurak (2019), concluem que boas condições económicas aumentam a procura de bens e serviços, o que contribui para a crescimento das vendas das empresas, e por esse motivo, melhoram o desempenho empresarial. Pattitoni, Petracci e Spisni (2014), Wasiuzzaman (2015), Matar, Al-Rdaydeh, Alshannag e Odeh (2018) e Dewi, Soei e Surjoko (2019), sugerem que existe uma relação linear positiva entre a variação do PIB e o desempenho empresarial. Quando o produto de interno bruto aumenta, os agentes económicas podem usufruir de maiores rendimentos, o que na sua medida aumenta da procura de produtos e serviços, portanto melhora as vendas das empresas (Soukhakian e Khodakarami, 2019).

Em oposição, Issah e Antwi (2017) e Dalci (2018), encontraram uma relação negativa entre a rendibilidade do ativo e o PIB provavelmente devido a uma competitividade demasiado agressiva entre empresas que conduz no curto prazo a uma diminuição das margens (Vieira, Neves e Dias, 2019).

Doan (2020), não encontrou uma relação estatisticamente significativa entre o PIB e o desempenho empresarial.

De acordo com a literatura, apresenta-se a seguinte hipótese (sem sinal pré-definido):

H10: A variação do Produto Interno Bruto de Portugal influencia o desempenho das empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros.

2 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Neste capítulo é apresentada a metodologia de investigação, nomeadamente a amostra, o horizonte temporal, as variáveis e os modelos subjacentes ao modelo estimado.

2.1 Amostra e Horizonte Temporal

A amostra que serve de base a esta investigação é composta por 2 304 empresas com sede no território continental português do setor de comercialização de automóvel ligeiros, compreendidas no CAE 45 110 (Classificação das atividades económicas em Portugal). Os dados para as variáveis em estudo relacionadas com as características específicas das empresas e de governance foram retiradas da Base de dados Ibérica, SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), base de dados do Bureau Van Dijk. As características macroeconómicas, PIB e índice de confiança do consumidor, foram obtidas, respetivamente do site do Banco Mundial (<https://www.worldbank.org/en/home>) e do site do Banco de Portugal (<https://www.bportugal.pt/>). A base de dados compreende um horizonte temporal de 7 anos, entre 2015 e 2021.

Da amostra inicial constituída por 3 444 empresas foram eliminadas as empresas que não apresentavam dados estatisticamente relevantes ao longo do horizonte temporal, isto é, empresas que apresentavam valores nulos ou que não apresentavam valores para as variáveis – em quatro anos consecutivos no período da amostra (condição necessária ao cumprimento da ausência de correlação de segunda ordem proposta por Arellano e Bond, 1991 na estimação de modelos dinâmicos em painel). Deste modo, a amostra final compreende 2 304 empresas.

Para testar as hipóteses colocadas, recorreu-se à metodologia de Modelos Dinâmicos com Dados em Painel para uma análise da evolução temporal do desempenho empresarial. A análise foi realizada na plataforma de software estatístico Stata 16.

2.2 Variáveis

2.2.1 Variáveis dependentes

Com a finalidade de medir o desempenho das empresas portuguesas do setor da comercialização automóvel ligeiros foram usadas as variáveis descritas na tabela 1.

O ROA é um rácio que mede a eficiência dos ativos da empresa em gerar lucros (rácio da esfera do gestor). Quanto maior o rácio, mais produtiva e eficiente é a equipa de gestão a gerir os ativos da empresa.

A margem do EBITDA é o rácio que mede a eficiência da empresa em gerar resultados antes de depreciações, amortizações, impostos e atividades relacionadas com financiamento (rácio da esfera atividade económica da empresa). Por outras palavras, traduz a capacidade de gerar dinheiro/cash em relação às receitas, sem contar com as atividades de investimento e de financiamento.

O ROE é o rácio que mede a capacidade da empresa em gerar lucros para os seus acionistas (rácio da esfera dos acionistas). A medida é especialmente importante para os acionistas, devido ao facto de estes perceberem o quanto estão a receber em relação ao seu capital investido na empresa.

Tabela 1- Variáveis dependentes

Variáveis dependentes	Abreviaturas	Proxy	Autores
Rendibilidade do Ativo Total	ROA	$\frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Ativo}}$	Pantea, Gligor e Anis (2014), Pattitoni, Petracci e Spisni (2014), (2013), Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021), Seelanatha (2011) e Al-Jafari e Samman (2015)
Margem do EBITDA	M_EBITDA	$\frac{\text{Resultado antes depreciação, amortização, gastos financeiros e impostos}}{\text{Vendas}}$	Kuncová, Hedija e Fiala (2016) e Becker-Blease, Kaen, Etebari e Baumann (2017)
Rendibilidade do Capital Próprio	ROE	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$	Pantea, Gligor e Anis (2014) e Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021)

2.2.2 Variáveis Independentes

Tabela 2- Variáveis Independentes

Variáveis independentes	Abreviaturas	Proxy	Autores
Características específicas da empresa			
Liquidez Geral	LG	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	Pervan, Pervan e Ćurak (2019), Goddard et al. (2005), Durrah, Rahman, Jamil e Ghafeer (2016), Demirgüneş (2016), Ali, Hussin e Ghani (2019), Goel, Chadha e Sharma (2015), Farhan, Alhomidi, Almaqtari e Tabash (2019), Susilo, Wahyudi e Pangestuti (2020), Kusuma e Bachtiar (2018), Adams e Buckle (2003), Neves, Baptista, Dias e Lisboa (2021) e Rehman e Suleman (2013)
Dimensão da Empresa	SIZE	$\ln(\text{Total do Ativo})$	Pantea, Gligor e Anis (2014), Yang e Chen (2009), Yazdanfar (2013), Al-Jafari e Samman (2015), Husna e Satria (2019), Pervan e Višić (2012), Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021), Ko, Lee e Anandarajan (2019), Budisaptorini, Chandrarin e Asih, (2019), Seelanatha (2011), Proença e Neves (2022) e Neves, Baptista, Dias e Lisboa (2021)
Endividamento	END	$\frac{\text{Capital Alheio}}{\text{Total do Ativo}}$	Kraus e Litzberger (1973), Dalci (2018), Enekwe, Agu e Nnagbogu (2014), Jensen e Meckling (1976), Guo, Legesse, Tang e Wu (2021), Proença e Neves (2022), Myers e Majluf, (1984), Öhman e Yazdanfar (2017), González (2013), Zeitun e Saleh (2015), Al-Jafari e Samman (2015), Susilo, Wahyudi e Pangestuti, (2020), Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021), Papadimitri, Pasiouras e Tasiou (2021), Mursalim, Mallisa e Kusuma (2017) e Gharsalli (2019), Neves, Vieira e Serrasqueiro (2022),
Despesas Sociais	SE	$\ln(\text{Gastos com pessoal} + \text{Benefícios pós emprego} + \text{Responsabilidade pós emprego})$	Ho e Kuvaas (2020), Chowdhury e Rana e Azim (2019), Yee, Yeung e Cheng (2008), Sydler, Haefliger e Pruksa (2014), Bolton e Werner (2016), Cao e Rees (2020), Yu, Nan e Wei (2020), Gunawan e Amalia (2015), Novikov e Kleinova (2018), Pervan, Pervan e Ćurak (2019), Qin, Lourie, Nekrasov e Shevlin (2022) e Kim e Jang (2020),

Ativos Intangíveis	AI	<i>Ln(Total do Ativo Intangível)</i>	Bhatia e Aggarwal (2018), Haji e Ghazali (2018), Mohammed e Ani (2020), Iriyanto, Suharnomo, Hidayat, e Anas, (2021), Ramirez e Hachiya (2012), Ocak e Findik (2019), Neves, Baptista, Dias e Lisboa (2021), Seo e Kim, (2020), Bagna e Ramusino e Denicolai (2021), Nguyen-Anh, Hoang-Duc, Nguyen-Thi-Thuy, Vu-Tien, Nguyen-Dinh e To-The (2022), Ramirez e Hachiya (2012) e De Luca, Maia, Da Costa Cardoso, De Vasconcelos e Da Cunha (2014)
--------------------	----	--------------------------------------	---

Características de Corporate Governance

Insider Ownership	INS	%Propriedade do gestor	Berle e Means (1933), Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983), Cheung e Wei, 2006, Morck et al. (1988), Agrawal e Mandelker, (1990), Kaserer e Moldenhauer (2008) Mertzanis, Basuony e Mohamed (2019), Zandi, Singh, Mohamad e Ehsanullah (2020), Sudiyatno, Puspitasari, Suwarti e Asyif (2020) e Din, Khan, Khan e Khan (2021), Gedajlovic e Shapiro (2002), Mugobo, Mutize e Aspelung (2016), Buck, Filatotchev, Demina e Wright (2003), Shan (2019), Demsetz e Villalonga (2001), Cheung e Wei (2006) e Jones e Klinedinst (2012),
Dimensão do CA	BOARDS	<i>Número de elementos do CA</i>	Raheja, (2005), Faccio (2006), Kyereboah-Coleman e Biekpe (2007), Romano e Romano (2014) e Kalsie e Shrivastav (2016), Pucheta-Martínez e Gallego-Álvarez, (2020), Cheng (2008), Bennedsen, Kongsted e Nielsen (2008), Jensen (1993), Dwivedi e Jain (2005), Garg (2007), O’Connell e Cramer (2010), Fernández (2015), Garg (2007),
Concentração de propriedade	OW	%Propriedade dos 3 maiores acionistas	Setia-Atmaia, (2009), Xu e Wang (1999), Hu et al. (2010) e Shan e McIver (2011), , Jensen e Meckling (1976), Kapopoulos e Lazaretou (2007), Javid e Iqbal (2008), Abbas, Naqvi e Mirza (2013), Gaur, Bathula e Singh (2015), Iwasaki e Mizobata (2020), Shahrier, Ho e Gaur (2020) e Nashier e Gupta (2020), Demsetz e Lehn (1985), Lauterbach e Vaninsky (1999), Earle, Kucsera e Telegdy (2005), Hu, Tam e Tan (2010), Hamadi (2010) e Altaf e Shah (2018) e Neves, Santos, Proença e Pinho, (2022)

Características macroeconómicas			
Índice de confiança do consumidor	CONF	<i>Banco de Portugal (2015 até 2021)</i>	Qiu e Welch (2006), Yost, Ridderstaat e Kizildag (2020), Ramalho, Caleiro e Dionfsio (2011), Chen (2015), Lemmon e Portniaguina (2006), Zhang, Zhang, Shen e Zhang (2017) e Vieira, Neves e Dias (2019), Fernandes, Goncalves e Vieira (2013),
Produto Interno Bruto	VAR_PIB	<i>Banco Mundial (2015 até 2021)</i>	Vieira, Neves e Dias (2019), Matar, Al-Rdaydeh, Alshannag e Odeh (2018), Tanaka, Bloom, David e Koga, (2020), Pervan, Pervan e Ćurak (2019), Pattitoni, Petracci e Spisni (2014), Wasiuzzaman (2015), Dewi, Soei e Surjoko (2019), Soukhakian e Khodakarami, (2019), Issah e Antwi (2017), Dalci (2018), Vieira, Neves e Dias, (2019) e Doan (2020)

2.3 Método de Estimação

Para testar as hipóteses colocadas no capítulo anterior recorreu-se à metodologia de dados em painel, que permite “resolver dois problemas fundamentais em amostras como a que aqui foi considerada: controlar a heterogeneidade não observável que, pela natureza dos dados, pode enviesar os resultados, e corrigir a endogeneidade uma vez que as medidas de desempenho adotadas podem ser elas próprias determinantes de outras variáveis explicativas”, Neves (2018). As vantagens da utilização dos dados em painel são numerosas: agregar uma maior quantidade de informação; permitir trabalhar com mais graus de liberdade, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis.

Sendo as relações económicas de natureza dinâmica recorreu-se a um modelo dinâmico de ajustamento, mais especificamente ao modelo Generalized Method of Moments (GMM), método de estimação proposto por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

2.4 Testes

Teste de Sargan

O teste de Sargan, criado por Sargan (1958), testa a validade dos instrumentos, isto é, verifica se os instrumentos são isentos dos resíduos estimados.

Deste modo, a hipótese nula que visa testar a validade exógena dos instrumentos é a seguinte:

H0: Os instrumentos são válidos.

Se o p-value for superior a 5% os instrumentos são válidos, permitindo validar a hipótese nula e, portanto, o modelo é válido.

Teste de Wald

O teste de Wald verifica se os coeficientes do modelo são diferentes de zero. O teste analisa todos os coeficientes do modelo estimado quanto à sua significância ser nula.

Assim, a hipótese nula que testa o modelo é:

H0: Os coeficientes do modelo são conjuntamente diferentes de zero.

Se o nível de significância do teste de Wald feito ao modelo for menor que 5%, estamos diante um modelo com grande poder explicativo.

Teste de Arellano-Bond

O teste de Arellano-Bond foi inicialmente proposto por Arellano e Bond (1991). O objetivo primordial deste teste é solucionar os problemas de endogeneidade, pelo meio de testes de auto correlação nos resíduos de primeira e segunda ordem, respetivamente como AR (1) e AR (2) (Arellano e Bond, 1991).

Portanto, a hipótese nula latente a este teste é:

H0: Ausência de auto correlação entre resíduos do ano e do ano anterior.

No caso de AR (2) apresentar um p-value maior que 5%, estamos diante um modelo consiste e capaz de especificar as variáveis utilizadas, que não contém problemas de heterocedasticidade ou auto correlação.

2.5 Modelos Empíricos

A descrição genérica do modelo de estimação é a seguinte:

$$Y_{it} = \beta_0 Y_{it-1} + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \beta_k X_{itk} + \varepsilon_{it} + v_i$$

Onde $i=1, \dots, 2\,304$ representa as várias empresas analisadas e $t=1, \dots, t$ representa o período de sete anos, entre 2015 e 2021 em que foram analisados os resultados. No caso geral, $N \times T$ representa o número total de observações, neste caso $(2\,304 \times 7)$ 16 128 observações; Y_{it} é a variável independente; X_{it} é a k variáveis independentes; $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ são os coeficientes das variáveis independentes, o termo de erro é composto por um elemento aleatório ε_{it} e o efeito individual (v_i).

Mais especificamente, temos:

Modelo 1

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \beta_0 ROA_{it-1} + \beta_1 LG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 SE_{it} + \beta_5 AI_{it} + \beta_6 INS_{it} \\ & + \beta_7 Boards_{it} + \beta_8 OW_{it} + \beta_9 CONF_{it} + \beta_{10} VAR_PIB_{it} + \mu_{it} \\ & + v_i \dots (1) \end{aligned}$$

Modelo 2

$$\begin{aligned} M_EBITDA_{it} = & \beta_0 M_EBITDA_{it-1} + \beta_1 LG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 SE_{it} \\ & + \beta_5 AI_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 Boards_{it} + \beta_8 OW_{it} + \beta_9 CONF_{it} \\ & + \beta_{10} VAR_PIB_{it} + \mu_{it} + v_i \dots (3) \end{aligned}$$

Modelo 3

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \beta_0 ROE_{it-1} + \beta_1 LG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 SE_{it} + \beta_5 AI_{it} + \beta_6 INS_{it} \\ & + \beta_7 Boards_{it} + \beta_8 OW_{it} + \beta_9 CONF_{it} + \beta_{10} VAR_PIB_{it} + \mu_{it} \\ & + v_i \dots (1) \end{aligned}$$

Em que o, ROA, M_EBITDA e ROE são as variáveis dependentes que refletem o a rendibilidade do ativo, a Margem do EBITDA e a rendibilidade do capital próprio, respetivamente. Em relação às variáveis independentes, apresentam-se a Liquidez Geral (LG), a Dimensão da Empresa (SIZE), o Endividamento (END), as Despesas Sociais (SE), os Ativos Intangíveis (AI), Insider Ownership (INS), a dimensão do CA (Boards), a Concentração de Propriedade (OW), o Índice de Confiança do Consumidor (CONF) e a Variação do PIB de Portugal (VAR_PIB).

3 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

3.1 Estatística descritiva

Estatística descritiva

Nesta tabela 3 descrevem-se as estatísticas descritivas das variáveis para as 2 304 empresas portuguesas de comercialização de automóveis ligeiros no período de 2015 e 2021.

Tabela 3- Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
ROA	-0,7426	18,4739	-165,695	67,499
ROE	17,457	60,3252	-270,263	425,733
M_EBITDA	1,3132	1,1801	-3,9633	5,5197
LG	5,1282	13,5375	0,007	149,96
END	81,5667	44,6612	0,539	330,752
SIZE	6,8816	2,2131	-6,9078	13,3108
SE	4,6881	2,2806	-8,3774	9,5118
AI	0,7646	2,3868	-5,0995	7,7329
INS	0,4681	0,4993	0	1
Boards	1,3404	0,9761	0	4,2485
OW	1,2581	35,2671	0	1000
CONF	-11,9897	7,5338	-27	-3,6
VAR_PIB	0,0083	0,101	-0,2139	0,1075

Notas: A definição das variáveis é a descrita nas tabelas 1 e 2.

Conforme os resultados apresentados na tabela 3, em termos médios, as variáveis registam valores positivos, à exceção das variáveis ROA e CONF. A rentabilidade dos ativos das empresas do setor de comercialização de automóveis ligeiros em Portugal entre 2015 até 2021 foi negativa (-0,7426%) assim como o índice de confiança do consumidor (-11,9897).

O ROE apresenta um valor positivo expressivo de 17,457%, ou seja, por cada 100 euros investidos pelos acionistas, estes lucraram 17,46 euros, talvez pelo aproveitamento fiscal dos níveis de endividamento. No que respeita, à variável dependente M_EBITDA a tabela evidência uma margem operacional média para o setor de 1,31%, o que significa que existe uma diferença entre custos operacionais e vendas muito limitada, isto é, possibilidade de as empresas entrarem em prejuízo é grande. Este valor pode ainda ser muito mais pequeno ou mesmo negativo devido a este indicador não incluir gastos financeiros, visto que o setor é altamente endividado.

Quanto ao desvio-padrão, as variáveis que apresentam maior grau de dispersão são o ROE e END, 60,33% e 44,66%, respetivamente, o que mostra que a rentabilidade financeira depende em larga medida das fontes de financiamento usadas.

3.2 Resultados

Nesta secção são apresentados os resultados dos modelos 1, 2 e 3 usando o método de estimação GMM system.

Tabela 4- Resultados de estimação do Modelo 1 – ROA como variável dependente

Variáveis	Coefficiente	Desvio-Padrão	Z	Valor-p	
ROA(L1)	0,1578	0,0372	4,25	0,000	***
LG	-0,1661	0,0655	-2,54	0,011	**
END	-0,3158	0,4807	-6,54	0,000	***
SIZE	2,3937	1,2625	1,90	0,058	*
SE	-0,4178	0,9520	-0,44	0,661	
AI	-0,1311	0,4780	-0,27	0,784	
INS	8,5730	11,3882	0,75	0,452	
Boards	-10,4230	6,6602	-1,56	0,118	
OW	379,8231	141,5885	2,68	0,007	***
CONF	0,1018	0,0377	2,70	0,007	***
VARPIB	11,2555	3,2920	3,42	0,001	***

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. De salientar que: i) *, **, e *** indicam níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5%, o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal N(0,1) e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal N(0,1) e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de auto correlação de segunda ordem; vi) A variável OwnConc foi incluída no modelo todavia foi retirada por colinearidade exata.

De acordo com a leitura da tabela 4, verifica-se que o indicador ROA do ano anterior afeta positivamente o do ano corrente ($p < 0,1$). Este resultado sugere que o compromisso de longo prazo de políticas e estratégias empresariais pelos gestores têm um efeito positivo no desempenho das empresas de comércio automóvel ligeiros que pretendem manter a sua imagem no mercado e talvez receber compensações pelo seu desempenho (Neves et al., 2022).

Relativamente às características específicas da empresa, a liquidez geral influencia significativamente a rendibilidade do ativo total ($p < 0,1$), permitindo corroborar a hipótese 1. A influência negativa vai ao encontro dos resultados de Rehman e Suleman (2013) e Kusuma e Bachtiar (2018), que demonstram que em empresas de comércio de automóveis ligeiros, os níveis de inventário são uma parte significativa do ativo corrente e que tal poderá traduzir-se num problema de gestão do equilíbrio financeiro destas empresas conduzindo a menor desempenho. Também, conseguimos validar a hipótese 2, ($p < 0,1$), já que a dimensão da empresa afeta o ROA, portanto, grandes empresas conseguem aumentar o seu poder no mercado, criando economias de escala que potenciam um melhor desempenho empresarial (Pervan e Višić, 2012). Por fim, o endividamento, também, apresenta uma relação significativa com o ROA, permitindo comprovar a hipótese 3, ($p < 0,1$). A relação negativa é sustentada por Gharsalli (2019), que sugere que maiores rácios de endividamento aumentam a probabilidade de falência das empresas hipotecando o seu desempenho pelos outflows associados. Igualmente, González (2013), mostra que as empresas mais endividadas sofrem uma diminuição nos seus resultados operacionais, derivados dos maiores custos financeiros.

No que respeita às características de corporate governance, nenhuma das variáveis independentes apresentou resultados estatisticamente relevantes ($p > 0,1$) para explicar o ROA das empresas portuguesas de comércio de automóveis ligeiros, exceto a concentração de propriedade que apresenta resultados estatisticamente capazes de explicar a rendibilidade do ativo destas empresas. Talvez pela própria natureza do setor, constituído maioritariamente por pequenas e médias empresas onde as recomendações e práticas de governance são ainda limitadas.

Com uma estrutura de propriedade mais concentrada, os custos de agência são menores dado o efeito de supervisão que os proprietários exercem sobre a gestão, que fica limitada nas eventuais ações em seu próprio benefício. Esta conclusão vai ao encontro dos resultados de Shahrier, Ho e Gaur (2020) e Nashier e Gupta (2022), dado que os gestores estão mais pressionados a obter melhores resultados empresariais. Desta forma valida-se a hipótese 8.

Em relação às características macroeconómicas de Portugal, o índice de confiança do consumidor apresenta uma relação positiva com o ROA ($p < 0,1$), suportando a ideia de que o sentimento positivo dos investidores e o conseqüente aumento do nível de confiança dos consumidores é essencial para as empresas portuguesas de comércio de automóveis

ligeiros atingirem um bom desempenho empresarial. Podemos assim a corroborar a hipótese 9. No que respeita à variação do PIB de Portugal, esta também registou uma relação significativamente positiva com o ROA ($p < 0,1$), concluindo que boas condições económicas aumentam a procura de bens e serviços, o que contribui para a crescimento das vendas das empresas, e por esse motivo, conduzem a um melhor desempenho empresarial (Pervan, Pervan e Ćurak, 2019). Logo, podemos corroborar a hipótese 10.

Tabela 5- Resultados de estimação Modelo 2 – **M_EBITDA** como variável dependente

Variáveis	Coefficiente	Desvio-Padrão	Z	Valor-p	
M_EBITDA(L1)	0,0762	0,0815	0,93	0,350	
LG	-0,0228	0,0075	-3,04	0,002	***
END	-0,0090	0,0050	-1,79	0,074	*
SIZE	0,4197	0,1241	3,38	0,001	***
SE	-0,1346	0,0830	-1,62	0,105	
AI	-0,0922	0,0492	-1,87	0,061	*
INS	-2,5484	2,1812	-1,17	0,243	
Boards	0,6025	1,3705	0,44	0,660	
OW	51,4339	8,0278	6,41	0,000	***
CONF	0,0028	0,0032	0,86	0,392	
VARPIB	2,0103	0,6186	3,25	0,001	***

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. . De salientar que: i)*,**, e *** indicam níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5%, o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal $N(0,1)$ e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem; v)) O teste m2 tem distribuição normal $N(0,1)$ e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de auto correlação de segunda ordem; vi) A variável OwnConc foi incluída no modelo todavia foi retirada por colinearidade exata.

A tabela 5 apresenta os resultados do modelo 2 considerando a variável margem do EBITDA como medida de desempenho.

De acordo com os resultados da tabela 5, a margem do EBITDA do ano anterior não tem capacidade para explicar a margem operacional das empresas de comércio de automóveis

ligeiros em Portugal no ano corrente o que pode demonstrar alguma volatilidade do setor que tem sofrido com as sucessivas crises económicas e financeiras do país. Numa ótica restrita da gestão, não há segurança de que melhores margens num ano assegurem o mesmo sucesso em anos posteriores.

No campo das características específicas da empresa, há quatro variáveis independentes com impacto estatisticamente significativo para explicar a margem operacional, que são nomeadamente, liquidez geral, endividamento, dimensão empresarial e os ativos intangíveis. Relativamente à liquidez geral, e tal como acontece quando é usada a ROA como medida de desempenho operacional de interesse global a relação é negativa ($p < 0,1$) o que significa que as empresas de comércio de automóveis ligeiros têm de manter um nível baixo de inventários, para minimizar os custos que são derivados de os manter, e conseqüentemente, gerar margens operacionais maiores, (Rehman e Suleman, 2013 e Kusuma e Bachtiar, 2018). Também segundo Eljellv (2004), existe uma relação negativa entre liquidez e medidas de desempenho empresarial. O autor revela que as empresas que obtêm maiores níveis de liquidez, apresentam rendibilidade reduzida e incorrem em despesas desnecessárias que poderiam ser suprimidas se as empresas utilizassem estratégias de gestão de capital circulante eficazes que conduzissem a maior equilíbrio financeiro. Este resultado permite corroborar a hipótese 1.

Relativamente à dimensão das empresas, os resultados mostram uma relação positiva com a margem do EBITDA o que significa que são as maiores empresas as que conseguem alcançar sinergias que potenciam maiores níveis de desempenho (Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu, 2021). Tal conclusão permite corroborar a hipótese 2.

O endividamento apresenta uma vez mais uma relação negativa com o desempenho, corroborando a hipótese colocada, o que reforça que sendo um setor sobre endividado, mais dívida não implica melhor aproveitamento do efeito de alavanca financeira, até por força dos reduzidos níveis de rendibilidade operacional (Neves, et al., 2022). Também Gharsalli (2019), mostra que as empresas mais endividadas revelam ter mais probabilidade de falência.

Essencialmente, no setor de comércio de automóveis ligeiros é mais vantajoso operar em grande escala para obter margens operacionais superiores, comparativamente a uma escala mais pequena. Por fim, a presença de ativos intangíveis regista um efeito estatisticamente significativo nas margens operacionais das empresas de comércio de

automóveis ligeiros em Portugal, ($p < 0,1$) o que permite comprovar a hipótese 5. Esse efeito é negativo, isto é, as empresas que detenham mais ativos intangíveis apresentam piores margens operacionais quando comparadas com as empresas com menos ativos intangíveis. Nguyen-Anh, Hoang-Duc, Nguyen-Thi-Thuy, Vu-Tien, Nguyen-Dinh e To-The (2022), suportam a mesma relação, sugerindo que o trade-off custo benefício destes ativos não é compensador, neste setor, onde nem o capital intelectual é muito exigente e nem o valor das patentes e das despesas de I&D.

No que respeito às variáveis de corporate governance, uma vez mais apenas a concentração de propriedade é relevante para explicar o desempenho, permitindo validar a hipótese 8. À semelhança do ROA, a concentração de propriedade exerce um efeito positivo no desempenho das empresas de comércio de automóveis ligeiros portuguesas, ou seja, uma maior concentração de acionistas na estrutura de propriedade das empresas permite atingir maiores margens operacionais. Este resultado associado ao obtido quando usada a variável ROA como medida de desempenho, sugere que em termos operacionais, para que a gestão seja eficiente é necessária a supervisão dos proprietários. Talvez seja um setor permeável ao abuso de poder por parte da gestão (Claessens e Djankov, 1999).

No que concerne às características macroeconómicas, a relação positiva entre o PIB e o desempenho reforça que quando a economia está em alta, os agentes económicos podem usufruir de maiores rendimentos, permitindo a compra deste tipo de bens e promovendo o desempenho destas empresas pelo aumento das vendas (Soukhakian e Khodakarami (2019). Esta conclusão permite corroborar a hipótese 10.

Tabela 6- Resultados de estimação Modelo 3 – ROE como variável dependente

Variáveis	Coefficiente	Desvio-Padrão	Z	Valor-p	
ROE(L1)	0,0342	0,0161	2,12	0,034	**
LG	-0,1321	0,2160	-0,75	0,452	
END	-0,5791	0,2160	-2,68	0,007	***
SIZE	9,7516	5,8713	1,66	0,097	*
SE	2,7094	3,8730	0,70	0,484	
AI	-0,0783	2,2327	-0,04	0,972	
INS	-115,6393	119,0909	-0,97	0,332	
Boards	35,0091	79,8842	0,44	0,661	
OW	-43,6375	25,1909	-1,92	0,083	*
CONF	-0,1381	0,1507	-0,82	0,357	*
VARPIB	33,3384	18,3159	1,82	0,069	**

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. De salientar que: i) *, **, e *** indicam níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste mostram os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5%, o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis; iv) O teste m1 tem distribuição normal $N(0,1)$ e testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal $N(0,1)$ e com p-value superior a 5% aceita a hipótese nula de ausência de auto correlação de segunda ordem; vi) A variável OwnConc foi incluída no modelo todavia foi retirada por colinearidade exata.

Da mesma forma que o ROA, também o ROE do ano anterior afeta positivamente o ROE do ano corrente ($p < 0,1$). Significando que os acionistas não prescindem da sua rentabilidade do capital investido de um ano para o outro (Neves, Baptista, Dias e Lisboa, 2021).

Acerca das variáveis independentes, nomeadamente as características específicas das empresas, destacam-se a dimensão da empresa e o endividamento, como as características que são capazes de explicar estatisticamente a rentabilidade do capital próprio das empresas portuguesas de automóveis ligeiros, ($p < 0,1$). Nas empresas de comércio de automóveis ligeiros, as empresas de maior dimensão têm capacidade de reduzir o custo médio de produção ou de venda à medida que a quantidade produzida ou vendida aumenta, o que favorece a rentabilidade dos acionistas. Esta conclusão permite corroborar

a hipótese 2 e ir ao encontro dos resultados de Pantea, Gligor e Anis (2014), Husna e Satria (2019) e Bolarinwa, Akinlo e Onyekwelu (2021).

O endividamento tem relação negativa com ROE, validando a hipótese 3, reforçando o resultado do modelo 1, que um elevado grau de endividamento compromete não apenas o ROA, mas também o ROE provavelmente pela não capacidade de obtenção de efeitos de alavanca financeira positivos dado que o ROA não é capaz de sustentar o custo dos financiamentos (González, 2013 ou Neves et al., 2022).

Relativamente às características de governance, uma vez mais somente a variável independente concentração de propriedade é estatisticamente relevante para explicar o ROE ($p < 0,1$), o que nos permite confirmar a hipótese 8. No entanto, ao contrário dos resultados relativos ao ROA, uma maior concentração das propriedades das empresas comércio de automóveis ligeiros, prejudica os resultados dos acionistas (ROE). Uma maior concentração de propriedade faz com a assimetria de informação aumente potenciando comportamentos oportunistas por parte dos acionistas e expropriando riqueza aos minoritários (Earle, Kucsera e Telegdy, 2005 ou Neves, Santos, Proença e Pinho, 2022).

No que concerne, às características macroeconómicas de Portugal, na ótica do acionista, com interesse no ROE, o sentimento dos investidores, medido pelo índice de confiança do consumidor tem um impacto significativo negativo no ROE ($p < 0,1$), o que valida a hipótese 9. Tal pode significar que esta confiança pode até conduzir a vendas, mas eventualmente a carros ligeiros mais baratos, a que a maioria do consumidor pode aceder neste período.

A variação do Produto Interno Bruto de Portugal apresenta uma influência estatisticamente positiva no ROE ($p < 0,1$), corroborando com a hipótese 10. Matar, Al-Rdaydeh, Alshannag e Odeh (2018) e Dewi, Soei e Surjoko (2019), asseguram a relação positiva entre a variação do PIB e o desempenho empresarial. Os agentes económicos podem usufruir de maiores rendimentos, o que na sua medida aumenta a procura de produtos e serviços, portanto melhora as vendas e os lucros das empresas (Soukhakian e Khodakarami, 2019).

3.3 Análise Geral

Analisando, de uma perspetiva geral os resultados que possibilitam explicar o desempenho das empresas portuguesas de comércio de automóveis ligeiros e atendendo às diversas medidas usadas, é possível, em primeiro lugar, perceber que há diferenças em termos de sinal e significância o que nos permite perceber que os determinantes dos níveis de desempenho destas empresas variam de acordo com a perceção de cada tipo de stakeholder, de acordo com Vieira et al., (2019). Os resultados permitem perceber que a Margem do EBITDA e o ROA são variáveis de gestão que interessam fundamentalmente ao gestor com influência direta nas margens e ao público em geral que entende que para uma empresa ser rentável tem de ser sustentável em termos operacionais; enquanto o ROE é um indicador de interesse do acionista, influenciado não apenas pela gestão, mas também por fatores de natureza financeira e fiscal, etc.

De salientar, logo de seguida, que as variáveis dependentes desfasadas, ROA (L1) e ROE (L1), registam um grau de explicação do desempenho empresarial estatisticamente significativo positivo. Este resultado poderá sugerir que na opinião pública, da sociedade em geral, preocupada com os níveis de rentabilidade económica (ROA) e longevidade das empresas de onde advém a sua sobrevivência, acreditam que para que uma empresa seja sustentável no longo prazo tem que garantir que de um ano para ano estes níveis de desempenho terão que ser assegurados. Também os acionistas pretendem ter os seus níveis de rendimento superados (ROE) ano a ano. Já na ótica estrita do gestor (com influência direta nas decisões que influenciam a Margem EBITDA), que age dia após dia com os recursos que tem e com o potencial que julga ser possível alcançar, não acredita que consegue manter as margens ano após ano, dada a volatilidade dos mercados e das políticas fiscais que podem condicionar o nível de vendas no setor.

No campo das características específicas da empresa que influenciam o desempenho empresarial, as variáveis endividamento e dimensão da empresa tem um impacto significativo, apresentando o mesmo sinal para as três variáveis dependentes.

Uma vez que se trata de um setor muito endividado, mais dívida implicará mais outflows e por isso menos resultados e menos performance, dada a ausência de possibilidade no aproveitamento de efeitos positivos de alavancagem financeira. Relativamente à dimensão, nota-se que são as maiores empresas deste setor, as que conseguem obter

maiores economias de escala que lhe permitem sinergias e ganhos de produtividade, eficiência e performance (Neves, et al., 2022).

No que respeita à liquidez, o sinal negativo com o desempenho operacional poderá estar relacionado com eventuais problemas de desequilíbrio financeiro destas empresas que apresentam elevados níveis de inventários no seu ativo corrente.

Trata-se, ao que parece, de um setor sem grandes preocupações sociais já que a variável em estudo (SE) nunca apresenta significância estatística. Esta conclusão pode ser justificada, logo à partida pela diferença de salários entre funcionários e pela falta de preocupações com I&D e capital intelectual (veja-se o reforço deste resultado com o sinal negativo dos ativos intangíveis na margem do EBITDA)

Em relação às características de governo, apenas a concentração de propriedade registou resultados capazes de explicar o seu impacto no desempenho empresarial, mas apresentando resultados distintos nas várias variáveis dependentes, isto é, um impacto positivo em relação à rendibilidade do ativo e à margem operacional e um impacto negativo para com a rendibilidade do capital próprio.

Mais uma vez se denota que há diferenças assinaláveis na explicação do desempenho operacional e financeiro das empresas. Em termos económicos ou operacionais, os resultados sugerem que há necessidade de uma atuação próxima do proprietário nas ações do gestor para que este alinhe os seus interesses com os seus. Dá a sensação que se trata de um setor onde o uso abusivo dos bens à disposição do gestor pode ser um problema e que por isso mesmo o proprietário tem que supervisionar todas as ações do gestor no sentido de aumento de valor da empresa. No entanto, resultado diferente e interessante, é aquele que mostra uma relação inversa com o ROE querendo dizer que quando há excesso de concentração de propriedade nas mãos de poucos acionistas, tal poderá conduzir a um aumento da assimetria de informação e ao uso de comportamentos abusivos dos maioritários relativamente aos minoritários. A ausência de significância nas demais variáveis de governance pode estar associada ao facto de serem quase exclusivamente PME's não cotadas e por isso sem "compromissos" de práticas e recomendações do código de governo das sociedades.

Finalmente, no que respeita ao ambiente macroeconómico, a variação positiva do PIB nos níveis de desempenho espelha bem a natureza deste setor muito dependente do poder de

compra dos consumidores. Só compram quando a economia está em alta de forma sucessiva possibilitando competitividade salutar entre empresas permitindo melhores condições de vida.

4 CONCLUSÃO

A presente dissertação teve como objetivo analisar os determinantes do desempenho das empresas portuguesas de comércio de automóveis ligeiros, considerando três tipos de variáveis, de acordo com diferentes características; específicas da empresa; de corporate governance e macroeconómicas.

Para alcançar o objetivo proposto foram analisadas 2 304 empresas com sede no território continental português do setor de comercialização de automóvel ligeiros, no período de 2015 a 2021.

A metodologia usada para validar as hipóteses formuladas foi o modelo de dados em painel, especificamente o método de estimação GMM system (*Generalized Method of Moments*), desenvolvido por Arellano e Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

A análise dos resultados obtidos permite concluir que os três tipos de variáveis consideradas são relevantes na explicação do desempenho empresarial, pese embora, existam diferenças de sinal e de significância dependendo da medida de desempenho usada, o que nos permite afirmar que os determinantes do desempenho dependem em larga medida da perceção dos diferentes stakeholders.

No que respeita às características específicas das empresas, o sinal negativo da liquidez com ambas as medidas de desempenho operacional, pode querer sugerir que se trata de setor com problemas de gestão do equilíbrio financeiro o que também não é surpreendente dado os tradicionais elevados níveis de inventários nos ativos correntes destas empresas. Os níveis elevados de endividamento do setor pressupõem uma relação negativa com o desempenho independentemente da variável/ótica de medida. Para além disto, são as maiores empresas as que têm condições de aproveitar as economias de escala para melhorar a sua eficiência na gestão dos recursos e aumentares os seus níveis de performance. Os resultados sugerem ainda que as questões sociais não estão ainda no centro das preocupações deste setor. Por este motivo, pode ser importante estudar que tipo de funcionários estão afetos a este setor, quais os seus níveis de formação e que consciência dos níveis de cumprimento dos ODS terão estas empresas.

Relativamente às características de corporate governance, apenas a concentração de capital tem influência no desempenho empresarial, talvez pela natureza do setor composto quase exclusivamente por PME's, empresas familiares e sem compromisso com o código de Governo das Sociedades. Se por um lado, na ótica da gestão e opinião pública, é necessário um efeito de “monitoring” da propriedade na gestão, de forma que os gestores alinhem os seus interesses com os do acionista criando valor empresarial; por outro, na ótica do próprio acionista com interesse no ROE, à medida que a concentração aumenta a informação assimétrica é maior e o abuso de poder do acionista também cresce diminuindo os níveis de desempenho da empresa.

Finalmente considerando o ambiente macroeconómico, percebe-se que se trata de um setor dependente dos níveis de crescimento económico do país.

Esta dissertação permite estudar o desempenho empresarial de um setor crucial para a sociedade e economia portuguesa. Este trabalho contribui assim para literatura sobre o tema, apoiando outros trabalhos académicos e trabalhos de investigação que pretendam solidificar mais conhecimento na área do desempenho empresarial e do setor automóvel. Igualmente, contribui para os gestores, acionistas e investidores que trabalham, coordenam e pretendam investir em empresas do setor automóvel, de modo a compreenderem o que favorece e prejudica o desempenho destas empresas tomando decisões mais informadas. Também a sociedade civil e reguladores, podem encontrar nesta dissertação uma fonte de valor que ajude a desenhar as suas políticas económicas e financeiras para o setor automóvel para que este se torne mais forte e resiliente no futuro e mais comprometido com questões sociais.

As principais limitações desta investigação estão relacionadas com o facto de terem sido usadas apenas variáveis contabilísticas, com dados históricos, na avaliação do desempenho.

Num trabalho futuro seria interessante introduzir valores de mercado e de perceção do valor futuro que tanto gestores como acionistas têm das empresas deste setor e do setor paralelo de fabricação automóvel, num ambiente competitivo, comparado por exemplo, com outro país onde este setor assuma a mesma relevância. Seria ainda pertinente introduzir variáveis de formação dos funcionários e de cumprimento com os objetivos de desenvolvimento sustentável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abbas, A, Naqvi, H & Mirza, H (2013). Impact of Large Ownership on Firm Performance A Case of non Financial Listed Companies of Pakistan. *World Applied Sciences Journal*, 21. 1141-1152. [10.5829/idosi.wasj.2013.21.8.1916](https://doi.org/10.5829/idosi.wasj.2013.21.8.1916).
- Adams, M., & Buckle, M. (2003). The determinants of corporate financial performance in the Bermuda insurance market. *Applied Financial Economics*, 13(2), 133–143. <https://doi.org/10.1080/09603100210105030>
- Agrawal, A., & Mandelker, G. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), 143. <https://doi.org/10.2307/2330821>
- Ali, M. M., Hussin, N. S. N., & Ghani, E. K. (2019). Liquidity, Growth and Profitability of Non-financial Public Listed Malaysia: A Malaysian Evidence. *International Journal of Financial Research*, 10(3), 194. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n3p194>
- Al-Jafari, M. K., & Samman, H. A. (2015). Determinants of Profitability: Evidence from Industrial Companies Listed on Muscat Securities Market. *Review of European Studies*, 7(11). <https://doi.org/10.5539/res.v7n11p303>
- Altaf, N., & Shah, F. (2018). Ownership concentration and firm performance in Indian firms: does investor protection quality matter? *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 33–52. <https://doi.org/10.1108/jibr-01-2017-0009>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-d](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-d)
- Bagna, E., Ramusino, E. C., & Denicolai, S. (2021). Innovation through Patents and Intangible Assets: Effects on Growth and Profitability of European Companies. *Journal of Open Innovation*, 7(4), 220. <https://doi.org/10.3390/joitmc7040220>
- Becker-Blease, J. R., Kaen, F. R., Etebari, A., & Baumann, H. J. (2017). Employees, firm size and profitability in U.S. manufacturing industries. *Investment Management & Financial Innovations*, 7(2). https://scholars.unh.edu/account_facpub/22/
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(6), 1098–1109. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.016>

- Berle, A. A., & Means, G. C. (1933). The Modern Corporation and Private Property. *Columbia Law Review*, 33(3), 557. <https://doi.org/10.2307/1115736>
- Bhatia, A., & Aggarwal, K. (2018). Impact of investment in intangible assets on corporate performance in India. *International Journal of Law and Management*, 60(5), 1058–1073. <https://doi.org/10.1108/ijlma-05-2017-0127>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/s0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/s0304-4076(98)00009-8)
- Bolarinwa, S. T., Akinlo, A. E., & Onyekwelu, U. L. (2021). Determinants of Firm Profitability in Africa. *Global Business Review*, 097215092110463. <https://doi.org/10.1177/09721509211046336>.
- Bolton, G. E., & Werner, P. (2016). The influence of potential on wages and effort. *Experimental Economics*, 19(3), 535–561. <https://doi.org/10.1007/s10683-015-9453-0>
- Buck, T., Filatotchev, I., Demina, N., & Wright, M. (2003). Insider ownership, human resource strategies and performance in a transition economy. *Journal of International Business Studies*. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400065>
- Budisaptorini, A. T., & Chandrarin, G., & Asih P., 2019. "The Effect of Company Size on Company Profitability and Company Value: The Case of Manufacturing Companies," *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, vol. 0(2), pages 251-256.
- Cao, Z., & Rees, W. E. (2020). Do employee-friendly firms invest more efficiently? Evidence from labor investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101744. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101744>
- Chen, M. (2015). Understanding the impact of changes in consumer confidence on hotel stock performance in Taiwan. *International Journal of Hospitality Management*, 50, 55–65. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.07.010>
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157–176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006>
- Cheung, W. A., & Wei, K. J. (2006). Insider ownership and corporate performance: Evidence from the adjustment cost approach. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 906–925. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.02.002>
- Chowdhury, L. a. M., Rana, T., & Azim, M. I. (2019). Intellectual capital efficiency and organisational performance. *Journal of Intellectual Capital*, 20(6), 784–806. <https://doi.org/10.1108/jic-10-2018-0171>

- Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27(3), 498–513. <https://doi.org/10.1006/jcec.1999.1598>
- Dalci, Í. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 410–432. <https://doi.org/10.1108/par-01-2018-0008>
- De Luca, M. M. M., Maia, A. B. G. R., Da Costa Cardoso, V. I., De Vasconcelos, A. C., & Da Cunha, J. V. A. (2014). Intangible Assets and Superior and Sustained Performance of Innovative Brazilian Firms. *Bar. Brazilian Administration Review*, 11(4), 407–440. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2014130012>
- Demirgüneş, K. (2016). The Effect of Liquidity on Financial Performance: Evidence from Turkish Retail Industry. *International Journal of Economics and Finance*, 8(4), 63. <https://doi.org/10.5539/ijef.v8n4p63>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177. <https://doi.org/10.1086/261354>
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(01)00020-7)
- Dewi, V. I., Soei, C. T. L., & Surjoko, F. O. (2019). The Impact of Macroeconomic Factors on Firms Profitability (Evidence From Fast Moving Consumer Good Firms Listed on Indonesian Stock Exchange). *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1). <https://www.abacademies.org/articles/The-Impact-of-Macroeconomic-Factors-on-Firms-Profitability-1528-2635-23-1-327.pdf>
- Din, S. U., Khan, M. A., Khan, M. J., & Khan, M. Y. (2021). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis. *International Journal of Emerging Markets*, 17(8), 1973–1997. <https://doi.org/10.1108/ijoem-03-2019-0220>
- Doan, T. T. (2020). Financing decision and firm performance: Evidence from an emerging country. *Management Science Letters*, 849–854. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2019.10.012>
- Durrah, O., Rahman, A., Jamil, S. A., & Ghafeer, N. a. M. (2016). Exploring the Relationship between Liquidity Ratios and Indicators of Financial Performance: An Analytical Study on Food Industrial Companies Listed in Amman Bursa. *DOAJ (DOAJ: Directory of Open Access Journals)*.

- Dwivedi, N., & Jain, A. K. (2005). Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17(3), 161–172. <https://doi.org/10.1007/s10672-005-6939-5>
- Earle, J. S., Kucsera, C., & Telegdy, Á. (2005). Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash? *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 254–264. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00420.x>
- Enekwe, C. I., Agu, C. I., & Nnagbogu, E. K. (2014). The Effect of Financial Leverage on Financial Performance: Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 5(3), 17–25. <https://doi.org/10.9790/5933-0531725>
- Faccio, Mara. 2006. "Politically Connected Firms." *American Economic Review*, 96 (1): 369-386.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Farhan, N. H., Alhomidi, E., Almaqtari, F. A., & Tabash, M. I. (2019). Does Corporate Governance Moderate the Relationship between Liquidity Ratios and Financial Performance? Evidence from Indian Pharmaceutical Companies. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(3). <https://doi.org/10.36941/ajis-2019-0013>
- Fernandes, C., Goncalves, P., & Vieira, E. (2013). Does Sentiment Matter for Stock Market Returns? Evidence from a Small European Market. *Journal of Behavioral Finance*, 14(4), 253–267. <https://doi.org/10.1080/15427560.2013.848867>
- Fernández, M. L. (2015). Company financial performance: Does board size matter? Case of the EUROSTOXX50 index. *Cuadernos De Gestión*. <https://doi.org/10.5295/cdg.140474mr>
- Garg, A. (2007). Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa*, 32(3), 39–60. <https://doi.org/10.1177/0256090920070304>
- Gaur, S.S., Bathula, H. and Singh, D. (2015), "Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework", *Management Decision*, Vol. 53 No. 5, pp. 911-931. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2014-0519>
- Gedajlovic, E., & Shapiro, D. (2002). Ownership Structure and Firm Profitability in Japan. *Academy of Management Journal*, 45(3), 565–575. <https://doi.org/10.5465/3069381>
- Gharsalli, M. (2019). High leverage and variance of SMEs performance. *The Journal of Risk Finance*, 20(2), 155–175. <https://doi.org/10.1108/jrf-02-2018-0011>

- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. S. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282.
- Goel, U., Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Operating Liquidity and Financial Leverage: Evidences from Indian Machinery Industry. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 189, 344–350. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.03.230>
- González, V. M. (2013). Leverage and corporate performance: International evidence. *International Review of Economics & Finance*, 25, 169–184. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.005>
- Gunawan, H., Amalia, R. "Wages and Employees Performance: The Quality of Work Life as Moderator". *International Journal of Economics and Financial Issues* 5 (2015): 349-353
- Guo, H., Legesse, T. S., Tang, J., & Wu, Z. (2021). Financial leverage and firm efficiency: the mediating role of cash holding. *Applied Economics*, 53(18), 2108–2124. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1855317>
- Haji, A. A., & Ghazali, N. a. M. (2018). The role of intangible assets and liabilities in firm performance: empirical evidence. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(1), 42–59. <https://doi.org/10.1108/jaar-12-2015-0108>
- Hamadi, M. (2010). Ownership concentration, family control and performance of firms. *European Management Review*, 7(2), 116–131. <https://doi.org/10.1057/emr.2010.9>
- Ho, H. N., & Kuvaas, B. (2020). Human resource management systems, employee well-being, and firm performance from the mutual gains and critical perspectives: The well-being paradox. *Human Resource Management*, 59(3), 235–253. <https://doi.org/10.1002/hrm.21990>
- Hu, H. H., Tam, O. K., & Tan, M. (2010). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(4), 727–749. <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9135-6>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50–54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Iriyanto, S., Suharnomo, Hidayat, M. T., & Anas, M. (2021). Do Intangible Assets and Innovation Orientation Influence Competitive Advantages? A Case Study of SMEs in Indonesia. *Universal Journal of Accounting and Finance*. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2021.090111>

- Issah, M., & Antwi, S. O. (2017). Role of macroeconomic variables on firms' performance: Evidence from the UK. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1405581. <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1405581>
- Iwasaki, I., & Mizobata, S. (2020). Ownership Concentration and Firm Performance in European Emerging Economies: A Meta-Analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(1), 32–67. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2018.1530107>
- Javid, A. Y., & Iqbal, R. (2008). Ownership Concentration, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 47(4II), 643–659. <https://doi.org/10.30541/v47i4iipp.643-659>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C. (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), 297–317. <https://doi.org/10.1111/1468-036x.00158>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Jones, D. K., & Klinedinst, M. (2012). Insider Ownership and Firm Performance: Evidence from Bulgaria. Emerald Group Publishing Limited EBooks, 185–204. [https://doi.org/10.1108/s0885-3339\(2012\)0000013011](https://doi.org/10.1108/s0885-3339(2012)0000013011)
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of Board Size and Firm Performance: Evidence from NSE Companies Using Panel Data Approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>
- Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate Ownership Structure and Firm Performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144–158. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00551.x>
- Kaserer, C., & Moldenhauer, B. (2008). Insider ownership and corporate performance: evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 2(1), 1–35. <https://doi.org/10.1007/s11846-007-0009-3>
- Kim, H. S., & Jang, S. (2020). The effect of increasing employee compensation on firm performance: Evidence from the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 88, 102513. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102513>
- Ko, C., Lee, P., & Anandarajan, A. (2019). The impact of operational risk incidents and moderating influence of corporate governance on credit risk and firm performance.

International Journal of Accounting and Information Management, 27(1), 96–110.
<https://doi.org/10.1108/ijaim-05-2017-0070>

- Kraus, A., & Litztenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Kuncová, M., Hedija, V., & Fiala, R. (2016). Firm Size as a Determinant of Firm Performance: The Case of Swine Raising. *AGRIS On-Line Papers in Economics and Informatics*, 08(03), 77–89. <https://doi.org/10.7160/aol.2016.080308>
- Kusuma, H., & Bachtiar, A. (2018). Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Indonesia. *Journal of Management and Business Administration, Central Europe*, 26(2), 76–88. <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.229>
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2007). The Relationship Between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 114–122. <https://doi.org/10.22495/cocv4i2p11>
- Lauterbach, B., Vaninsky, A. Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel. *Journal of Management & Governance* 3, 189–201 (1999). <https://doi.org/10.1023/A:1009990008724>
- Lemmon, M. D., & Portniaguina, E. (2006). Consumer Confidence and Asset Prices: Some Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, 19(4), 1499–1529. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj038>
- Matar, A., Al-Rdaydeh, M., Alshannag, F. M., & Odeh, M. (2018). Factors Affecting the Corporate Performance: Panel Data Analysis for Listed Firms in Jordan. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(6), 1.
- McGuire, J., Schneeweis, T., & Branch, B. S. (1990). Perceptions of Firm Quality: A Cause or Result of Firm Performance. *Journal of Management*, 16(1), 167–180. <https://doi.org/10.1177/014920639001600112>
- Mertzanis, C., Basuony, M. a. K., & Mohamed, E. K. (2019). Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance*, 48, 75–96. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.12.005>
- Mohammed, Z. O., & Ani, M. K. A. (2020). The Effect of Intangible Assets, Financial Performance and Financial Policies on the Firm Value: Evidence from Omani Industrial Sector. *Contemporary Economics*, 14(3), 379–391. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.411>

- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical analysis. Social Science Research Network. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1506393
- Mugobo, V. V., Mutize, M., & Aspelung, J. (2016). The ownership structure effect on firm performance in South Africa. *Corporate Ownership and Control*. <https://doi.org/10.22495/cocv13i2c2p7>
- Mursalim, Mallisa, M., & Kusuma, H. (2017). Capital Structure Determinants and Firms' Performance: Empirical Evidence from Thailand, Indonesia and Malaysia. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 154–164. <https://doi.org/10.17512/pjms.2017.16.1.13>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(84)90023-0)
- Nashier, T., & Gupta, A. (2020). Ownership Concentration and Firm Performance in India. *Global Business Review*, 097215091989439. <https://doi.org/10.1177/0972150919894395>
- Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2–22. <https://doi.org/10.1108/ijmf-03-2017-0055>
- Neves, M. G. P. M. S., Baptista, L., Dias, A., & Lisboa, I. (2021). What factors can explain the performance of energy companies in Portugal? Panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/ijppm-01-2021->
- Neves, M.E, Proença, C., & Cancela, B. (2022). Governance and social responsibility: what factors impact corporate performance in a small banking-oriented country? *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 31 No. 1, pp. 66-92. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2022-0166>
- Neves, M.E, Santos, A., Proença, C., and Pinho, C. (2022), "The influence of corporate governance and corporate social responsibility on corporate performance: an Iberian panel data evidence", *EuroMed Journal of Business*, Vol. ahead-of-print
- Neves, M.E., Cancela, B.L. & Gabriel, V.M. (2022). Performance drivers in Iberian companies in different economic cycles: new evidence using panel data, *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 31 No. 1, pp. 37-65 <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2022-0107>
- Neves, M.E., Vieira, E. and Serrasqueiro, Z. (2022). Management or market variables in the assessment of corporate performance? Evidence on a bank-based system, *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 30 (3), pp. 372-390. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-12-2021-0251>

- Nguyen-Anh, T., Hoang-Duc, C., Nguyen-Thi-Thuy, L., Vu-Tien, V., Nguyen-Dinh, U., & To-The, N. (2022). Do intangible assets stimulate firm performance? Empirical evidence from Vietnamese agriculture, forestry and fishery small- and medium-sized enterprises. *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(3), 100194. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2022.100194>
- Novikov, K. and Kleinova, J. (2018) 'The Impact of Personnel Costs on the Competitiveness of Automated Manufacturing System', *Annals of DAAAM & Proceedings*, 29, pp. 0916–0921
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2009.11.002>
- Ocak, M., & Findik, D. (2019). The Impact of Intangible Assets and Sub-Components of Intangible Assets on Sustainable Growth and Firm Value: Evidence from Turkish Listed Firms. *Sustainability*, 11(19), 5359. <https://doi.org/10.3390/su11195359>
- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106–124. <https://doi.org/10.1108/raf-08-2015-0118>
- Pantea, M., Gligor, D., & Aniş, C. (2014). Economic Determinants of Romanian Firms' Financial Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 124, 272–281. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.02.486>
- Papadimitri, P., Pasiouras, F., & Tasiou, M. (2021). Financial leverage and performance: the case of financial technology firms. *Applied Economics*, 53(44), 5103–5121. <https://doi.org/10.1080/00036846.2021.1915949>
- Pattitoni, P., Petracchi, B., & Spisni, M. (2014). Determinants of profitability in the EU-15 area. *Applied Financial Economics*, 24(11), 763–775. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.904488>
- Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 213–223. http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=142467
- Pervan, M., Pervan, I., & Ćurak, M. (2019). Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry: evidence from dynamic panel analysis. *Ekonomika Istrazivanja-Economic Research*, 32(1), 968–981. <https://doi.org/10.1080/1331677x.2019.1583587>
- Proença, C., & Neves, M. E. D. (2022). Determinants of Iberian companies' performance: corporate boards and the nonlinearity of gender diversity. *Gender in Management: An International Journal*, 37(7), 912–932. <https://doi.org/10.1108/gm-10-2021-0304>

- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Qin, L., Lourie, B., Nekrasov, A., & Shevlin, T. (2022). Employee turnover and firm performance: Large-Sample archival evidence. *Management Science*, 68(8), 5667–5683. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4199>
- Qiu, L. and Welch, I. (2006), “Investor sentiment measures”, working paper, University of California, NBER, Los Angeles, available at: <http://ssrn.com/abstract=589641> (accessed 12 September 2018).
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306. <https://doi.org/10.1017/s0022109000002313>
- Ramalho, E. A., Caleiro, A., & Dionfsio, A. (2011). Explaining consumer confidence in Portugal. *Journal of Economic Psychology*, 32(1), 25–32. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2010.10.004>
- Ramirez, P. G., & Hachiya, T. (2012). Intangible assets and market value of Japanese industries and firms. *International Journal of Technology Management*, 59(1/2), 1. <https://doi.org/10.1504/ijtm.2012.047248>
- Rappaport, A. (1983). Corporate performance standards and shareholder value. *Journal of Business Strategy*, 3(4), 28–38. <https://doi.org/10.1108/eb038987>
- Rehman, M. U., & Suleman, M. (2013). Determination of the impact of working capital management on profitability: an empirical study from the cement sector in Pakistan. *Asian Economic and Financial Review*, 3(3), 319–332. <http://www.aessweb.com/pdf-files/319-332.pdf>
- Romano, G., & Romano, G. (2014). The effects of ownership, board size and board composition on the performance of Italian water utilities. *Utilities Policy*, 31, 18–28. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2014.06.002>
- Seelanatha, L. (2011). Determinants of firms’ performance: some Chinese evidence. *Investment Management & Financial Innovations*, 8(3). <https://businessperspectives.org/journals/investment-management-and-financial-innovations/issue-84/determinants-of-firms-performance-some-chinese-evidence>
- Seo, H., & Kim, Y. (2020). Intangible assets investment and firms’ performance: evidence from small and medium-sized enterprises in Korea. *Journal of Business Economics and Management*, 21(2), 421–445. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12022>

- Setia-Atmaja, L. Y. (2009), “Governance mechanisms and firm value: the impact of ownership concentration and dividends”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17 No. 6, pp. 694–709.
- Shahrier, N. A., Ho, J. Y., & Gaur, S. S. (2020). Ownership concentration, board characteristics and firm performance among Shariah-compliant companies. *Journal of Management & Governance*, 24(2), 365–388. <https://doi.org/10.1007/s10997-018-9436-6>
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203–220. <https://doi.org/10.1108/arj-09-2017-0149>
- Shan, Y. G. and McIver, R. P. (2011), “Corporate governance mechanisms and financial performance in China: panel data evidence on listed non financial companies”, *Asia Pacific Business Review*, Vol. 17 No. 3, pp. 301–324.
- Soukhakian, I., & Khodakarami, M. (2019). Working capital management, firm performance and macroeconomic factors: Evidence from Iran. *Cogent Business & Management*, 6(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1684227>
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., Suwarti, T., & Asyif, M. M. (2020). Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 769–778. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.769>
- Susilo, D. D., Wahyudi, S., & Pangestuti, I. R. D. (2020). Profitability Determinants of Manufacturing Firms in Indonesia. *International Journal of Economics and Business Administration*, VIII(Issue 2), 53–64. <https://doi.org/10.35808/ijeba/443>
- Sydler, R., Haefliger, S., & Pruksa, R. (2014). Measuring intellectual capital with financial figures: Can we predict firm profitability? *European Management Journal*, 32(2), 244–259. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.01.008>
- Tanaka, M., Bloom, N., David, J. M., & Koga, M. (2020). Firm performance and macro forecast accuracy. *Journal of Monetary Economics*, 114, 26–41. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.02.008>
- Teeratansirikool, L., Siengthai, S., Badir, Y. F., & Charoenngam, C. (2013). Competitive strategies and firm performance: the mediating role of performance measurement. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 62(2), 168–184. <https://doi.org/10.1108/17410401311295722>
- Vieira, E. S., Neves, M. E., & Dias, A. G. (2019). Determinants of Portuguese firms’ financial performance: panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management* 68 (7), pp. 1323-1342. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2018-0210>

- Wasiuzzaman, S. (2015). Working Capital and Profitability in Manufacturing Firms in Malaysia: An Empirical Study. *Global Business Review*, 16(4), 545–556. <https://doi.org/10.1177/0972150915581098>
- Widener, S. K. (2006). Associations between strategic resource importance and performance measure use: The impact on firm performance. *Management Accounting Research*, 17(4), 433–457. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2005.10.002>
- Xu, X. and Wang, Y. (1999), “Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies”, *China Economic Review*, Vol. 10 No. 1, pp. 75–98.
- Yang, C. Y., & Chen, K. (2009). Are small firms less efficient? *Small Business Economics*, 32(4), 375–395. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9082-x>
- Yazdanfar, D. (2013). Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 9(2), 151–160. <https://doi.org/10.1108/17439131311307565>
- Yee, R. W., Yeung, A. W. K., & Cheng, T. (2008). The impact of employee satisfaction on quality and profitability in high-contact service industries. *Journal of Operations Management*, 26(5), 651–668. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2008.01.001>
- Yost, E., Ridderstaat, J., & Kizildag, M. (2020). Early warning indicators? The effect of consumer and investor sentiments on the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 89, 102575. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102575>
- Yu, W., Nan, H., & Wei, G. (2020). The impact of employee welfare on innovation performance: Evidence from China’s manufacturing corporations. *International Journal of Production Economics*, 228, 107753. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2020.107753>
- Zandi, G., Singh, J., Mohamad, S., & Ehsanullah, S. (2020). Ownership structure and firm performance. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 293–300. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n2p293>
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: evidence from GCC countries. *Euromed Journal of Business*, 10(2), 147–162. <https://doi.org/10.1016/j.ejbus.2015.10.002>
- Zhang, Y., Zhang, Y., Shen, D., & Zhang, W. (2017). Investor sentiment and stock returns: Evidence from provincial TV audience rating in China. *Physica D: Nonlinear Phenomena*, 346, 288–294. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2016.09.043>