



Matilde Serralheiro Casteleira

O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida: evidência das PME's Industriais da Península Ibérica

Coimbra, Abril de 2023



Matilde Serralheiro Casteleira

O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida: evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica

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 Dr^a. Ana Paula Quelhas e do Professor Dr. Mário Sacramento dos Santos.

Coimbra, Abril de 2023

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser a autora 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.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

DEDICATÓRIA

Dedico esta dissertação à minha família, em especial aos meus pais, Manuela e António, e à minha irmã, Helena. Por fazerem de mim a grande mulher que sou hoje.

Obrigado do fundo do coração.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer a todas as pessoas que, direta ou indiretamente, fizeram com que fosse possível a conclusão da presente dissertação.

À minha mãe Manuela, por ser uma inspiração e me dar força para alcançar todos os meus objetivos, por nunca me ter deixado desistir apesar das inúmeras vezes que o quis fazer, por todo o apoio e amor incondicional. Ao meu pai António, que apesar de não ser um homem que demonstra os seus sentimentos, sei de todo o orgulho e confiança que tem em mim. À minha irmã Helena, que mesmo estando numa idade jovem, consegue ver em mim um exemplo de mulher a seguir. Aos meus cães, Snoopy, Scooby Doo e Pepe, que apesar de não saberem, estiveram sempre presentes nesta etapa.

Um obrigado enorme à restante família, por acreditarem no meu potencial e quererem que esteja feliz, a trabalhar naquilo que gosto. Um especial obrigado aos meus avôs, José e João, por demonstrarem sempre um orgulho gigante na sua neta.

Agradeço ao meu namorado Miguel pela paciência e compreensão nos momentos mais difíceis, repletos de ansiedade e stress, por toda a força que me deu e continua a dar, por acreditar em mim desde o início ao fim, sem nunca duvidar das minhas capacidades, mesmo quando eu própria duvidava. Também, à família do Miguel, que sempre fizeram com que me sentisse confortável e me deram apoio nesta fase.

Agradeço aos meus amigos, em especial à minha amiga Matilde, pela paciência e ajuda irrefutável, por ter partilhado comigo os conhecimentos que permitiram tornar este processo mais simples, mas mais importante, obrigada pela amizade e apoio incondicional.

Por fim, à minha orientadora, a Professora Dr^a. Ana Paula Quelhas, pelo interesse, acompanhamento e disponibilidade na elaboração da presente dissertação. Ao meu coorientador, Professor Dr. Mário Sacramento dos Santos, pela sua disponibilidade, partilha de conhecimento e ajuda no tratamento da base de dados.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

RESUMO

No mundo empresarial, a desigualdade de oportunidades entre mulheres e homens é um problema ainda presente na sociedade atual. A progressão das mulheres a cargos de liderança apresenta, ainda hoje, diversos obstáculos devido à conciliação da vida profissional com a pessoal/familiar.

A presente dissertação visa analisar o impacto da diversidade de género dos conselhos de administração na estrutura da maturidade da dívida. Assim, procedeu-se à incorporação das variáveis relativas à Teoria da Massa Crítica, com o objetivo de estudar a composição de género nos conselhos de administração, de modo a compreender se diferentes composições do conselho de administração, quanto à representação de mulheres, têm um impacto estatisticamente significativo no nível de endividamento. A amostra do estudo engloba as PME's do setor industrial da Península Ibérica, de 2014 a 2019.

A avaliação da estrutura de capitais, bem como da maturidade da dívida, considera três variáveis distintas: nível de endividamento total, de longo e curto prazo. Relativamente à composição do conselho de administração, em termos de representação feminina, foram consideradas três variáveis independentes: CAs *skewed*, correspondente a uma representação com menos de 20% de mulheres; CAs *tilted*, correspondente a uma representação entre 20% a 40% de mulheres; CAs *balanced*, correspondente a uma representação entre 40% a 60% de mulheres. A metodologia utilizada foi a dos dados em painel com efeitos aleatórios, no qual os modelos são estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

Os resultados obtidos sugerem que a representação de mulheres nos conselhos de administração conduz a uma diminuição do nível de endividamento e que a massa crítica de mulheres é alcançada em conselhos de administração inclinados (CAs *tilted*). Em conclusão, diferentes tipos de conselhos de administração em termos de proporção de género, têm diferentes resultados em termos de endividamento.

Palavras-chave: Diversidade de Género; Estrutura de Capital; Estrutura de Dívida; Teoria da Massa Crítica; Conselho de Administração; PME's.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

ABSTRACT

In the business world, unequal opportunities between women and men is a problem still present in today's society. The progression of women to leadership positions still presents several obstacles due to the conciliation of professional and personal/family life.

This dissertation aims to analyze the impact of gender diversity on boards of directors, on the structure of debt maturity. Thus, we proceeded to incorporate the variables related to the Critical Mass Theory, aims to studying the gender composition in the boards of directors, in order to understand if different board compositions, regarding the representation of women, have a statistically significant impact on the level of debt. The study sample includes SMEs in the industrial sector of the Iberian Peninsula, from 2014 to 2019.

The assessment of the capital structure, as well as debt maturity, considers three distinct variables: total, long and short term debt level. Regarding the composition of the board of directors, in terms of female representation, three independent variables were developed: skewed CAs, corresponding to a representation with less than 20% women; tilted CAs corresponding to a representation between 20% and 40% women; balanced CAs corresponding to a representation between 40% and 60% women. The methodology used was panel data with random effects, in which the models are estimated by the Generalized Least Squares Method (GLS).

The results obtained suggest that the representation of women on boards leads to a decrease in the level of debt, and that the critical mass of women is reached in tilted boards. To sum up, different types of boards in terms of gender proportion have different outcomes in terms of debt.

Keywords: Gender Diversity; Capital Structure; Debt Structure; Critical Mass Theory; Corporate Boards; SMEs.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	1
1 Revisão da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses	4
1.1 Estrutura de Capital: Conceito e Evolução	4
1.2 Teorias da Estrutura de Capital.....	6
1.2.1 Teoria de Trade-Off.....	6
1.2.2 Teoria de Pecking Order.....	7
1.2.3 Teoria da Sinalização.....	8
1.2.4 Teoria da Agência.....	9
1.2.5 Teoria do Market Timing	13
1.3 Conceito de PME	15
1.4 Diversidade de Género.....	16
1.4.1 Conselho de Administração.....	16
1.4.2 Representação das Mulheres no Mercado de Trabalho	17
1.4.3 Teoria da Massa Crítica.....	21
1.4.4 Fenómeno de Glass Ceiling.....	23
1.5 O Impacto da Diversidade de Género no Nível de Endividamento.....	26
2 Amostra e Metodologia	34
2.1 Descrição da Amostra	34
2.2 Descrição das Variáveis.....	36
2.2.1 Variáveis Dependentes	36
2.2.2 Variáveis Independentes.....	37
2.2.3 Variáveis de Controlo	40

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

2.3	Modelos de Regressão	50
3	Resultados.....	53
3.1	Estatísticas Descritivas	53
3.2	Correlações	57
3.3	Discussão dos Resultados	61
3.3.1	Nível de Endividamento Total.....	61
3.3.2	Nível de Endividamento de Longo Prazo.....	69
3.3.3	Nível de Endividamento de Curto Prazo	73
CONCLUSÃO.....		77
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		82

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1 – Tipologia PME (Fonte: Recomendação da Comissão Europeia 2003).	15
Tabela 2 – Descrição das Variáveis Dependentes	37
Tabela 3 – Descrição das Variáveis Independentes.....	40
Tabela 4 – Sinais previstos para as variáveis de controlo	49
Tabela 5 – Estatísticas Descritivas	53
Tabela 6 - Matriz de Correlações de Pearson	60
Tabela 7 – Resultados das Regressões dos Modelos 1, 2 e 3	68
Tabela 8 – Resultados das Regressões dos Modelos 4, 5 e 6	72
Tabela 9 – Resultados das Regressões dos Modelos 7, 8 e 9	76
 Figura 1: Representação Feminina dos Conselhos de Administração das Empresas cotadas no período entre 2014-2022 (Fonte: EIGE).....	 20
Figura 2: Cargos de Gestão por Género e Dimensão da Empresa em Portugal, 2021 (Fonte: Informa D&B).	21

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Chief Financial Officer*

DCP – Dívida de Curto Prazo

DLP – Dívida de Longo Prazo

EA – Efeitos Aleatórios

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

GLS – *Generalized Least Squares*

OLS - *Ordinary Least Squares*

PME – Pequena e Média Empresa

UE – União Europeia

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

INTRODUÇÃO

No mundo em geral, as mulheres estão sub-representadas nos conselhos de administração das empresas. No entanto, não é por falta de mérito que as mulheres não chegam ao topo das organizações. Existem mais mulheres que homens em termos de população na Península Ibérica e, mesmo revelando níveis de educação superiores em todos os níveis de escolaridade, continua a haver uma grande discrepância em cargos de liderança. A desigualdade de oportunidades entre mulheres e homens é um problema ainda presente na sociedade atual. A progressão das mulheres, relativamente a cargos de liderança, ainda hoje apresenta diversos obstáculos no mercado de trabalho, devido à conciliação da vida profissional com a pessoal/familiar, principalmente em contexto de maternidade.

Diversos países no mundo, incluindo Portugal e Espanha, sugeriram o aumento da proporção de mulheres nos conselhos de administração através de quotas obrigatórias. Em 2012, foi apresentada à Comissão Europeia uma proposta de diretiva para combater o desequilíbrio entre homens e mulheres em cargos de administração não executivos das empresas cotadas em bolsa, propondo um aumento da percentagem do sexo feminino nestes cargos para 40 % até 2020. Contudo, esta proposta não foi aprovada. Posteriormente, a 7 de junho de 2022, o Conselho e o Parlamento Europeu aprovaram o novo projeto de lei da UE para promover a equidade entre ambos os géneros, nos conselhos de administração das empresas cotadas em bolsa. Esta diretiva ambiciona pelo menos 40 % dos cargos de administração não executivos ou 33 % dos cargos de administração não executivos e executivos, por membros do sexo sub-representado, no qual prevê ser concretizada até 2026 com o apoio da maioria dos 27 estados-membros da UE.

O interesse no desenvolvimento deste tema surge com a intenção de conhecer e dar a conhecer conceitos adjacentes à temática da equidade de género, um tema com o qual a autora da dissertação se identifica, como futura gestora e prestes a iniciar a sua carreira profissional. Considera-se uma área de estudo de extrema relevância, pois extravasa uma questão meramente económica/financeira. Deste modo, embora exista uma crescente literatura empírica sobre o papel das mulheres nos conselhos de administração das

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

empresas, esta assume essencialmente uma perspetiva dos acionistas que se concentra na performance empresarial (Tanaka, 2014). A influência das mulheres em cargos de liderança, nos conselhos de administração das empresas, relativamente ao nível de endividamento é pouco clara na literatura existente. Posto isto, a presente dissertação tem como objetivo investigar o impacto da diversidade de género nos conselhos de administração, na estrutura da maturidade da dívida, particularmente no nível de endividamento total, de longo e curto prazo. De forma a examinar a Teoria da Massa Crítica, propôs-se a análise da composição de género nos conselhos de administração, com o intuito de compreender se diferentes tipos de proporção de género têm diferentes efeitos no nível de endividamento. A amostra do estudo engloba 834 PME's do setor industrial da Península Ibérica, composto por 508 empresas espanholas e 326 empresas portuguesas, no período de 2014 a 2019. Este estudo contribui para a literatura sobre a temática, bem como se revela um alerta para sensibilizar e provocar uma mudança de mentalidades e comportamentos tradicionalistas, relativamente à representação de mulheres em cargos de liderança.

As Micro, Pequenas e Médias Empresas (PME) são uma fonte de crescimento económico da UE e, naturalmente, da criação de emprego no setor privado. São de extrema importância para o tecido empresarial, pois contribuem para mais de metade do valor acrescentado total criado pelas empresas na UE, pelo que é necessário para estas empresas obter um financiamento adequado às suas necessidades. A maximização do valor da empresa depende da escolha do nível de endividamento e de uma boa estrutura da maturidade da dívida.

Para testar as hipóteses formuladas das variáveis independentes de interesse sobre o nível de endividamento, procedeu-se à utilização da metodologia de dados em painel com efeitos aleatórios, no qual os modelos são estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

A presente dissertação encontra-se dividida em quatro secções. Na primeira secção apresenta-se a revisão de literatura, que se divide em 5 subsecções: a evolução da estrutura de capital; a exposição das principais teorias da estrutura de capital; o conceito de PME;

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

a evolução da representação das mulheres e principais características; a literatura relevante para analisar o impacto da diversidade de género no nível de endividamento. Ainda nesta secção encontram-se as hipóteses de desenvolvimento da investigação. A segunda secção delineia a descrição da amostra, a construção das variáveis, os modelos e metodologias implementadas. A terceira secção engloba as estatísticas descritivas e correlações entre as variáveis, bem como a discussão dos resultados estimados. Por último, a quarta secção apresenta as principais conclusões do estudo, com as limitações e sugestões para investigações futuras.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

1 Revisão da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

A secção 1 apresenta a revisão da literatura empírica e o desenvolvimento das respetivas hipóteses de investigação.

1.1 Estrutura de Capital: Conceito e Evolução

O objetivo principal da função financeira é a maximização do valor da empresa. Nesse sentido, é necessário procurar investimentos que criem riqueza, bem como obter os meios de financiamento adequados. Logo, as decisões de financiamento de uma empresa implicam a escolha do nível de endividamento e da determinação da estrutura da maturidade da dívida, sempre com o foco no cumprimento dos objetivos da empresa e da maximização do seu valor. Segundo Ross (2005), a estrutura de capital corresponde à combinação entre as diferentes fontes de financiamento, a dívida e o capital próprio.

A temática da estrutura de capital das empresas encontra-se presente na literatura financeira desde o início dos anos cinquenta do século XX. Devemos, desde logo, atender ao contributo pioneiro de Durand (1952), no qual o autor defendia a existência de uma estrutura ótima de capital, marcada pela minimização do custo médio ponderado do capital da empresa, contribuindo para a maximização do valor da empresa, desde que a sua solvabilidade não seja comprometida pelo endividamento. Em contrapartida, Modigliani e Miller (1958) afirmavam que a estrutura de capital da empresa é irrelevante para o seu valor de mercado, não existindo uma estrutura de capital ótima.

Desde a publicação de Modigliani e Miller (1958), a teoria da estrutura de capital das empresas revelou-se um alvo de interesse tanto por parte de académicos, como de profissionais no mercado. O princípio da irrelevância da estrutura de capital tem como pressuposto a ausência de imperfeições de mercado, mais especificamente, um mercado onde: *i)* não existe o risco de incumprimento, assimetria fiscal e de informação, custos de falência, custos de transação e custos de agência; *ii)* as empresas têm capacidade ilimitada de financiamento, com uma taxa de juro ativa igual à passiva; e, *iii)* as mesmas empresas distribuem a totalidade dos seus rendimentos.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

À luz dos pressupostos anteriores, Modigliani e Miller (1958) desenvolvem três proposições básicas:

1. Numa primeira proposição, segundo a aplicação da lei de conservação do valor, os autores argumentam que o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital, tendo em conta os seus ativos (investimentos), e não o valor dos títulos que a empresa emite. Também, o custo médio ponderado mantém-se sem qualquer tipo de alterações, tendo em conta as variações do nível de endividamento. Assim, existe uma separação entre as decisões de investimento e as de financiamento.
2. Na segunda proposição, os autores argumentam que a taxa de rentabilidade esperada pelo investimento em ações de dada empresa é proporcional ao seu nível de endividamento. Logo, quanto maior é o endividamento, maior é o rendimento esperado.
3. Por fim, numa terceira proposição, o valor da empresa é justificado com as suas decisões de investimento, ao invés das decisões de financiamento. Tal significa que, apesar da fonte de financiamento de um investimento ser irrelevante, a taxa de rentabilidade esperada é relevante, o que leva a que a empresa só deva investir se a taxa de rentabilidade for igual ou superior ao custo médio ponderado.

O princípio da irrelevância da estrutura de capital desenvolvido por Modigliani e Miller (1958) foi alvo de inúmeras críticas, entre as quais se destacam as de Durand (1959). Este autor afirmou que Modigliani e Miller (1958) poderiam ter tido maior impacto no estudo sobre a estrutura de capital caso não tivessem assumido a existência de mercados perfeitos, ignorando as vicissitudes do funcionamento real do mercado. Alguns anos depois, por forma a melhorar e corrigir a sua teoria inicial, Modigliani e Miller (1963) introduziram no seu modelo a existência de impostos. Nesta investigação, os autores assumiram a existência de imperfeições de mercado e admitiram que, de facto, com a introdução dos benefícios fiscais obtidos pelo endividamento, a estrutura de capital teria uma influência significativa no valor da empresa, concluindo que a estrutura ótima de capital – ou seja, a que maximiza o valor da empresa – é aquela em que utiliza o máximo de endividamento.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

1.2 Teorias da Estrutura de Capital

Após os trabalhos de Modigliani e Miller (1958), várias teorias foram desenvolvidas na tentativa de explicar a estrutura de capital das empresas. Nesta subsecção, apresenta-se uma breve explicação das principais teorias da estrutura de capital, nomeadamente a Teoria de *Trade-off*, a Teoria de *Pecking Order*, a Teoria da Sinalização, a Teoria da Agência e, por fim, a Teoria do *Market Timing*.

1.2.1 Teoria de Trade-Off

A Teoria de *Trade-Off*, resultante do contributo de Myers e Robichek (1965), defende que a maximização do valor da empresa é obtida através de uma estrutura de capital ótima, baseada no equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência resultantes do financiamento por dívida. Como benefícios, temos todas as despesas associadas aos juros incorridos pela emissão da dívida, dedutíveis nos impostos, o que consequentemente leva a uma poupança fiscal. Relativamente aos custos, são incluídos todos os custos que, em proporções excessivas, podem comprometer a solvabilidade da empresa.

Neste sentido, as empresas com um nível de tangibilidade superior e com lucros elevados, têm a vantagem de poder oferecer melhores garantias às entidades financiadoras e, consequentemente, os custos associados ao financiamento serão inferiores. Estas empresas têm a possibilidade de um endividamento maior, do que as empresas com um nível de tangibilidade inferior e com lucros de acordo com a média do ramo de atividade em que se inserem, o que leva a que os custos sejam maiores e, consequentemente, com um menor potencial de endividamento (Brealey *et al.*, 2007).

A Teoria de *Trade-Off* focaliza-se em dois aspetos fundamentais, segundo Myers (1984). Assim, o endividamento é vantajoso para uma dada empresa pois permite uma poupança fiscal, bem como um acréscimo na capacidade de gerar melhores resultados. No entanto, quando existem proporções excessivas, um elevado nível de endividamento pode comprometer a solvência da empresa, com um aumento dos custos falência e, portanto,

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

uma redução do valor da empresa. Logo, quanto maior o endividamento da empresa, maior o seu risco financeiro, o que leva a que os investidores aumentem a remuneração (juros) sobre o capital fornecido à empresa. Este aumento reduz o fluxo de caixa da empresa, as possibilidades de pagamento e, consequentemente, o seu valor.

Contudo, existe uma falha nesta teoria, ao considerar que uma empresa tem apenas uma única estrutura ótima de capital. Na sua versão dinâmica, esta teoria argumenta que as empresas ajustam o seu nível de dívida atual ao nível de dívida ótimo, ou seja, a estrutura ótima de capital é ajustada ao longo do tempo, em função de fatores endógenos e exógenos à empresa. De acordo com esta teoria, a hipótese da ausência de custos de ajustamento da estrutura de capital não se revela relevante nos mercados (Leary & Roberts, 2005). Ou seja, num modelo dinâmico, a decisão correta de financiamento depende da margem de financiamento que a empresa antecipa para o próximo período. Nesta teoria, reconhece-se a existência de custos de transação com a emissão e compra de dívida, pelo que, devido a estes custos, as empresas acabam por demorar mais tempo a ajustar a sua estrutura de capital ótima.

Em suma, a escolha ótima num determinado período de tempo, depende do que é esperado que seja ótimo no período seguinte. A escolha do ajustamento ótimo considera dois tipos de custos, ou seja, os custos subjacentes ao alcance de uma estrutura ótima de capital e, os custos inerentes à possibilidade de não a conseguir alcançar. (Frank & Goyal, 2007).

1.2.2 Teoria de Pecking Order

A Teoria de *Pecking Order* – desenvolvida por Myers (1984) e por Myers e Majluf (1984) – revela uma perspetiva totalmente contrária relativamente à Teoria de *Trade Off*. De acordo com esta teoria, a estrutura de capital obedece a uma ordem de preferência no que toca às decisões de financiamento de uma empresa. Ou seja, hierarquicamente, os gestores preferem um investimento que possa ser financiado internamente, através de fundos próprios/autofinanciamento. De seguida, no caso de não se poder proceder ao autofinanciamento, por insuficiência de recursos próprios, os gestores optam pelo financiamento externo, procedendo à emissão de dívida. Por último, quando já não existe

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

a possibilidade de recorrer às alternativas descritas anteriormente, opta-se então, pela emissão de capital/ações.

Num contexto da assimetria de informação, os gestores seguem um princípio de hierarquia para definir as fontes de financiamento, que segue o critério para uma melhor proteção da informação e, consequentemente, uma menor divulgação da mesma. Isto é, naturalmente os gestores das empresas têm em sua posse informação privilegiada (*insiders*), a qual os investidores/acionistas (*outsiders*) não têm acesso, e por isso, os gestores não querem abdicar desta vantagem.

De acordo com a Teoria de *Pecking Order*, a maximização do valor da empresa não é alcançada por um nível ótimo de endividamento, mas sim pelas escolhas ótimas quanto ao financiamento, priorizando sempre as escolhas onde é possível minimizar os custos resultantes da assimetria de informação.

Logo, não é exatável que seja alcançada uma estrutura ótima de capital, uma vez que o rácio de endividamento varia conforme as flutuações das necessidades de financiamento (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

1.2.3 Teoria da Sinalização

A sinalização atua, indiretamente, como uma solução para combater o desequilíbrio de informação. Baseia-se, essencialmente, no resultado provocado pela informação assimétrica entre as empresas e os credores, relativamente às características da dívida, questionando a qualidade/quantidade da informação e o seu risco. Assim, a escolha da maturidade da dívida age como um mecanismo de sinalização para determinar a qualidade da empresa (Ross, 1977; Flannery, 1986; Barclay & Smith, 1995; Antoniou *et al.*, 2006; Majumdar, 2010).

A Teoria da Sinalização foi impulsionada por Ross (1977) e por Leland e Pyle (1977). Esta teoria sugere a interpretação do mercado sobre as decisões financeiras respeitantes a futuros fluxos de rendimento da empresa, uma vez que o valor dos ativos emitidos depende desses fluxos financeiros.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Segundo Novo (2009) e Semedo (2015), a informação disponibilizada pelos gestores aos potenciais investidores, nomeadamente sobre o nível de endividamento e sobre a política de distribuição de dividendos, é de extrema relevância para avaliação da qualidade da empresa. A sinalização pelo nível de endividamento segue um modelo em que as empresas detêm conhecimento dos seus futuros fluxos de caixa e, deste modo, alertam o mercado sobre a confiança nos resultados dos seus investimentos. Então, uma forma para sinalizar o mercado é através do aumento do nível de capital alheio, através da emissão de dívida, de modo a que os potenciais investidores tenham noção do bom desempenho financeiro da empresa, em que esta tem a capacidade para proceder à amortização da dívida de longo prazo (DLP), bem como ao pagamento dos respetivos juros.

Flannery (1986) também teve um papel importante no desenvolvimento desta teoria. O autor afirma que quando existe um equilíbrio de informação entre as empresas e os credores, a decisão sobre a maturidade da dívida revela-se indiferente. No entanto, perante o problema de assimetria de informação, as empresas vão optar pela decisão que as favorece, escolhendo a maturidade conforme as melhores condições de acesso à dívida. Assim, o mercado interpreta que uma maturidade da dívida menor revela uma empresa com maior qualidade, logo, as empresas com capacidade para tal irão optar por um financiamento com recurso à dívida de curto prazo (DCP), de modo a assinalarem a sua superior capacidade financeira ao mercado.

É de salientar também que, neste contexto, a dimensão da empresa é um fator de qualidade, pois quanto maior é a dimensão, maior é a facilidade de acesso à dívida, com menores custos e menores riscos (Semedo, 2015).

1.2.4 Teoria da Agência

A Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), surge na sequência dos conflitos de interesse entre os diversos parceiros no meio empresarial. Mais concretamente, a teoria focaliza-se na relação entre os gestores (agentes) e os acionistas (principais).

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

A relação de agência, segundo Jensen e Meckling (1976), é definida como um contrato, no qual uma das partes (principal) delega poderes de gestão e administração à outra parte (agentes), para esta atuar por sua conta e segundo os seus interesses. Assim, o conflito acontece quando o agente atua conforme os seus próprios interesses, ao invés dos interesses do principal.

O ambiente empresarial é complexo, no sentido em que envolve uma multiplicidade de interesses, que nem sempre são conciliáveis entre os *stakeholders*, ou seja, esta geração de conflitos pode influenciar a tomada de decisão e comprometer o desempenho de uma empresa e, consequentemente, o seu valor. O principal problema de agência entre as duas partes é a assimetria de informação, isto é, o gestor tem acesso a informação privilegiada que o acionista não tem, provocando assim, o principal conflito. O risco moral é outro problema que está relacionado com a assimetria de informação, que destaca diferentes perceções, motivações e determinada relação com o risco entre ambas as partes (Harris & Raviv, 1979). Existem fatores imprevisíveis que podem afetar o desempenho empresarial, logo, o risco moral emerge quando um agente tende a culpar os fatores imprevisíveis pelo seu insucesso, mantendo uma atitude passiva e reduzindo o seu esforço e empenho na superação das dificuldades para obter o sucesso. Como os restantes parceiros não têm acesso à mesma informação, estes sujeitos tendem a tirar proveito da situação. Por estes problemas, a supressão do risco associado a este tipo de conflitos gera custos para a empresa, os designados custos de agência.

Jensen (1986) sustenta que a existência de conflitos ou de agravamento dos mesmos, entre acionistas e gestores, se sucede, principalmente, em presença de *cash flows* excedentários. Desta maneira, os gestores defendem que este excedente deveria ser reinvestido, enquanto os acionistas preferem utilizar este excedente para distribuição de dividendos, atuando, cada um, em seu próprio benefício.

Os autores impulsionadores desta teoria centraram o seu estudo em dois tipos de conflitos entre os agentes: conflitos entre acionistas e gestores, que surgem devido à separação da propriedade e da gestão da empresa e que, consequentemente, dão origem aos chamados custos de agência do capital próprio; conflitos entre credores e acionistas, que estão

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

relacionados com a divisão de riqueza entre ambos, dando origem aos custos de agência da dívida.

Assim, a Teoria da Agência desempenha um papel importante no que toca às decisões da estrutura de capital de uma empresa. Segundo Jensen e Meckling (1976), a estrutura ótima de capital pode ser obtida através do equilíbrio entre os custos de agência do capital próprio e os benefícios da dívida, contudo, tal só será possível com a minimização dos custos de agência. Logo atinge-se a maximização do valor da empresa quando os custos marginais da dívida igualarem os respetivos benefícios marginais.

Na Teoria da Agência, a maturidade da dívida revela-se em dois aspetos: conflito de interesses entre acionistas e credores, relacionado com o problema de *risk-shifting* e subinvestimento; conflito de interesses entre acionistas e gestores, relacionado com o problema de sobreinvestimento.

Jensen e Meckling (1976) sugerem o recurso ao endividamento, por forma a que os acionistas detenham uma garantia conforme o gestor atua sobre os seus interesses, apesar do endividamento aumentar o risco. O problema de *risk-shifting*, mais especificamente o problema de substituição de ativos, ocorre quando existe uma motivação por parte dos acionistas para as empresas mudarem os seus ativos de baixo para alto risco e, devido a esta alteração, existe uma transferência de riqueza em proveito dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo Myers (1977), o problema de subinvestimento ocorre quando as empresas começam a rejeitar projetos que criam valor. Em concreto, quando estamos perante a existência de dívida, antecedente à realização de um projeto de investimento, e esta se encontra superior ao VAL esperado do projeto, existe um estímulo por parte dos acionistas para a não realização do projeto. Este comportamento dos acionistas atua como um mecanismo de defesa, pois, muitas das vezes, a realização dos referidos projetos de investimento apenas beneficia a posição dos credores. Este problema, também discutido por Myers e Majluf (1984), coloca-se no âmbito de empresas cujas oportunidades de investimento superam os fluxos de caixa operacionais, sem capacidade de emitir dívida

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

de baixo risco, logo, acabam por rejeitar bons investimentos ao invés de emitir títulos com maior risco.

Uma potencial solução para o problema de subinvestimento é a redução da maturidade da dívida, e, por conseguinte, uma redução dos custos de monitorização dos credores. Myers (1977) argumenta que o recurso à DCP, cuja maturidade anteceda o exercício das opções de investimento, pode, de facto, atenuar estes problemas entre acionistas e credores. Por sua vez, o autor destaca que esta solução implica uma maior exposição ao risco de liquidez, logo só se poderá recorrer à DCP se a empresa detiver flexibilidade financeira suficiente para tal. Os custos de agência, tanto os de subinvestimento como os de substituição de ativos, podem, de acordo com Barnea *et al.* (1980), ser minorados através da redução da maturidade da dívida.

As empresas que utilizam DCP têm melhor capacidade de monitorização, pois os gestores necessitam de fornecer a informação mais frequentemente aos seus credores, de modo a que estes possam proceder mais vezes ao refinanciamento (Antoniou *et al.*, 2006). Ou seja, por este motivo, muitas empresas acabam por optar pela DCP, com melhores oportunidades de monitorização para os credores, como uma solução para prevenir os comportamentos oportunistas dos gestores.

Por outro lado, Brick e Ravid (1985) alegavam que a DLP pode aumentar o valor da empresa, com a vantagem de reduzir as despesas fiscais. No mesmo contexto, Hart e Moore (1995) argumentaram que a DLP tem um papel importante no controlo da atividade dos gestores no que se refere ao financiamento de futuros investimentos, de modo a limitar os seus interesses em realizar investimentos de reduzida rentabilidade.

Relativamente à estrutura na maturidade da dívida, surgem diversos estudos que estudam os conflitos de agência entre acionistas e gestores, nomeadamente Datta *et al.* (2005). Os autores conduzem a sua pesquisa para os acionistas e gestores que não têm os seus interesses alinhados e, deste modo, os gestores com baixa participação acabam por preferir a DLP pelo simples facto de ter uma menor monitorização externa, mesmo que o risco de liquidez seja baixo. Este conflito baseia-se na preferência dos gestores por

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

dívida de médio e longo prazo, dado que esta propicia a menor monitorização dos seus comportamentos (Jensen & Meckling, 1976).

De maneira a minimizar os custos de agência, Datta *et al.* (2005) sugerem um aumento de participação dos gestores no capital da empresa. Ainda neste contexto, Guney e Ozkan (2005) propuseram a DCP como um mecanismo de disciplina para os gestores. Apesar da DCP não explorar os benefícios fiscais como a DLP, esta insere-se nas motivações tanto dos acionistas como dos credores, diminuindo o problema de *risk-shifting* (Leland & Toft, 1996).

1.2.5 Teoria do Market Timing

A Teoria do *Market Timing*, introduzida por Baker e Wurgler (2002), consiste na emissão de novas ações pelas empresas num mercado imperfeito, com a presença do problema da assimetria de informação. Mais concretamente, os autores defendem que a estrutura de capital de uma empresa corresponde ao resultado acumulado de várias tentativas passadas de aproveitamento do melhor *timing* do mercado de ações, por parte dos gestores das empresas. Assim, estes tendem a optar pela emissão de novas ações quando tomam consciência que as ações da empresa estão sobreavaliadas pelo mercado, levando-os a recomprá-las quando as mesmas estão subavaliadas. Esta atitude vinda dos gestores pode representar um comportamento racional, acautelando os interesses dos atuais acionistas.

O rácio *Market-to-Book* está relacionado com a emissão de ações, pois possibilita que os gestores explorem as perceções do mercado. Este rácio permite medir a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor contabilístico. Ou seja, quando o valor de mercado se encontra acima do valor contabilístico, a empresa está sobreavaliada no mercado e os gestores optam pela emissão de novas ações. Pelo contrário, quando o valor contabilístico se encontra abaixo do valor de mercado, a empresa encontra-se subavaliada, pelo que prefere recorrer à emissão de dívida (Baker & Wurgler, 2002).

Pode concluir-se, então, que esta teoria tem algumas semelhanças com a Teoria de *Pecking Order*, pois prevê que os gestores podem beneficiar os atuais acionistas, uma vez

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

que existe assimetria de informação; e também, não reconhece a existência de uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa, onde as decisões sobre a estrutura de capital são baseadas no mercado.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

1.3 Conceito de PME

As Micro, Pequenas e Médias Empresas (PME) são uma fonte de crescimento económico da UE e, naturalmente, da criação de emprego no setor privado. São de extrema importância para o tecido empresarial, pois contribuem para mais de metade do valor acrescentado total criado pelas empresas na UE. Deste modo, existe um estímulo através da investigação e inovação, para promover o aumento da competitividade das PME's e, assim, permitir um acesso mais fácil ao financiamento.

Tendo em conta que a estrutura de capital das PME's é essencialmente composta por capitais alheios, a determinação da mesma torna-se fundamental para a tomada de decisões sobre o financiamento, com o intuito de maximizar o valor da empresa, bem como minimizar o custo médio do capital (Ross, 2005).

Com base na recomendação da União Europeia L124/36 (2003/361/CE), uma empresa é considerada PME quando preenche dois dos seguintes critérios: 1) menos de 250 trabalhadores; 2) total do balanço anual não superior a 43 milhões de euros; e 3) volume de negócios anual não superior a 50 milhões de euros.

As PME's podem subdividir-se em três grupos distintos: micro, pequenas e médias empresas, conforme indica a tabela 1.

Categoria	Nº de Trabalhadores efetivos	Volume de Negócios ou Balanço Total
Micro	Inferior a 10 trabalhadores	Inferior a 2 milhões de euros
Pequena	Inferior a 50 trabalhadores	Inferior a 10 milhões de euros
Média	Inferior a 250 trabalhadores	Volume de Negócios e/ou Balanço Total inferior a 50 milhões de euros e inferior a 43 milhões de euros, respetivamente

Tabela 1 – Tipologia PME (Fonte: Recomendação da Comissão Europeia 2003).

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

1.4 Diversidade de Género

Ao longo dos anos, a visão que a sociedade detém sobre as mulheres no mercado de trabalho tem vindo a sofrer diversas alterações positivas. No entanto, ainda há um longo caminho a percorrer contra a desigualdade de oportunidades entre mulheres e homens. Trata-se de um problema atual, tanto em contexto empresarial, como em contexto pessoal. Embora tenha havido uma evolução significativa no alcance da diversidade de género no mundo empresarial, que levou as mulheres a ocuparem altos cargos de gestão, uma grande maioria dos conselhos de administração das empresas ainda são constituídos somente por homens (Torchia *et al.*, 2011).

1.4.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração de uma empresa assume um papel determinante no processo de tomada de decisões estratégicas. Estas decisões, por sua vez, têm impacto no desempenho financeiro da empresa e na sua estrutura de capital (Terjesen *et al.*, 2016).

Um conselho de administração de uma organização é responsável por estabelecer mecanismos adequados para monitorizar e controlar a sua atividade. Posto isto, a presença do sexo feminino nos conselhos de administração é considerada um fator decisivo nas tomadas de decisões e na implementação de políticas nas empresas e, desta forma, atua como um mecanismo de controlo interno das empresas (Carter *et al.*, 2003; Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2010; Schwartz-Ziv, 2013; Levi, Li & Zhang, 2014; Mohan, 2014; Perryman *et al.*, 2015).

A representação feminina nos conselhos de administração das empresas proporciona não só diferentes perspetivas e competências, como também diferentes valores e princípios (Miller & Triana, 2009). Assim sendo, de modo geral, os conselhos de administração diversificados em termos de género, dado que acarretam diferentes pontos de vista, acabam por obter um maior leque de soluções para os diversos problemas que ocorrem e, desta forma, existe uma melhoria na qualidade das decisões estratégicas (Hillman *et al.*, 2007). No mesmo contexto, os conselhos de administração com diversidade de género

O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida: evidência das PME's Industriais da Península Ibérica

acabam por oferecer diferentes perspetivas e propôr soluções que, provavelmente, um conselho de administração homogéneo não colocaria em causa (Carter *et al.*, 2003; Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Logo, um conselho de administração heterogéneo em termos de género estimula a inclusão de diversas perspetivas e, assim, uma diminuição dos conflitos de interesse (Nielsen & Huse, 2010).

No estilo de liderança e no delineamento das prioridades da empresa, as mulheres tendem a ser mais inovadoras e igualitárias na sua visão estratégica, comparativamente aos homens (Shaya & Abu, 2017).

1.4.2 Representação das Mulheres no Mercado de Trabalho

Apesar do impacto positivo do equilíbrio entre homens e mulheres e da existência de legislação por parte da UE que fomenta este equilíbrio, continua a existir uma grande desproporção nos conselhos de administração das empresas em toda a UE. Este desequilíbrio entre homens e mulheres é particularmente significativo no setor privado, principalmente nas empresas cotadas em bolsa.

Em 2012, foi apresentada à Comissão Europeia uma proposta de diretiva para combater o desequilíbrio entre homens e mulheres em cargos de administração não executivos das empresas cotadas em bolsa, propondo um aumento da percentagem do sexo feminino nestes cargos para 40 % até 2020. Contudo, esta proposta não foi aprovada.

Quatro anos depois, em julho de 2016, a Comissão Europeia publicou o Relatório *Gender balance on corporate boards > Europe is cracking the glass ceiling* no qual demonstrava a preocupação com a baixa representação do sexo feminino nos conselhos de administração das empresas cotadas, onde a média dos países representava apenas 23,3%. Portugal encontrava-se em décimo nono lugar, com 14,2 %, e Espanha em décimo terceiro lugar, com 20,2 %.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Finalmente, a 7 de junho de 2022, o Conselho e o Parlamento Europeu aprovaram o novo projeto de lei¹ da UE para promover a equidade entre ambos os sexos, nos conselhos de administração das empresas cotadas em bolsa. Esta diretiva ambiciona pelo menos 40% dos cargos de administração não executivos ou 33% dos cargos de administração não executivos e executivos, por membros do sexo sub-representado, no qual prevê ser concretizada até 2026 com o apoio da maioria dos 27 estados-membros da UE. No entanto, apesar de ser um grande passo para atingir a igualdade de género e novas oportunidades no mundo empresarial para as mulheres, as PME's com menos de 250 trabalhadores estão excluídas do âmbito de aplicação da diretiva. Deste modo, a diretiva acaba por excluir a maior parte das empresas geradoras de riqueza dos países.

Portugal já possuía anteriormente uma legislação para prevenir os desequilíbrios entre o sexo feminino e masculino no setor público empresarial e para as empresas cotadas em bolsa, logo, com a nova diretiva foi necessário apenas introduzir alguns ajustamentos nas quotas para cargos executivos e não executivos. A Lei n.º 62/2017 impõe para as empresas do Estado, uma representação de 33,3% do sexo sub-representado, que não deve ser apenas cumprido para cada órgão, como também para cargos executivos e não executivos. Para empresas cotadas em bolsa foi feita uma previsão de pelo menos 20% de representação de membros do sexo sub-representado, a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2018, e 33,33%, a partir da primeira assembleia geral eletiva após 1 de janeiro de 2020. Nesta lei não existe distinção de cargos executivos e não executivos, englobando todos os cargos em órgãos de gestão. Em Espanha, já tinha sido publicada a Lei 3/2007², como uma recomendação para alcançar 40% da representação feminina nos conselhos de administração das empresas, até 2015.

Segundo o Gender Diversity Index 2021 (GDI), proposto pela organização EWOB (*European Women on Boards*), Portugal apenas conta com três empresas cotadas com mulheres em cargos de liderança, das dezasseis empresas analisadas. Por outro lado,

¹ Council and European Parliament agree to improve gender balance on company boards (Council of the EU, 2022).

² Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres.

18 de 98

Mod5.233_00

SISTEMA INTERNO DE GARANTIA DA QUALIDADE

Coimbra Business School | ISCAC

Quinta Agrícola – Bencanta, 3045-601 Coimbra

Tel +351 239 802 000; E-mail: secretariado@iscac.pt; www.iscac.pt

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

Espanha conta com doze empresas cotadas com mulheres em cargos de liderança, das vinte e três empresas observadas. Comparativamente com as médias europeias apresentadas, cerca de 19%, Portugal e Espanha evidenciam percentagens particularmente baixas nos índices de cargos executivos de gestão, com apenas 14% e 12%, respetivamente. O Índice de Diversidade de Género, medido entre 0 e 1, sendo que quanto mais perto de 1, mais equitativo é o país em termos de diversidade de género em cargos de topo, registou uma pontuação de 0,59 para a média europeia. Portugal e Espanha revelaram uma pontuação ligeiramente mais baixa que a média europeia, correspondente a um Índice de Diversidade de Género de 0,50 e 0,54, respetivamente. A nível europeu, a representação feminina em cargos de administração e em cargos de liderança, apresenta uma média de 35% e 30%, respetivamente. Portugal e Espanha registam ambos, em média, 30% de representação feminina em cargos de administração. Com uma percentagem também reduzida, a representação de mulheres em cargos de liderança situa-se nos 27% para Portugal, e 28% para Espanha.

Através da observação da figura 1, é visível a evolução da presença de mulheres nos conselhos de administração das empresas cotadas da UE. Segundo o Instituto Europeu da Igualdade de Género, Portugal e Espanha sempre apresentaram valores mais baixos, comparativamente com a média europeia, no entanto isso tem vindo a alterar-se. Em 2021, a Espanha ultrapassou a média europeia em 1,3%, contando com 32,6% de representação feminina nos conselhos de administração. Portugal não ultrapassou a média europeia por 0,3% em 2021, porém conseguiu ultrapassar em 2022, situando-se com 33,3%. A Espanha também superou a média europeia em 2022, alcançando 35,7% de representação de mulheres nos conselhos de administração.

Apesar de se verificar uma evolução contínua na representação de mulheres nos conselhos de administração, os valores apresentados ainda estão longe do objetivo da igualdade de género.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

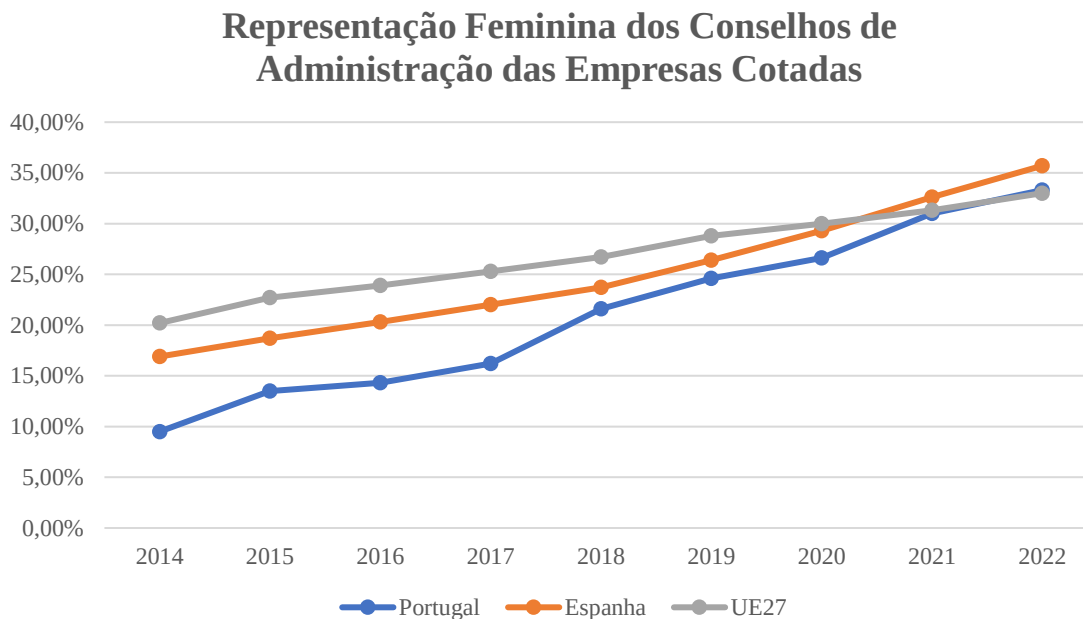


Figura 1: Representação Feminina dos Conselhos de Administração das Empresas cotadas no período entre 2014-2022 (Fonte: EIGE).

A Informa D&B realizou um estudo em março de 2022, cujos dados se reportam ao ano de 2021, sobre a representatividade das mulheres nas empresas portuguesas. As conclusões apontaram que a representatividade das mulheres em cargos de gestão tem uma relação inversa quanto à dimensão da empresa, isto é, quanto maior é a empresa, menos representatividade têm as mulheres em cargos de gestão e vice-versa. Pela observação do gráfico 2, as mulheres representam apenas 19% em grandes empresas, 21% em empresas médias, 25% em pequenas empresas, e por fim, 31% em microempresas.

Ainda no mesmo estudo, os três setores com maior representatividade feminina em cargos de gestão foram: Serviços Gerais, Retalho, Alojamento e Restauração, todos eles com mais de 50%. No entanto, no setor industrial esta representatividade fica-se pelos 26%.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Cargos de Gestão por Género e Dimensão da Empresa em Portugal

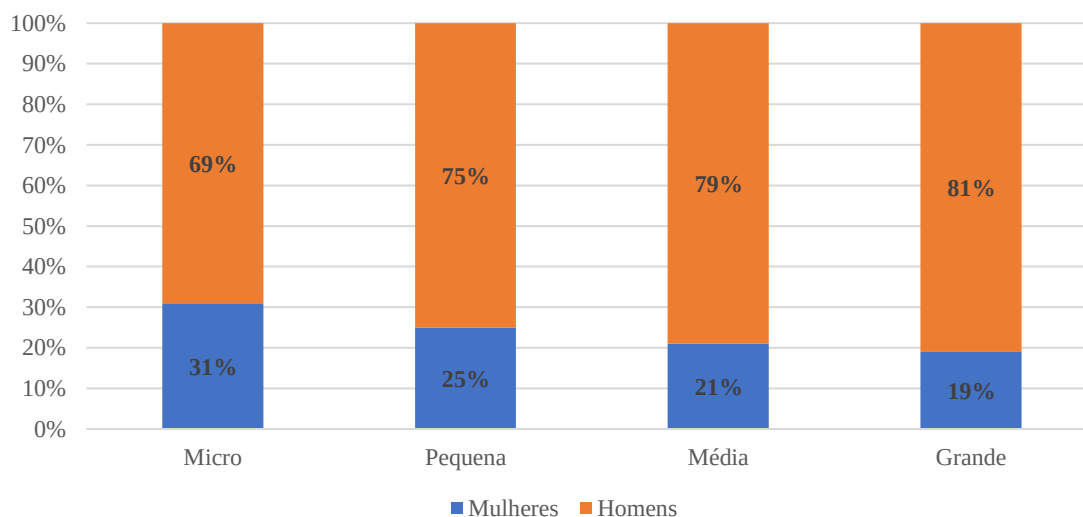


Figura 2: Cargos de Gestão por Género e Dimensão da Empresa em Portugal, 2021 (Fonte: Informa D&B).

1.4.3 Teoria da Massa Crítica

A Teoria da Massa Crítica – tomando como referência o contributo de Kramer *et al.* (2006) – corresponde à circunstância de um determinado subgrupo de pessoas ser capaz de influenciar as decisões do grupo como um todo. Neste caso, quando se atinge uma determinada massa crítica em termos de membros do sexo feminino nos conselhos de administração das empresas, as divergências e conteúdos debatidos por parte destes membros passa a ter peso no conselho de administração, de modo a afetar a tomada das decisões do mesmo.

Kanter (1977) revelou-se como pioneira no contexto das dinâmicas de grupos nas organizações, ao investigar as desigualdades existentes entre homens e mulheres. A autora entrevistou 20 colaboradoras de uma empresa multinacional, tanto vendedoras como ocupantes de posições de chefia. Neste estudo, a autora identificou três desvantagens para o género feminino: primeiramente, essas colaboradoras não tinham as mesmas oportunidades de formação e progressão na carreira como os seus colegas do

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

género masculino; existia uma certa inferioridade no que toca à posse de recursos e poder na organização, comparativamente aos seus colegas do género masculino; e, a desproporção numérica no grupo, sendo a desvantagem mais notória e, que acabou por se tornar o tema principal do estudo, contribuindo para o desenvolvimento da Teoria da Massa Crítica. A investigação de Kanter (1977) foi orientada para a compreensão das situações enfrentadas pelas mulheres no mundo empresarial.

Segundo o estudo pioneiro de Kanter (1977), existe desproporções distintas relativamente a números de pessoas, social e culturalmente diferentes, num determinado grupo. Verifica-se quando existe, num contexto organizacional, um grupo que está extremamente sub-representado. Assim, a autora desenvolveu um modelo teórico, no qual diferencia quatro tipos de grupo:

1. Os grupos uniformes/homogéneos (*uniform groups*) são constituídos por pessoas de igual categoria social. O grupo desenvolve as suas próprias diversidades, no entanto, os grupos uniformes são homogéneos em relação às principais características, como o sexo, a raça ou a etnia. Assim, grupos uniformes têm zero mulheres nos conselhos de administração.
2. Os grupos enviesados (*skewed groups*) contêm uma grande preponderância de uma categoria social – os "dominantes" numéricos – sobre outra – os *tokens* – ou seja, grupos minoritários, no caso, as mulheres. O grupo que é numericamente dominante, detém o controlo do grupo, de forma suficiente para ser rotulado de dominante. Posto isto, os *tokens* são um conceito introduzido por Kanter (1977), para nominar quando as mulheres estão em minoria num grupo, onde os *tokens* são tratados, frequentemente, como representantes, símbolos ou exemplos femininos, e não como pessoas individuais. Assim, os grupos enviesados detêm até 20% de mulheres nos conselhos de administração.
3. Os grupos inclinados (*tilted groups*) seguem o rumo para uma distribuição menos extrema e, logo, obtém-se um efeito menos desproporcional. Nesta situação, existe entre 20% a 40% de mulheres, onde os homens são apenas uma maioria. Neste caso, as mulheres são potenciais aliadas, que podem formar coligações e afetar a opinião e tomada de decisão do conselho de administração.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

4. Finalmente, os grupos equilibrados (*balanced groups*) têm entre 40% a 60% de mulheres nos conselhos de administração. A composição, a cultura e a interação refletem esse equilíbrio. A maioria e minoria transformam-se em potenciais subgrupos, que podem ou não gerar verdadeiras identificações baseadas no tipo. O resultado de ter indivíduos num grupo de pares tão equilibrado, desatendendo ao tipo, depende de outros fatores estruturais e pessoais, incluindo a formação, bem como os diferentes papéis desempenhados e capacidades.

Torchia *et al.* (2011) argumentam que a representação feminina nos conselhos de administração das empresas tem de passar por vários *tokens* para um nível de massa crítica, antes de poder ter qualquer impacto nos processos de tomada de decisão e nos resultados das empresas. Assim, a massa crítica de mulheres é medida em pelo menos três membros do conselho de administração, para ter uma influência positiva nas decisões do conselho e no seu desempenho. Joecks *et al.* (2013) defendem que a maximização do desempenho da empresa acontece quando os conselhos de administração revelam 30% de representação feminina e, deste modo, conselhos inclinados apresentam um melhor desempenho que conselhos enviesados.

Os *tokens* estão associados a três fenómenos distintos: a visibilidade, que acontece quando os *tokens* se destacam pela sua singularidade, o que gera pressões de desempenho sobre as minorias; a polarização das diferenças entre *tokens* e dominantes, e, por vezes, diferenças exageradas, o que acaba por levar a que os dominantes aumentem os limites do grupo, e consequentemente, ao isolamento social dos *tokens*; por fim, a assimilação, que ocorre quando os atributos dos *tokens* são distorcidos para se adequarem aos estereótipos ou generalizações comuns sobre a categoria social, que consequentemente leva à limitação do papel dos *tokens*.

1.4.4 Fenómeno de Glass Ceiling

A economia mundial tem testemunhado uma evolução da representação feminina no mercado de trabalho, ao longo das últimas décadas (Saleem *et al.*, 2017). Esta tendência pode estar interligada com diversos fatores, tais como: o aumento dos níveis de educação das mulheres, o conhecimento da importância da diversidade de género por parte das

O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida: evidência das PME's Industriais da Península Ibérica

empresas e a adoção de quotas para apoiar a igualdade de género nas empresas (Rudman & Phelan, 2008; Saleem *et al.*, 2017). No entanto, a evolução não foi assim tão notória no que diz respeito à liderança nas organizações e à progressão na carreira em cargos superiores de gestão (Schuh *et al.*, 2014).

O fenómeno de *glass ceiling* ou “teto de vidro” surgiu durante a década de 80 nos Estados Unidos e ilustra as barreiras invisíveis impostas pela sociedade, porém suficientemente fortes para impedirem a progressão feminina na hierarquia organizacional (Bjerk, 2008; Carli & Eagly, 2001; Weyer, 2007). Mais concretamente, estas barreiras atuam como obstáculos para a ascensão de mulheres a cargos superiores de gestão nas empresas. Este fenómeno tem preponderância a acontecer com mais frequência em níveis superiores de gestão (Baxter & Wright, 2000). Deste modo, à medida que uma mulher se aproxima do topo da organização, os obstáculos manifestam-se de forma cada vez mais expressiva (Cotter *et al.*, 2001).

Segundo Weyer (2007), o estereótipo de género surge dos traços que diferenciam ambos os sexos, colocando o sexo masculino em vantagem no que diz respeito a posições de topo, com um ambiente de trabalho maioritariamente masculino onde as mulheres são esquecidas e colocadas em desvantagem pela imagem tradicional do símbolo feminino e pelo desempenho das suas responsabilidades familiares. Persiste também algum desconhecimento entre as empresas sobre as desigualdades de género. Assim, existe uma desigualdade de oportunidades que dificulta a ascensão das mulheres em cargos de gestão. Portanto, apesar destas desigualdades terem carácter individual, estas acabam por ter impacto a nível do conselho de administração e, deste modo, o estereótipo de género age como uma das principais causas do *glass ceiling* (Weyer, 2007).

O *glass-ceiling index*, desenvolvido pela revista *The Economist*, procura medir o papel e a influência que as mulheres têm em 29 países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico). O índice baseia-se, essencialmente, nos níveis de educação, na representação feminina no mercado de trabalho, nas remunerações, na representatividade no parlamento, na participação nas provas de admissão GMAT

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

(*Graduate Management Admission Test*), nos direitos de maternidade/paternidade e na representação feminina em altos cargos de direção.

Em 2021, de acordo com a revista *The Economist*, os países nórdicos lideraram com a melhor pontuação do índice: a Suécia, a Islândia, a Finlândia e a Noruega, respetivamente. De seguida, situa-se logo Portugal ocupando a quarta posição do índice. Espanha, por sua vez, ocupa a décima terceira posição. O índice revela que em Portugal, as mulheres revelam maiores níveis de educação que os homens, cerca 10,2%; a representação feminina situa-se em mais 5,1%, que a representação masculina; as mulheres são pior remuneradas comparativamente aos homens, em 11,7%; as mulheres representam 35,6% das posições de gestão e 31% dos membros dos conselhos de administração das empresas. Em Espanha, as mulheres revelam também uma melhor educação que os homens em cerca de 6%; a representação feminina no mercado de trabalho situa-se menor em 9,5%, comparativamente com a representação masculina; em termos de remuneração, as mulheres são mais mal pagas em 8,6%, comparativamente aos homens; as mulheres representam 35% das posições de gestão e 32,6% dos membros dos conselhos de administração das empresas.

Outro problema enfrentado pelo sexo feminino é o denominado *glass cliff*, onde as mulheres estão expostas a situações ou posições que estão destinadas a fracassar. Mais concretamente, refere que quando existe a ascensão de uma mulher em cargos de liderança superiores, estes cargos podem representar uma posição arriscada e com uma maior suscetibilidade de falhar, colocando em causa as capacidades de liderança das mulheres (Ryan *et al.*, 2016). Na mesma linha de pensamento, a liderança é vista pela sociedade como uma qualidade masculina, pelo que esta é associada a comportamentos tipicamente masculinos que destacam a dominância, força e realização. Ou seja, as mulheres acabam por sentir uma certa pressão para provar o seu valor e demonstrar a sua capacidade para liderar posições de poder nas empresas (Eagly & Carli, 2003).

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

1.5 O Impacto da Diversidade de Género no Nível de Endividamento

As pesquisas empíricas sobre a escolha do nível de endividamento e a diversidade de género apresentam resultados mistos, no entanto, a esmagadora maioria da literatura financeira revela uma relação negativa entre a diversidade de género no conselho de administração e o nível de endividamento das empresas, no sentido em que a representação feminina demonstra níveis de endividamento mais baixos.

Com a escolha do nível de endividamento das empresas é possível examinar os traços comportamentais dos membros do conselho de administração. Com efeito, essa escolha não é apenas uma ferramenta essencial no que diz respeito à política financeira das empresas, como também atua para uma estrutura de direção e administração mais adequada, e para práticas de gestão mais eficazes (Li & Zhang, 2019). Investigações anteriores concluíram que a diversidade de género pode afetar positivamente a eficiência dos conselhos de administração (Adams & Ferreira, 2009; Nielsen & Huse, 2010; Virtanen, 2012; Alves *et al.*, 2015), bem como aumentar a rentabilidade da empresa e a criação de valor para os acionistas (Carter *et al.*, 2007).

Diversos estudos observam as diferenças entre homens e mulheres nas decisões de investimento das empresas, devido à diferente sensibilidade ao risco entre ambos os géneros. Neste contexto, numerosas investigações mostram que as mulheres têm uma menor tolerância ao risco que os homens (Levin *et al.*, 1988; Dwyer *et al.*, 2002; Graham *et al.*, 2002; Harris & Jenkins, 2006; Barnea *et al.*, 2010; Sachse *et al.*, 2012; Faccio *et al.*, 2016; Carter, Franco & Gine, 2017; Bernile *et al.*, 2018; Brooks *et al.*, 2019; Nadaraja *et al.*, 2020) e, também, apresentam níveis de confiança menos exagerados (Barber & Odean, 2001; Huang & Kisgen, 2013; Zalata *et al.*, 2019; La Rocca *et al.*, 2020).

As mulheres tomam decisões mais cautelosas e com um menor risco associado, pelo que naturalmente acabam por optar por menores níveis de financiamento que os homens. A representatividade feminina no conselho de administração das empresas acaba por revelar uma menor recetividade ao endividamento das empresas, pois o facto de serem mais avessas ao risco leva a que recorram menos à dívida como meio de financiamento, tal

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

como sugerem Schubert (2006), Maxfield (2010), Nyamweya (2015) e Faccio *et al.* (2016). Por outro lado, as empresas com um conselho de administração diversificado em termos de género estão mais propensas a obter financiamento, pelo facto das mulheres terem uma postura mais íntegra e confiável do que os homens, o que faz com que a tomada de decisão seja mais ponderada e, conseqüentemente, haja uma redução dos conflitos de agência (Elmagrhi *et al.* 2018; Usman *et al.*, 2019; Zaid *et al.*, 2020).

La Rocca *et al.* (2020), recorrendo a dados em painel referentes aos anos de 2005 a 2008, encontraram uma relação positiva e significativa entre a presença de mulheres no conselho de administração e a dívida de curto prazo de empresas europeias cotadas e não cotadas. Estes resultados estão em linha com Myers (1977), que sugere que a dívida de curto prazo está sujeita a novas negociações de forma contínua e gradual, desde que a empresa detenha flexibilidade financeira suficiente para modificar a sua estrutura de capital. Portanto, as mulheres tendem a optar por uma estrutura de capital mais flexível, através do aumento do nível de endividamento da empresa a curto prazo, o que revela a ausência de confiança excessiva por parte das mulheres.

No estudo de Li e Zhang (2019) foi estudada a influência da representação feminina nos conselhos de administração, relativamente às vertentes da maturidade da dívida, nas empresas do S&P 1500 e restringindo a amostra para empresas industriais, no período entre 1997 e 2016. Para medir a estrutura da maturidade da dívida, os autores utilizaram cinco *proxies*: dívida financeira com vencimento até 12 meses a dividir pela dívida financeira total (ST1); dívida financeira com vencimento até 2 anos a dividir pela dívida financeira total (ST2); dívida financeira com vencimento até 3 anos a dividir pela dívida financeira total (ST3); dívida financeira com vencimento até 4 anos a dividir pela dívida financeira total (ST4); e, por fim, a dívida financeira com vencimento até 5 anos a dividir pela dívida financeira total (ST5). Assim, os autores consideraram estes cinco tipos de vencimento como dívida de curto prazo. Os resultados revelaram uma relação positiva e significativa quando utilizada a dívida com vencimento a 12 meses, a 2 anos e a 3 anos, mas insignificante com vencimento a 4 e 5 anos. Logo, verificou-se que as empresas com um maior rácio de membros do sexo feminino tendem a ter maior proporção de dívida de curto prazo. Ou seja, observa-se uma relação negativa entre os membros do sexo feminino

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

no conselho de administração e a probabilidade de sobreinvestimento. Esta evidência sugere que as mulheres reconhecem a dívida de curto prazo como uma ferramenta de monitorização. No entanto, concluiu-se que estes resultados são principalmente impulsionados por empresas com uma fraca estrutura de governo e com baixas restrições financeiras, e que não difere entre empresas com alto ou baixo nível de endividamento.

Hernández-Nicolas *et al.* (2015) analisaram a influência da presença do género feminino, como CEO e como membros dos conselhos de administração de micro e pequenas empresas espanholas. Este tipo de empresas não pode exceder o limite de 50 funcionários; não pode ultrapassar 50 milhões de euros em volume de negócios; e por fim, não pode deter mais de 43 milhões de euros no balanço total anual. Como maturidade da dívida os autores consideraram a dívida de longo prazo sobre o total da dívida e, neste caso, os resultados demonstraram que a presença de mulheres, quer seja como CEO, quer seja como membros dos conselhos de administração, levam a uma menor utilização de financiamento por dívida, bem como um menor custo da dívida total e uma maior maturidade da dívida. Como tal, estes resultados reportam-se a conselhos de administração mais diversificados, em termos de género.

Huang e Kisgen (2013) analisaram as decisões financeiras tomadas por CEOs e CFOs do género feminino, comparativamente com as tomadas por elementos do género masculino. Os autores utilizaram uma metodologia de dados em painel com recurso a efeitos fixos, recorrendo à particularidade de observarem as transições de homens para mulheres, bem como de mulheres para homens, de modo a obter resultados mais específicos. Assim, devido ao elevado nível de confiança detido pelos membros do sexo masculino, estes acabam por emitir mais dívida, especificamente mais dívida de longo prazo, comparativamente com os membros do sexo feminino. Os resultados estão de acordo com Myers (1977), de acordo com os quais as mulheres acabam por preferir emitir mais dívida de curto prazo, para uma estrutura de capital mais flexível. Neste caso, os resultados também sugerem que as empresas lideradas por mulheres tomam decisões financeiras mais favoráveis para os acionistas e investidores.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

Seguindo um método similar a Huang e Kisgen (2013), Zhu *et al.* (2020) examinaram o impacto do género enquanto CEO na estrutura da dívida de empresas do S&P 1500, entre 1993 e 2017. Os autores concluíram que, as empresas que têm mulheres como CEOs emitem menos dívida comparativamente a empresas com homens como CEOs. Uma das razões que sustentam estes resultados, segundo os autores, tem a ver com a aversão ao risco por parte das mulheres, dado elas serem mais conservadoras, enquanto que os homens, por vezes, transmitem excesso de confiança. Também, os autores descobriram que as empresas com mulheres enquanto CEOs detêm uma maior flexibilidade financeira para um potencial de endividamento não explorado, com prazos de vencimento mais longos.

Na mesma linha de pensamento, Faccio *et al.* (2016) expõem que as empresas lideradas por mulheres têm um nível de alavancagem menor e melhores níveis de sobrevivência no mercado, devido essencialmente, às tomadas de decisões em função da prevenção do risco. Este estudo encontra-se em linha com as conclusões de Huang e Kisgen (2013), como foi referido anteriormente, uma vez que os membros do sexo feminino têm menor tendência para emitir financiamento por dívida. Chen *et al.* (2017) revela que a principal causa de uma relação negativa com a alavancagem, é a aversão ao risco por parte das mulheres.

Por outro lado, Ahmed e Atif (2020) investigaram a tolerância ao risco por parte das mulheres enquanto membros do conselho de administração das empresas australianas. Os resultados foram controversos relativamente aos providenciados pela maioria das investigações anteriores. Na verdade, a literatura sustenta que as mulheres, de modo geral, são mais avessas ao risco que os homens. Neste caso, os autores encontraram uma relação positiva entre as mulheres nos conselhos de administração das empresas e o uso de financiamento por dívida, argumentando que as mulheres não são conservadoras na utilização de financiamento por dívida, conduzindo, deste modo, a um aumento da suscetibilidade ao risco nas suas diversas formas, mormente do risco por incumprimento. Mais especificamente, a percentagem de mulheres nos conselhos de administração demonstra uma relação positiva e significativa com a dívida de longo prazo e a dívida total, com um aumento de 4% e 8%, respetivamente, quando a percentagem de mulheres

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

aumenta 1%. Relativamente à dívida de curto prazo, existe uma relação negativa e significativa. Assim, quando a percentagem de mulheres aumenta 1%, a dívida de curto prazo diminui 6%.

Para uma amostra de empresas não financeiras europeias, no período entre 2002 e 2019, García e Herrero (2021) estudaram a influência da presença de mulheres nos conselhos de administração nas decisões sobre a estrutura de capital. Tendo em conta que, neste estudo, a maturidade da dívida corresponde à dívida de longo prazo a dividir pelo total da dívida, os resultados sugerem uma relação negativa entre a diversidade de género no conselho de administração das empresas e a alavancagem financeira, o custo da dívida total e a maturidade da dívida. Mais concretamente, a análise empírica demonstra que a diversidade de género nos conselhos de administração reduz o risco de incumprimento/probabilidade de falência, o nível de alavancagem, o custo da dívida e a maturidade da dívida. Os resultados estão de acordo com a Teoria da Agência, uma vez que, devido à heterogeneidade oferecida pelos membros do sexo feminino aos conselhos de administração das empresas, existe uma monitorização mais adequada e uma menor assimetria da informação, e consequentemente uma maior aversão ao risco e uma redução dos conflitos de interesse, tal como sugerem Francis *et al.* (2013), Li e Zhang (2019), Pandey *et al.* (2019) e La Rocca *et al.* (2020).

Nos resultados de Francis *et al.* (2013) verificou-se, numa amostra de 1296 empresas do S&P 1500, entre os anos 1994 e 2006, que as empresas com uma mulher como CFO, em média, beneficiavam de um preço de crédito mais reduzido em 14% quando comparadas com empresas em que as mesmas funções eram exercidas por homens. Também, as empresas lideradas por mulheres tinham uma maior maturidade da dívida em cerca de 9% (3,8 meses).

Com uma amostra de empresas cotadas nas bolsas de valores de Xangai e Shenzhen, para o período de 2009 a 2015, Usman *et al.* (2018) analisaram o impacto da diversidade de género nos conselhos de administração das 5806 empresas observadas na amostra, utilizando o método OLS com efeitos fixos. O estudo concluiu que a presença de mulheres nos conselhos de administração reduz os comportamentos oportunistas dos gestores e a

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

assimetria de informação, bem como os custos de agência. Para testar o conceito da teoria da massa crítica, os autores criaram três variáveis: uma representava a definição de *token*, ou seja, apenas 1 mulher no conselho de administração; outra variável representava 2 mulheres no conselho de administração; e, por fim, uma medida da massa crítica, no qual a variável representa 3 mulheres ou mais no conselho de administração. As três variáveis têm uma relação negativa e significativa com o custo da dívida, pelo que se concluiu que as empresas com 1, 2 e 3 ou mais mulheres no conselho de administração reduzem os custos da dívida em cerca de 3%, 5% e 6%, respetivamente. Por sua vez, Konrad *et al.* (2008) dita que a teoria da massa crítica revela que um conselho de administração com um maior número de mulheres, produz resultados significativamente melhores, comparativamente a conselhos de administração com um número menor de mulheres. Porém, os resultados obtidos por Usman *et al.* (2018) não sustentam a teoria da massa crítica.

Wang *et al.* (2021) investigaram as opções de financiamento por parte das mulheres executivas na China, com uma amostra de 154 empresas cotadas na *Growth Enterprise Market* (GME), entre 2009 e 2016. Este estudo fornece evidências sobre a preferência das mulheres no que toca a tomadas de decisões sobre o financiamento, bem como a propensão ao risco. Os resultados sugerem que os membros executivos do género feminino têm uma menor probabilidade de usar financiamento interno, pois preferem recorrer à dívida através da emissão de ações. Também a presença de mulheres reduz significativamente a sensibilidade da dívida total. A relação entre a representatividade das mulheres e o financiamento através da dívida de longo prazo apresentam uma relação negativa, porém, sem significância.

Pandey *et al.* (2019) examinaram se a presença do género feminino nos conselhos de administração das empresas cotadas australianas tem alguma relação com o custo da dívida. Utilizaram uma amostra de 1600 empresas cotadas na ASX (*Australian Securities Exchange*) para o período de 2004 a 2016. O mesmo estudo permitiu concluir que, para a amostra e período em apreço, a presença do sexo feminino nos conselhos de administração tem uma relação negativa com o custo da dívida. Mais especificamente, consideraram que os conselhos de administração necessitam de atingir uma determinada

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

massa crítica de mulheres no conselho de administração, de maneira a ter um impacto favorável visível no custo da dívida das empresas. Os autores utilizaram quatro variáveis *dummy* para examinar a representação do sexo feminino nos conselhos de administração: *Uniform* (0% de mulheres), *Skewed* (inferior a 20% de mulheres), *Tilted* (entre 20% a 40% de mulheres) e *Balanced* (superior a 40% de mulheres). Na amostra do estudo, cerca de 68,6% das empresas são conselhos uniformes compostos somente por homens, enquanto 21,1% são conselhos *skewed*, que detêm pelo menos uma mulher, sem ultrapassar os 20% de representação feminina. Os conselhos *tilted* correspondem a 9,4% da amostra e os conselhos *balanced* apenas a 0,9%. Para medir o custo da dívida consideraram as despesas com juros mais os juros capitalizados durante o período, a dividir pela dívida média total; como alavancagem consideraram a soma da dívida de curto e longo prazo a dividir pelo total dos ativos. Comparativamente a conselhos de administração uniformes compostos exclusivamente por homens, as empresas com conselhos *skewed* não apresentam um custo da dívida significativamente diferente, o que suporta a teoria da massa crítica, que quando as mulheres simbolizam os *tokens*, não têm um impacto favorável observável nas decisões dos conselhos de administração. Porém, um conselho *tilted* já apresenta uma relação negativa e significativa, o que sugere que o custo da dívida é menor quando as mulheres deixam de representar “símbolos” ou *tokens*. Conselhos *balanced* deixam de ser significativos, provavelmente por esta categoria ter uma amostra bastante reduzida, tal como aconteceu nas investigações de Joecks *et al.* (2013) e Strydom *et al.* (2017), que também não apuraram resultados estatisticamente significativos para esta variável. Estes resultados vão ao encontro da teoria da agência, que expõe que a representação feminina nos conselhos de administração melhora a monitorização interna e, consequentemente, reduz o custo da dívida total.

Em suma, a relação prevista entre a diversidade de género e o nível de endividamento revela-se ambígua e com resultados empíricos mistos, controversos entre si. De maneira a testar a teoria da massa crítica e a aversão ao risco por parte das mulheres, as hipóteses são desenvolvidas com o intuito de provar que conselhos *tilted* apresentam uma redução do nível de endividamento, face a conselhos *skewed*, bem como os conselhos *balanced*

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

demonstram um menor nível de endividamento que conselhos *tilted* e conselhos *skewed*. Assim, formulam-se as seguintes hipóteses:

H1: *Ceteris paribus*, existe uma relação positiva e significativa entre CAs *skewed* e o nível de endividamento total.

H2: *Ceteris paribus*, existe uma relação positiva e significativa entre CAs *skewed* e o nível de endividamento de longo prazo.

H3: *Ceteris paribus*, existe uma relação positiva e significativa entre CAs *skewed* e o nível de endividamento curto prazo.

H4: *Ceteris paribus*, existe uma relação negativa e significativa entre CAs *tilted* e o nível de endividamento total.

H5: *Ceteris paribus*, existe uma relação negativa e significativa entre CAs *tilted* e o nível de endividamento de longo prazo.

H6: *Ceteris paribus*, existe uma relação positiva e significativa entre CAs *tilted* e o nível de endividamento de curto prazo.

H7: *Ceteris paribus*, existe uma relação negativa e significativa entre CAs *balanced* e o nível de endividamento total.

H8: *Ceteris paribus*, existe uma relação negativa e significativa entre CAs *balanced* e o nível de endividamento de longo prazo.

H9: *Ceteris paribus*, existe uma relação positiva e significativa entre CAs *balanced* e o nível de endividamento de curto prazo.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

2 Amostra e Metodologia

A secção 2 apresenta a amostra, descrição das variáveis e os modelos subjacentes à metodologia de investigação da presente dissertação.

2.1 Descrição da Amostra

Tendo em consideração os critérios de definição de PME, a amostra em estudo compreende 834 PME's Industriais da Península Ibérica, sendo 508 empresas espanholas e 326 empresas portuguesas, durante um período abrangente de 6 anos, de 2014 a 2019. O período em análise foi escolhido por ser um período pós-crise financeira global, em concreto, 6 anos em que ambos os países estavam a recuperar financeiramente. Em 2014, o valor da produção de Portugal era igual ao de 2001, apenas em 2018, a economia portuguesa conseguiu recuperar os valores de produção atingidos no ano de 2008, cerca de 10 anos depois. Espanha registou diversas variações do PIB desde 2008, sendo que retomou o seu crescimento no ano de 2015 até 2018, segundo os dados do INE (Instituto Nacional de Estatística).

De acordo com a recomendação da União Europeia L124/36 (2003/361/CE), uma empresa é considerada PME quando preenche dois dos seguintes critérios: 1) menos de 250 trabalhadores; 2) total do balanço anual não superior a 43 milhões de euros; e 3) volume de negócios anual não superior a 50 milhões de euros. Foram excluídas da amostra, as empresas que empregam menos de 10 trabalhadores e com um balanço e volume de negócios anual inferior a 2 milhões de euros (microempresas), bem como as empresas cotadas e do setor público, também, todas as empresas com informação insuficiente para construção das variáveis.

Segundo a literatura (Barclay & Smith, 1995; Datta *et al.*, 2005; Li & Zhang, 2019) a amostra em questão foi restringida para somente empresas industriais, com o objetivo de alcançar uma amostra mais homogénea, sendo que, normalmente, as empresas do mesmo setor de atividade estão sujeitas às mesmas regras e condicionantes, pelo que a previsão é que tenham comportamentos semelhantes, particularmente em decisões de investimento, financiamento e escolha da dívida. Deste modo, a amostra engloba

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

empresas do setor industrial, segundo o CAE-REV3 definido pelo Decreto-Lei nº 381/2007.

De maneira a evitar anomalias nos resultados obtidos, procedeu-se à eliminação dos designados *outliers* através de dois procedimentos: numa primeira etapa, foram eliminadas as empresas com *outliers*, ou seja, com valores extremos e discrepantes; numa segunda etapa, através do tratamento de dados em Excel, foi realizado um processo de “winsorização”. A depuração da amostra teve a seguinte sequência. Num primeiro momento foram removidas todas as observações com *missing values* para todas as variáveis relevantes para a nossa investigação. De seguida foram excluídas as empresas com valores visivelmente mal introduzidos na base de dados e tendo em conta a variável GROWTH, removeram-se também as empresas em que os valores se afastavam da média dessa variável, em mais de 4 desvios padrão. Por fim, igualaram-se as observações abaixo do percentil 1 e as observações acima do percentil 99 ao valor do respetivo percentil. O objetivo foi atingir uma amostra em que as observações não se afastem em mais de 3 desvios padrão da média das variáveis, sem ter que proceder a uma censorização superior a 1%. Assim, a amostra inicial correspondia a 3313 empresas. A amostra final é constituída por 5004 observações de 834 PME's Industriais da Península Ibérica.

Para uma informação fiável, a amostra do estudo foi obtida através da base de dados SABI (*Analysis System of Iberian Balances database*), fornecida por Bureau Van Dijk. É uma base de dados que contém toda a informação empresarial necessária sobre as entidades portuguesas e espanholas, nomeadamente a informação financeira, de solidez financeira, dos diretores, da estrutura organizacional, e de outras informações relevantes. Posteriormente, os dados trabalhados foram exportados e analisados no programa STATA© (versão 16.0) (*Data Analysis and Statistical Software*).

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

2.2 Descrição das Variáveis

2.2.1 Variáveis Dependentes

O conceito de maturidade da dívida depende da tomada de decisão de financiamento de uma empresa, desde a escolha do nível de endividamento à determinação da estrutura da dívida, sempre em ordem à concretização dos objetivos da empresa, tal como a maximização do seu valor. Tendo em conta a estrutura de capitais selecionada, as empresas irão ter de optar por uma maturidade que se adapte às suas necessidades, sendo que essa escolha possui um impacto no custo da dívida total.

A avaliação da estrutura de capitais bem como da maturidade da dívida, nesta investigação, pode ser mensurada através de três indicadores distintos: TOTALDEBT, medida com base na dívida financeira total; STDEBT, com base na dívida financeira de curto prazo (inferior a 12 meses); LTDEBT, com base na dívida financeira de longo prazo (superior a 12 meses).

Relativamente à variável dependente TOTALDEBT, utilizada no modelo, o nível de endividamento total é medido através do rácio entre a dívida financeira total e o total do ativo, de acordo com Berger *et al.* (1997), Mínguez-Vera e López-Martínez (2010), Sheikh e Wang (2012) e Zaid *et al.* (2020). Na literatura, também foi apresentado outro indicador para definir o nível de endividamento, com base no rácio entre a dívida total e o valor de mercado da empresa (Stohs & Mauer, 1996).

Após a revisão de literatura e construção da amostra, na tabela 2 estão especificadas as variáveis dependentes da investigação decorrente.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variável	Definição	Autores
TOTALDEBT	$\frac{\text{Dívida Financeira Total}}{\text{Total do Ativo}}$	(Mínguez-Vera & López-Martínez, 2010; Berger <i>et al.</i> , 1997; Sheikh & Wang, 2012; Zaid <i>et al.</i> , 2020)
STDEBT	$\frac{\text{Dívida Financeira de Curto Prazo Total}}{\text{Total do Ativo}}$	(Myers, 1984; Hall <i>et al.</i> , 2000; Michaelas <i>et al.</i> , 1999; Nunes & Serrasqueiro, 2017)
LTDEBT	$\frac{\text{Dívida Financeira de Longo Prazo Total}}{\text{Total do Ativo}}$	(Myers, 1984; Hall <i>et al.</i> , 2000; Michaelas <i>et al.</i> , 1999; Nunes & Serrasqueiro, 2017)

Tabela 2 – Descrição das Variáveis Dependentes

2.2.2 Variáveis Independentes

O principal objetivo da presente dissertação é estudar o impacto da diversidade de género nos conselhos de administração das PME's Industriais da Península Ibérica, no nível de endividamento. Assim, as variáveis independentes de interesse estão relacionadas com a composição de género nos conselhos de administração, com o intuito de averiguar se diferentes composições do conselho de administração, quanto à representação de mulheres, têm um impacto estatisticamente significativo no nível de endividamento.

De maneira a investigar a teoria da massa crítica, foram desenvolvidas três variáveis independentes *dummy*: SKEWED corresponde a um conselho de administração com menos de 20% de mulheres; TILTED corresponde a um conselho de administração que inclui entre 20% a 40% de mulheres; BALANCED corresponde a um conselho de administração em que ambos os sexos estão paritariamente, ou, perto de alcançar a igualdade de género, entre 40% a 60% de mulheres. Relativamente à literatura empírica sobre estas variáveis, existe uma extensa investigação no âmbito da diversidade de género, no entanto, esta foca-se essencialmente na performance financeira (Joecks *et al.*, 2013; Schrand *et al.*, 2018), na performance de responsabilidade social e ambiental

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

(Seebeck & Vetter, 2021; Ali Gull *et al.*, 2022; Islam *et al.*, 2022) e na qualidade dos resultados (Strydom *et al.*, 2017). Relativamente à literatura existente sobre o nível de endividamento e a maturidade da dívida, esta é escassa para estas três variáveis em particular.

Adicionalmente, foram também introduzidas no modelo as seguintes variáveis independentes: FAMILY, de maneira a poder identificar se o facto de uma empresa ser familiar, ou não, provoca algum efeito na estrutura da maturidade da dívida; LSBLOCK representa a percentagem de capital detida pelo principal acionista, de modo a poder avaliar se a detenção do controlo da empresa (*ownership concentration*) tem algum impacto na maturidade da dívida.

Relativamente à variável *dummy* FAMILY, a literatura empírica demonstra controvérsia em relação ao carácter familiar das empresas e o nível de endividamento. Na ótica da Teoria de Agência, os conflitos de agência entre acionistas e gestores são, efetivamente, reduzidos, nas empresas familiares (Jensen & Meckling, 1976), o que leva concluir que estas empresas recorrem menos ao endividamento. A aversão ao risco por parte destas empresas, também suporta que estas detenham menos dívida, pois preferem recorrer a fundos gerados internamente ao invés de credores externos ou novos acionistas, o que demonstra receio por parte dos gestores face à perda de controlo motivada pelas opções de financiamento (Barton & Gordon, 1987). Adicionalmente, o papel da dívida depende da eficácia com que o contexto legal oferece proteção dos direitos aos acionistas e aos credores (Santos *et al.*, 2014). De acordo com Antoniou *et al.* (2008) e Santos *et al.* (2014), a evidência empírica sugere que, com o intuito de evitar a falência, as empresas familiares em países com melhores direitos de proteção dos acionistas e credores revelam níveis de endividamento inferiores às empresas não familiares.

De outra perspetiva, nas empresas familiares existem mais problemas de agência entre *blockholders* e minoritários e, nestes casos, o recurso à dívida sinaliza a qualidade dos projetos aos minoritários e a intenção de não os expropriar. Deste modo, a dívida assegura o escoamento dos *free cash flows*, que é uma fonte de problemas entre *blockholders* e minoritários. Complementarmente, a dívida nas empresas familiares também assegura a

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

manutenção do controlo das empresas. Vilaseca (1995), na sua investigação com uma amostra de empresas espanholas do setor industrial, refere que as empresas familiares possuem níveis de endividamento superiores. Uma relação positiva entre o carácter familiar e o nível de endividamento é suportada por Croci *et al.* (2011) e Ellul (2011).

Relativamente à variável LSBLOCK, uma relação negativa entre a percentagem de capital detida pelo principal acionista e o nível de endividamento pode significar que a representatividade dos grandes acionistas reduz os custos de agência entre gestores e acionistas, sendo que estes acionistas seriam pouco diversificados, o que aumentaria a aversão à utilização da dívida. Adicionalmente, Jensen e Meckling (1976) e Leland e Pyle (1977) argumentam que a emissão de dívida revela uma maior monotorização por parte dos credores, o que conduz a que os principais acionistas optem por recorrer menos à dívida para manter o controlo. Zeckhauser e Pound (1990) argumentam que a presença de *blockholders* atua como um mecanismo de sinalização para o mercado, o que consequentemente reduz a necessidade de utilização de dívida como um sinal. Assim, de acordo com a literatura, espera-se um sinal negativo para o coeficiente da variável.

Na tabela 3 são apresentadas as variáveis independentes e a sua respetiva definição, de acordo com a revisão de literatura.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variável	Definição	Autores
SKEWED	1 caso o número de mulheres no CA seja menor que 20%; 0 caso contrário	
TILTED	1 caso o número de mulheres no CA esteja entre 20% - 40%; 0 caso contrário	(Kanter, 1977; Konrad <i>et al.</i> , 2008; Joecks <i>et al.</i> , 2013; Strydom <i>et al.</i> , 2017; Seebeck & Vetter, 2021; Ali Gull <i>et al.</i> , 2022; Islam <i>et al.</i> , 2022)
BALANCED	1 caso o número de mulheres no CA esteja entre 40% - 60%; 0 caso contrário	
FAMILY	1 caso empresa familiar; 0 caso contrário	(Al-Malkawi & Nizar, 2007; Setia-Atmaja, 2010; Croci <i>et al.</i> , 2011; Ellul, 2011)
LSBLOCK	Capital detido pelo 1º acionista (%)	(Chen <i>et al.</i> , 2010; García-Teruel & Martínez-Solano, 2010; Santos <i>et al.</i> , 2014)

Tabela 3 – Descrição das Variáveis Independentes

2.2.3 Variáveis de Controlo

As variáveis de controlo foram incluídas no modelo conforme a literatura anterior, com base nos determinantes da estrutura da maturidade da dívida. São variáveis capazes de afetar significativamente o nível de endividamento da empresa, assim sendo, todas elas são características específicas da empresa: características globais, tal como a idade (AGE) e a dimensão (SIZE); características económicas, assim como a rentabilidade (ROA), a tangibilidade dos ativos (TANG), os *cash holdings* (CASH); benefícios fiscais para além da dívida (NDTS – *Non-Debt Tax Shields*), taxa de imposto (TAX) e a taxa de crescimento do volume de negócios (GROWTH).

Assim, temos as características globais e económicas da empresa:

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

- 1) Relativamente à variável de controlo ROA, utilizada no modelo, a rentabilidade é medida pelo rácio entre o EBIT (Resultado Antes de Impostos e Juros) e o total do ativo, com base em Titman e Wessels (1988), Michaelas *et al.* (1999), Fama e French, (2002), Sogorb-Mira (2005), Vieira e Novo (2010), Mc Namara *et al.* (2017), La Rocca *et al.* (2020) e Lussuamo (2021). A rentabilidade é fundamental nesta investigação, uma vez que é considerada como um dos fatores determinantes das decisões de estrutura de capital das empresas. O sinal esperado para o coeficiente da variável é negativo, segundo Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995) e Vieira e Novo (2010). A relação negativa entre as variáveis é suportada pela Teoria de *Pecking Order*, onde esta prioriza o autofinanciamento face ao financiamento externo. Embora a evidência empírica não suporte a teoria de Trade-Off que como sabemos esta antecipa um coeficiente positivo, uma vez que o financiamento externo tem a vantagem de proporcionar às empresas benefícios fiscais sobre os juros, assim, as empresas mais rentáveis terão uma maior capacidade de usufruir desses benefícios. Adicionalmente, as empresas com melhores resultados (*free cash flows*) possuem um potencial de custos de agência superior que determina a utilização da dívida como um mecanismo de disciplina dos gestores. Posto isto, segundo a Teoria de *Trade-Off* e a Teoria de Agência, é espectável que a rentabilidade se relacione positivamente com o nível de endividamento, ou, negativamente, de acordo com a Teoria de *Pecking Order*.

- 2) Relativamente à variável de controlo TANG, utilizada no modelo, a tangibilidade dos ativos corresponde ao rácio entre os ativos fixos tangíveis e o total do ativo, na mesma linha de pensamento de Chittenden *et al.* (1996), Jordan *et al.* (1998), Michaelas *et al.* (1999), Hall *et al.* (2004), Sogorb-Mira (2005), Yazdanfar e Odlund (2010), Degryse *et al.* (2012), Mac an Bhaird e Lucey (2014), Matias e Serrasqueiro (2017) e La Rocca *et al.* (2020). A tangibilidade dos ativos de uma empresa pode causar impacto na estrutura de capital ou nas decisões de financiamento, assim sendo e, por norma, o endividamento tem tendência a ser superior quanto maior for o valor dos ativos tangíveis detidos pela empresa. Segundo Michaelas *et al.* (1999), as empresas

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

com maior tangibilidade de ativos, têm mais facilidade de acesso a financiamentos externos e a níveis de dívida superiores. Entre os argumentos mais relevantes que permitem antecipar uma correlação positiva entre estas variáveis revelam: i) quer o facto de as empresas com maior proporção de ativos fixos possuírem menos problemas de assimetria de informação, o que diminui os conflitos entre acionistas e credores; ii) quer ainda o facto dos credores valorizarem a possibilidade de associar às operações de financiamento a obtenção de garantias reais. Deste modo, espera-se uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento, pelas teorias de *Trade-Off*, *Pecking Order* e de Agência.

- 3) Relativamente à variável de controlo CASH, utilizada no modelo, os *cash holdings* são calculados através do rácio de caixa e caixa equivalentes a dividir pelo total de ativos, conforme Almeida *et al.* (2012), Tiago e Caldeira (2014) e La Rocca *et al.* (2020). De acordo com Ozkan (2002), os *cash holdings* representam uma ferramenta essencial no desenvolvimento de uma empresa, sendo de extrema relevância a avaliação da quantidade de caixa necessária, para a escolha do nível de endividamento. De acordo com a Teoria de *Trade-Off*, quanto maior o endividamento da empresa, maior o seu risco financeiro, o que leva a que os investidores aumentem a remuneração (juros) sobre o capital fornecido à empresa e, consequentemente, este aumento reduz o fluxo de caixa da empresa, pelo que se espera uma relação negativa entre os *cash holdings* e o nível de endividamento. Segundo a Teoria de *Pecking Order*, a reserva de tesouraria é utilizada como uma segurança entre os lucros retidos e as necessidades de investimento, assim, quando os lucros retidos não são suficientes para financiar novos investimentos, as empresas optam por utilizar os *cash holdings*, e somente em último caso, é que procedem à emissão de dívida (Ferreira & Vilela, 2004).
- 4) Relativamente à variável de controlo SIZE, utilizada no modelo, a dimensão da empresa é medida através do logaritmo do total do ativo da empresa, de acordo com Stohs e Mauer (1996), Carter *et al.* (2003), Sogorb-Mira (2005), Antoniou *et al.* (2006), Campbell e Mínguez-Vera (2008), Campbell e Mínguez-Vera (2010), Fan *et*

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

al. (2012), Méndez (2013), Nunes e Serrasqueiro (2015), Faccio *et al.* (2016), Perryman *et al.* (2016), Rocca *et al.* (2020), García e Herrero (2021). Na literatura, também foram apresentados outros indicadores para definir a dimensão da empresa, com base no logaritmo das vendas anuais (Titman & Wessels, 1988; Ozkan, 2002; Antoniou *et al.*, 2006; Majumdar, 2010) e com base no logaritmo do seu valor de mercado (Barclay & Smith, 1995; Chittenden *et al.* (1996), Stohs & Mauer, 1996; Li & Zhang, 2019). A escolha pelo total do ativo tem como objetivo controlar a possível não linearidade dos dados e, consequentemente, um problema de heteroscedasticidade (Fama & French, 2002). As empresas de maior dimensão estão mais propícias a recorrerem à dívida, de maneira a usufruírem dos potenciais benefícios associados a um maior nível de endividamento. Será então esperado um coeficiente positivo entre a dimensão das empresas e o nível de endividamento, na ótica da Teoria de *Trade-Off*. Pela Teoria de *Pecking Order*, é observável uma relação positiva ou negativa entre a dimensão e o nível de endividamento. Por um lado, uma maior dimensão permite a acumulação de fundos, o que implica uma menor necessidade de capitais alheios (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008), por outro lado, as empresas de menor dimensão, devido a revelarem maiores problemas de assimetria de informação, possuem custos de financiamento externo mais elevados que se associam naturalmente a uma menor capacidade de endividamento (Ebel Ezeoha, 2008). Na Teoria de Agência, quanto maior a dimensão das empresas, menores os problemas de informação assimétrica entre acionistas e credores, permitindo um acesso à dívida com termos mais favoráveis (Myers, 1984).

- 5) Relativamente à variável de controlo AGE, utilizada no modelo, esta representa o logaritmo do número de anos da empresa até à data, seguindo as investigações de Chittenden *et al.* (1996), Hall *et al.* (2000), Ben-David *et al.* (2007), Nunes e Serrasqueiro (2015), Serrasqueiro *et al.* (2016) e Rocca *et al.* (2020). A idade de uma empresa é uma característica que proporciona reputação, notoriedade e credibilidade perante o mercado em que se insere (Vieira & Novo, 2010). O sinal do coeficiente esperado entre a idade e o nível de endividamento, segundo a Teoria de *Trade-Off*, é

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

positiva. Devido a terem uma reputação já estabelecida no mercado, os problemas de agência são menores, o que permite às empresas mais antigas um acesso à dívida mais fácil e com condições mais vantajosas. Por sua vez, a Teoria de *Pecking Order* sugere previsões contrárias, onde as empresas com um maior número de anos de atividade tendem a possuir um nível de endividamento menor, pois detêm uma maior capacidade financeira para recorrer a financiamento interno, ao invés de recorrer a capitais alheios, assim, a idade decresce a necessidade de recurso à dívida.

- 6) Relativamente à variável de controlo NDTs, utilizada no modelo, os benefícios fiscais para além da dívida correspondem ao rácio entre as depreciações e amortizações e o total do ativo, de acordo com Titman e Wessels (1988), Michaelas *et al.* (1999), Frank e Goyal (2003), Heshmati (2002), Sogorb-Mira (2005), Gracia e Sogorb Mira (2008) e Degryse *et al.* (2012). Segundo DeAngelo e Masulis (1980), a estrutura das taxas de imposto é complexa e com a existência de benefícios fiscais não relacionados com a dívida (NDTs), estes podem afetar as decisões sobre a estrutura de capital, nomeadamente, as PME's podem tirar partido de uma amortização acelerada dos ativos fixos ou em créditos fiscais mais elevados ao investimento. Também, os juros da dívida podem levar a uma redução do valor do imposto que incide sobre o lucro da empresa, segundo Vataavu (2012). Assim, o sinal do coeficiente esperado é negativo, em conformidade com a Teoria de *Trade-Off*. Por sua vez, Degryse *et al.* (2012) obtiveram uma relação positiva entre os benefícios fiscais para além da dívida e o nível de endividamento de curto prazo e, uma relação negativa entre os benefícios fiscais para além da dívida e o nível de endividamento de médio/longo prazo.
- 7) Relativamente à variável de controlo TAX, utilizada no modelo, a taxa de imposto efetiva corresponde ao rácio entre o imposto sobre o rendimento e o EBIT, seguindo as investigações de Stohs e Mouer (1996), Ozkan (2002), Antoniou *et al.* (2006); Gracia e Sogorb Mira (2008) e Degryse *et al.* (2012). A utilização da dívida como fonte de financiamento tem a vantagem de reduzir o imposto sobre o rendimento, quer isto dizer que, quando as empresas recorrem ao endividamento, estas obtêm a

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

vantagem de deduzir os encargos com juros associados à dívida, contrariamente à utilização de capitais próprios. Investigações com amostras focadas nas PME's revelam uma relação negativa entre as variáveis (Sogorb Mira, 2005; Degryse *et al.*, 2012). Por sua vez, a Teoria de *Trade-Off* prevê uma relação positiva entre a taxa de imposto efetiva e o nível de endividamento, tal como diversas investigações (DeAngelo & Masulis, 1980; Fama & French, 2002; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008), argumentando que as empresas têm um incentivo para recorrer à dívida para obtenção de benefícios fiscais.

- 8) Relativamente à variável de controlo GROWTH, utilizada no modelo, a taxa de crescimento representa o crescimento das vendas, isto é o rácio entre a variação das vendas do ano t-1 para as vendas do ano t e o valor das vendas de t-1, segundo vários autores, tais com: Titman e Wessels (1988), Hall *et al.* (2004), Sánchez Vidal e Martin Ugedo (2005), López Gracia e Sogorb Mira (2008) e Proença *et al.* (2014). Em outros estudos, ao invés de considerarem o crescimento das vendas, optaram pelo crescimento dos ativos (Michaelas *et al.*, 1999; Sogorb Mira, 2005; Degryse *et al.*, 2012). Este indicador é de extrema relevância, uma vez que atua como um mecanismo de avaliação da saúde da empresa para diversos *stakeholders*. Na ótica da Teoria de Agência, as empresas com mais oportunidades de crescimento, tendem a obter níveis de dívida mais baixos, uma vez que, mais oportunidades de investimento aumentam a possibilidade de problemas de agência entre acionistas e credores. Assim, de acordo com a teoria, na presença de oportunidades de investimento, a necessidade de recorrer à dívida para controlar *free cash flows* é menor. Posto isto, presume-se a existência de uma relação negativa entre a taxa de crescimento e o nível de endividamento (Myers, 1977; Barnea *et al.*, 1980). Contrariamente a estes argumentos, a Teoria de *Pecking Order* prevê uma relação positiva entre as variáveis, uma vez que, as empresas com boas oportunidades de crescimento aumentam o nível de endividamento assim que os fundos retidos não sejam suficientes (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Baskin (1989) argumenta que o crescimento e o nível de endividamento estão positivamente correlacionados.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Na tabela 4 está especificada a relação prevista entre as variáveis de controlo e as variáveis dependentes, conforme a revisão de literatura.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variável de Controlo	Variável Dependente	Sinal Esperado	Autores
ROA	TOTALDEBT	– / +	(Jensen, 1986; Barclay <i>et al.</i> , 1995; Rajan & Zingales, 1995; Fama & French, 2002; Sogorb Mira, 2005; Frank & Goyal, 2007; Vieira & Novo, 2010; Mc Namara <i>et al.</i> , 2017; Nguyen & Nguyen, 2020)
	STDEBT	–	(Sogorb Mira, 2005; Vieira & Novo, 2010; Mc Namara <i>et al.</i> , 2017; La Rocca <i>et al.</i> , 2020; Lussuamo, 2021; Nguyen & Nguyen, 2020)
	LTDEBT	–	(Titman & Wessels, 1988; Sogorb Mira, 2005; Vieira & Novo, 2010; Mc Namara <i>et al.</i> , 2017; Nguyen & Nguyen, 2020)
TANG	TOTALDEBT	+	(Sogorb Mira, 2005; Degryse <i>et al.</i> , 2012; Matias & Serrasqueiro, 2017)
	STDEBT	–	(Jordan <i>et al.</i> , 1998; Hall <i>et al.</i> , 2004; Sogorb Mira, 2005; Yazdanfar & Odlund, 2010; Degryse <i>et al.</i> , 2012; Mac an Bhaird & Lucey, 2014; Matias & Serrasqueiro, 2017; La Rocca <i>et al.</i> , 2020; Lussuamo, 2021)
	LTDEBT	+	(Esperança <i>et al.</i> , 2003; Hall <i>et al.</i> , 2004; Sogorb Mira, 2005; Degryse <i>et al.</i> , 2012; Mac an Bhaird & Lucey, 2014; Matias & Serrasqueiro, 2017)
CASH	TOTALDEBT	–	(Bates <i>et al.</i> , 2009; Sufi, 2009; Tayem, 2017)
	STDEBT	–	(Harford <i>et al.</i> , 2014; Tiago & Caldeira, 2014; La Rocca <i>et al.</i> , 2020)
	LTDEBT	–	(Tiago & Caldeira, 2014)

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

Variável de Controlo	Variável Dependente	Sinal Esperado	Autores
SIZE	TOTALDEBT	+	(Sogorb Mira, 2005; Frank & Goyal, 2007; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Degryse <i>et al.</i> , 2012; Matias & Serrasqueiro, 2017)
	STDEBT	+ / –	(Degryse <i>et al.</i> , 2012; Matias & Serrasqueiro, 2017; Mac an Bhaird & Lucey, 2014)
	LTDEBT	+	(Sogorb Mira, 2005; Matias & Serrasqueiro, 2017; Degryse <i>et al.</i> , 2012; Mac an Bhaird & Lucey, 2014)
AGE	TOTALDEBT	–	(Petersen & Rajan, 1994; Berger & Udell, 1998; Hall <i>et al.</i> , 2000; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Lussuamo, 2021)
	STDEBT	–	(Hall <i>et al.</i> , 2000; Lussuamo, 2021)
	LTDEBT	–	(Hall <i>et al.</i> , 2000)
NDTS	TOTALDEBT	–	(Sogorb Mira, 2005)
	STDEBT	– / +	(Michaelas <i>et al.</i> , 1999; Heshmati, 2002; Frank & Goyal, 2003; Sogorb Mira, 2005; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Degryse <i>et al.</i> , 2012)
	LTDEBT	–	(Michaelas <i>et al.</i> , 1999; Heshmati, 2002; Frank & Goyal, 2003; Sogorb Mira, 2005; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008)

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variável de Controlo	Variável Dependente	Sinal Esperado	Autores
TAX	TOTALDEBT	– / +	(DeAngelo & Masulis, 1980; Fama & French, 2002; Sogorb Mira, 2005; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Degryse <i>et al.</i> , 2012)
	STDEBT	– / +	(Stohs & Mouer, 1996; Degryse <i>et al.</i> , 2012)
	LTDEBT	–	(Stohs & Mouer, 1996; Sogorb Mira, 2005; Degryse <i>et al.</i> , 2012)
GROWTH	TOTALDEBT	– / +	(Myers, 1977; Barnea <i>et al.</i> , 1980; Baskin, 1989; Shyam-Sunder & Myers, 1999; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008)
	STDEBT	+	(Hall <i>et al.</i> , 2004; Proença <i>et al.</i> , 2014)
	LTDEBT	+	(Hall <i>et al.</i> , 2004; Sánchez Vidal & Martín Ugedo, 2005; Proença <i>et al.</i> , 2014)

Tabela 4 – Sinais previstos para as variáveis de controlo

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

2.3 Modelos de Regressão

Geralmente, a literatura empírica sobre a estrutura de capital especifica modelos de regressão linear para explicar os rácios do nível de endividamento. Os modelos são estimados pelos métodos de mínimos quadrados, utilizando estudos transversais ou dados em painel. Deste modo, para testar as hipóteses formuladas das variáveis independentes sobre o nível de endividamento, procedeu-se à utilização da metodologia de dados em painel, com uma amostra de 834 empresas observadas, ao longo de 6 anos. Os modelos foram estimados e desenvolvidos através do software STATA 16.

A escolha desta metodologia permite a utilização de um maior número de observações e, naturalmente, uma maior quantidade de informação e variabilidade dos dados, bem como um aumento dos graus de liberdade e, consequentemente, uma maior eficiência na estimação dos modelos (Hsiao, 2007). Deste modo existe um maior controlo da possível colinearidade entre variáveis (Hsiao, 2003). Assim sendo, esta metodologia permite controlar melhor a heterogeneidade que poderá surgir nas observações, pelo que é a metodologia mais vantajosa (Hsiao, 1986).

Por norma, os modelos utilizados para tratar os dados em painel correspondem ao modelo de efeitos fixos (*Fixed Effects Model*) e, ao modelo de efeitos aleatórios (*Random Effects Model*). As variáveis independentes da presente investigação (SKEWED, TILTED E BALANCED) são variáveis constantes no painel, pelo que se exclui automaticamente o modelo de efeitos fixos. Em concreto, o modelo de efeitos aleatórios pressupõe que os efeitos individuais estejam aleatoriamente distribuídos em torno de uma média β_1 constante. Então, foi selecionada a metodologia de dados em painel com efeitos aleatórios, no qual os modelos são estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS).

Posto isto, os modelos 1, 2 e 3 observam o nível de diversidade de género no conselho de administração com as variáveis independentes de interesse SKEWED – inferior a 20% de mulheres, TILTED – entre 20% a 40% de mulheres e BALANCED – entre 40% a 60% de mulheres, respetivamente. Os 3 modelos estudam de que maneira a diversidade de género no conselho de administração afeta o nível de endividamento total da empresa

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

(TOTALDEBT), com as respetivas variáveis de controlo que são comuns em todos os modelos. Assim, temos:

$$1) \text{TOTALDEBT}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{SKEWED}_{it} + \beta_2 \text{FAMILY}_{it} + \beta_3 \text{LSBLOCK}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t-1} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NDTS}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TAX}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} \text{INDUSTRY}_i^k + \sum_{2014}^{2019} \text{YEAR}_i^y + \varepsilon_{it}$$

$$2) \text{TOTALDEBT}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{TILTED}_{it} + \beta_2 \text{FAMILY}_{it} + \beta_3 \text{LSBLOCK}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t-1} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NDTS}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TAX}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} \text{INDUSTRY}_i^k + \sum_{2014}^{2019} \text{YEAR}_i^y + \varepsilon_{it}$$

$$3) \text{TOTALDEBT}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{BALANCED}_{it} + \beta_2 \text{FAMILY}_{it} + \beta_3 \text{LSBLOCK}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t-1} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NDTS}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TAX}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} \text{INDUSTRY}_i^k + \sum_{2014}^{2019} \text{YEAR}_i^y + \varepsilon_{it}$$

Os modelos 4, 5 e 6 seguem a mesma linha de pensamento com as mesmas variáveis de interesse e de controlo, mas estudam o impacto da diversidade de género no conselho de administração, no nível de endividamento de longo prazo da empresa (LTDEBT). Assim, temos:

$$4) \text{LTDEBT}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{SKEWED}_{it} + \beta_2 \text{FAMILY}_{it} + \beta_3 \text{LSBLOCK}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t-1} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NDTS}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TAX}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} \text{INDUSTRY}_i^k + \sum_{2014}^{2019} \text{YEAR}_i^y + \varepsilon_{it}$$

$$5) \text{LTDEBT}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{TILTED}_{it} + \beta_2 \text{FAMILY}_{it} + \beta_3 \text{LSBLOCK}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{TANG}_{i,t-1} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t-1} + \beta_9 \text{NDTS}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{TAX}_{i,t-1} + \beta_{11} \text{GROWTH}_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} \text{INDUSTRY}_i^k + \sum_{2014}^{2019} \text{YEAR}_i^y + \varepsilon_{it}$$

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

$$6) LTDEBT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BALANCED_{it} + \beta_2 FAMILY_{it} + \beta_3 LSBLOCK_{it} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 TANG_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 AGE_{i,t-1} + \beta_9 NDTs_{i,t-1} + \beta_{10} TAX_{i,t-1} + \beta_{11} GROWTH_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} INDUSTRY_i^k + \sum_{2014}^{2019} YEAR_i^y + \varepsilon_{it}$$

Já os modelos 7, 8 e 9, seguindo a mesma estrutura dos modelos anteriores, com as mesmas variáveis de interesse e de controlo, estudam o impacto da diversidade de género no conselho de administração, no nível de endividamento de curto prazo (STDEBT). Assim, temos:

$$7) STDEBT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SKEWED_{it} + \beta_2 FAMILY_{it} + \beta_3 LSBLOCK_{it} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 TANG_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 AGE_{i,t-1} + \beta_9 NDTs_{i,t-1} + \beta_{10} TAX_{i,t-1} + \beta_{11} GROWTH_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} INDUSTRY_i^k + \sum_{2014}^{2019} YEAR_i^y + \varepsilon_{it}$$

$$8) STDEBT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 TILTED_{it} + \beta_2 FAMILY_{it} + \beta_3 LSBLOCK_{it} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 TANG_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 AGE_{i,t-1} + \beta_9 NDTs_{i,t-1} + \beta_{10} TAX_{i,t-1} + \beta_{11} GROWTH_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} INDUSTRY_i^k + \sum_{2014}^{2019} YEAR_i^y + \varepsilon_{it}$$

$$9) STDEBT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BALANCED_{it} + \beta_2 FAMILY_{it} + \beta_3 LSBLOCK_{it} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 TANG_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 AGE_{i,t-1} + \beta_9 NDTs_{i,t-1} + \beta_{10} TAX_{i,t-1} + \beta_{11} GROWTH_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{n-1} INDUSTRY_i^k + \sum_{2014}^{2019} YEAR_i^y + \varepsilon_{it}$$

É de salientar que i denota a empresa, t o ano e ε_{it} o termo do erro. O termo do erro representa o efeito que não é explicado por nenhuma das variáveis independentes. Em todos os modelos as variáveis de controlo estão desfasadas um período, com o propósito de ultrapassar a causalidade reversa, ou seja, para que as variáveis de controlo tenham um efeito causal na variável dependente, e não o inverso.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

3 Resultados

3.1 Estatísticas Descritivas

Na tabela 5 estão especificadas as estatísticas descritivas das variáveis em análise, para a amostra de 5004 observações, no período abrangente de 2014 a 2019. Nomeadamente, está descrito a média, o desvio padrão, o mínimo, o máximo e os percentis (25%; 50%; 75%).

Variável	N	Média	Desvio padrão	Mín	Percentil			Máx
					25	50	75	
TOTALDEBT	5004	0.2821	0.1613	0	0.1548	0.2813	0.4056	0.6250
LTDEBT	5004	0.1511	0.1162	0	0.0581	0.1320	0.2187	0.5000
STDEBT	5004	0.1304	0.1076	0	0.0403	0.1066	0.2012	0.4450
SKEWED	5004	0.6511	0.4767	0	0	1	1	1
TILTED	5004	0.1379	0.3448	0	0	0	0	1
BALANCED	5004	0.2110	0.4081	0	0	0	0	1
FAMILY	5004	0.5983	0.4903	0	0	1	1	1
LSBLOCK	5004	82.9163	18.7723	50	66.59	90.64	100	100
ROA	5004	0.0582	0.0527	-0.0630	0.0235	0.0450	0.0837	0.2200
TANG	5004	0.4328	0.1521	0.1710	0.3123	0.4217	0.5410	0.7970
CASH	5004	0.0682	0.0789	0.0004	0.0125	0.0371	0.0955	0.3450
SIZE	5004	16.0005	0.6769	14.5245	15.4949	15.9655	16.5172	17.7558
AGE	5004	3.3238	0.4332	2.3026	3.0445	3.3673	3.6109	4.2485
NDTS	5004	0.0433	0.0239	0.0071	0.0251	0.0387	0.0566	0.1220
TAX	5004	0.1937	0.2121	-0.79	0.1457	0.2295	0.2581	0.8200
GROWTH	5004	0,0567	0,1321	-0,24	-0,0241	0,0466	0,1261	0,4570

Tabela 5 – Estatísticas Descritivas

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

Recorrendo à análise das estatísticas descritivas, conclui-se que, em média, 28% dos ativos das empresas são financiados através da utilização de dívida. Existe uma ligeira preferência pelo recurso ao endividamento de longo prazo, face ao endividamento de curto prazo, cerca de 15% e 13%, respetivamente. Ou seja, estes valores indicam que o financiamento através de dívida para as PMES da amostra correspondem a uma natureza de longo prazo em 54%, e a uma natureza de curto prazo em 46%. Também, com o máximo do nível de endividamento total de 62,5%, conclui-se que não existem empresas em indícios de falência, o que está em linha com a investigação de Mc Namara *et al.* (2017), que na sua amostra registou um valor máximo de dívida financeira total cerca de 53%. A amostra apresentada pelos autores corresponde a um conjunto de países europeus, incluindo Portugal, tendo este registado em específico uma média de 23% para o nível de endividamento total, 15% para o nível de endividamento de longo prazo, e por fim, 8% para o nível de endividamento de curto prazo. Pelo que, os resultados são consistentes com a literatura.

Relativamente às variáveis independentes, é de salientar que SKEWED, TILTED e BALANCED são variáveis *dummy*, daí os valores mínimos e máximos se situarem entre 0 e 1, respetivamente. Assim, a análise reflete que 65% da amostra é composta por conselhos *skewed*, isto é, conselhos que não incluem mais de 20% de mulheres no conselho de administração; 21% da amostra são conselhos *balanced*, com mais de 40% de mulheres no conselho de administração; por fim, apenas 14% da amostra abrange conselhos *tilted*, com mais de 20% e menos de 40% de mulheres no conselho de administração.

Para a variável *dummy* FAMILY, naturalmente os valores mínimos e máximos situam-se entre 0 e 1, respetivamente. As estatísticas demonstram que, em média, cerca de 60% da amostra analisada é constituída por empresas familiares.

Da análise da variável LSBLOCK, é possível concluir que o principal acionista detém, em termos médios, 83% do capital da empresa. Na amostra observada, a percentagem mínima de capital detido situa-se nos 50% e a máxima nos 100%, sendo que pelo menos

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

em metade da amostra o principal acionista detém mais de 90% do capital da empresa (P50 = 90,64%).

Quanto à rentabilidade da empresa, a variável ROA corresponde, em média, a 5,82%, ou seja, por cada 100 unidades monetárias investidas, as PMES industriais analisadas geram cerca de 5,82 unidades monetárias de resultados. Observa-se um mínimo de -6,30% e um máximo de 22%, para esta variável. Um ROA negativo, geralmente está associado a um Resultado Líquido negativo, pelo que pode significar um nível de receitas menor ou um aumento das despesas. Não é preocupante, pois em pelo menos um quarto da amostra as empresas já apresentam uma rentabilidade positiva, cerca de 2,35%.

A tangibilidade (TANG) média dos ativos apresenta um valor confortável de 43,28%, o que demonstra capacidade de recurso a endividamento de longo prazo. A variável tem um desvio padrão de 15,21%, um valor mínimo de 17,10% e um valor máximo de 79,70%. Cerca de metade da amostra revela um nível de tangibilidade de ativos de 42,17%.

Da análise da variável CASH, conclui-se que os *cash holdings* apresentam uma média de 6,82%, com um desvio padrão de 7,89% e um máximo de 34,50%. Cerca de metade das empresas analisadas têm uma disponibilidade financeira de 3,71%, o que leva a que recorram a um maior nível de endividamento.

A variável dimensão (SIZE), correspondente ao logaritmo natural do ativo total das empresas, regista em média, 16, com um desvio padrão de 67,69%, com um mínimo e máximo de 14,52 e 17,76, respetivamente. Então, a dimensão das empresas apresenta, em média, 8,890,554 € em ativos, sendo a variação entre o mínimo de 2,031,937 € e o máximo de 51,433,486 €.

A idade da empresa (AGE), correspondente ao logaritmo natural do número de anos de existência da empresa, revela um valor médio de 3,32, um mínimo de 2,30 e um máximo de 4,25. Assim, as PMES Industriais analisadas apresentam em média 27 anos, com um mínimo de 10 anos e um máximo de 70 anos de atividade. Em geral, a amostra é constituída, maioritariamente, por empresas que estão entre os 20 e 40 anos de atividade.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Relativamente à variável NDTs, conclui-se que os benefícios fiscais para além da dívida têm um valor médio de 4,33%, com um desvio padrão de 2,39% e um máximo de 12,20%. Metade da amostra revela benefícios fiscais para além da dívida inferiores à média, porém o P75 conta com uma taxa superior a 5,66%.

A taxa efetiva do imposto (TAX), correspondente ao montante do imposto sobre o rendimento a dividir pelo EBIT, apresenta um valor médio de 19,37%. Tal taxa não é medida pelo total dos ativos, uma vez que o montante do imposto depende do lucro da empresa. Logo, como a taxa efetiva de imposto representa a percentagem dos lucros que as empresas efetivamente entregam ao Estado, as empresas pagaram cerca de 19,37% do lucro. Com um mínimo de -0,79% e um máximo de 82%. Tanto em Portugal como em Espanha a taxa efetiva do imposto ronda aproximadamente os 25%, mas no caso da média das PME's em análise, esta mantém-se abaixo desse valor.

Relativamente à variável GROWTH, o crescimento das empresas ronda aproximadamente 5,67% com um desvio padrão de 13,21%. As estatísticas revelam um crescimento máximo de 45,7% e um valor mínimo de -24%. Metade da amostra revela um crescimento de vendas anuais inferior à média, porém o P75 conta com um crescimento superior a 12,6%.

Relativamente à volatilidade das variáveis em análise, uma vez que se verifica que os desvios padrão são inferiores às respetivas médias, na maioria das variáveis, a volatilidade não alcança valores propriamente elevados. Porém, as diferenças entre os valores mínimos e máximos são significativas para a investigação. As variáveis com maior volatilidade são, nomeadamente: TILTED, BALANCED, CASH, TAX e GROWTH.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

3.2 Correlações

Para medir a associação entre as variáveis dependentes, independentes e de controlo, recorreu-se à realização de uma matriz de correlação linear de *Pearson* (tabela 6). A correlação permite avaliar de que maneira as variáveis se relacionam entre si, particularmente, o valor e o sinal representam a intensidade e a direção, respetivamente, em que as duas variáveis variam uma em função da outra. Os valores apresentados na matriz variam entre -1 e 1, na medida em que -1 corresponde a uma correlação negativa perfeita, e naturalmente, 1 corresponde a uma correlação positiva perfeita. Assim, quanto mais próximo estiver o valor de -1 ou 1, mais intensa será a associação entre as variáveis. Relativamente ao sinal, quando existe uma correlação positiva entre as variáveis, significa que estas aumentam ou diminuem no mesmo sentido, contrariamente a uma correlação negativa, em que as variáveis têm uma relação inversa entre si, quando uma aumenta, a outra diminui e vice-versa.

Recorreu-se à construção da matriz de correlação de *Pearson* com o objetivo de averiguar a existência de multicolinearidade entre variáveis, que segundo Hair *et al.* (1995), se verifica quando a correlação entre variáveis está acima do limite crítico de 0,80. Assim, de acordo com a tabela 6, conclui-se a ausência de multicolinearidade entre variáveis, exceto nas variáveis independentes TILTED e BALANCED. Porém, o problema de multicolinearidade não é uma preocupação séria entre variáveis independentes, segundo Hair *et al.* (1995), uma vez que estas variáveis nunca são aplicadas simultaneamente no mesmo modelo. Entre as restantes variáveis é possível verificar diversas correlações estatisticamente significativas.

Ao analisar as variáveis dependentes, é possível afirmar que tanto o nível de endividamento total, como o de longo prazo e o de curto prazo, obtêm uma correlação significativa com as variáveis independentes SKEWED e TILTED, no entanto para variável BALANCED apenas existe uma correlação significativa com o nível de endividamento de curto prazo. Relativamente ao sinal, a variável SKEWED apresenta coeficientes positivos para todas as variáveis dependentes, enquanto a variável TILTED apresenta somente coeficientes negativos. Já a variável BALANCED demonstra um

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

coeficiente negativo com o nível de endividamento de curto prazo. Estas relações permitem, com alguma probabilidade, antecipar o nível de endividamento, à medida que a percentagem de mulheres no conselho de administração aumenta.

Relativamente às variáveis de controlo, a relação com o nível de endividamento total é estatisticamente positiva e significativa com a tangibilidade dos ativos (TANG), a dimensão da empresa (SIZE) e os benefícios fiscais para além da dívida (NDTS). Existe uma relação estatisticamente negativa e significativa com a rentabilidade (ROA), os *cash holdings* (CASH), a idade da empresa (AGE) e a taxa efetiva do imposto (TAX). Portanto, as empresas da amostra com maior dimensão e com maior proporção de ativos fixos tangíveis tendem a ter um maior nível de endividamento total, assim como as empresas mais jovens e com uma rentabilidade menor. Também, as empresas com uma reserva de tesouraria inferior optam por recorrer mais ao financiamento externo. Geralmente, as empresas também utilizam a dívida como meio de reduzir a carga fiscal, por outro lado, outra maneira de reduzir a carga fiscal é através da obtenção dos denominados benefícios fiscais, como depreciações e amortizações. Logo, o endividamento total é maior nas empresas com uma menor carga fiscal e/ou com mais benefícios fiscais.

A relação com o nível de endividamento de longo prazo e as variáveis de controlo é estatisticamente significativa com as mesmas variáveis, sem alteração do sinal, exceto com a variável SIZE, que não é estatisticamente significativa e não detém o mesmo sinal. Porém, a relação com o nível de endividamento de curto prazo, comparativamente ao nível de endividamento total, as diferenças são referentes às variáveis TANG, NDTS e GROWTH, que são estatisticamente negativas e significativas; a relação com a variável TAX é positiva e, a variável AGE é negativa, no entanto não são estatisticamente significativas.

Por sua vez, o nível de endividamento total e de longo prazo relacionam-se positiva e significativamente com as empresas familiares (FAMILY). A percentagem de capital detida pelo principal acionista (LSBLOCK) apenas revela uma relação significativa com o nível de endividamento de longo prazo, sendo esta positiva.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

No que diz respeito à representação feminina nos conselhos de administração das empresas em análise: quando a percentagem de mulheres no conselho de administração é inferior a 20% (SKEWED), verificam-se correlações estatisticamente positivas e significativas com a percentagem detida pelo principal acionista (LSBLOCK) e a tangibilidade dos ativos (TANG), e correlações estatisticamente negativas e significativas com as empresas familiares (FAMILY), os *cash holdings* (CASH), a dimensão e idade da empresa (SIZE e AGE, respetivamente); quando a percentagem de mulheres no conselho de administração está entre 20% e 40%, verificam-se correlações estatisticamente positivas e significativas com os benefícios fiscais, a dimensão e idade da empresa (NDTS, SIZE E AGE, respetivamente), e verificam-se correlações estatisticamente negativas e significativas com a percentagem detida pelo principal acionista (LSBLOCK) e empresas familiares (FAMILY); quando a percentagem de mulheres no conselho de administração assume praticamente uma posição igualitária, entre 40% a 60%, verificam-se correlações estatisticamente positivas e significativas com as empresas familiares, os *cash holdings* e a idade da empresa (FAMILY, CASH e AGE, respetivamente), e verificam-se correlações estatisticamente negativas e significativas com a percentagem detida pelo principal acionista, a tangibilidade dos ativos, a dimensão da empresa e os benefícios fiscais (LSBLOCK, TANG, SIZE e NDTS, respetivamente).

Em suma, estes dados indicam que a presença feminina é maior em empresas familiares, com mais anos de atividade e com maiores posses monetárias. A presença feminina é menor nas empresas em que o principal acionista detém maior percentagem de capital, com maiores níveis de tangibilidade, de maior dimensão e com mais benefícios fiscais.

As variáveis de género não detêm uma relação estatisticamente significativa com a rentabilidade (ROA), a taxa de imposto (TAX) e o crescimento (GROWTH).

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 TOTALDEBT	1.000															
2 LTDEBT	0.739***	1.000														
3 STDEBT	0.692***	0.026*	1.000													
4 SKEWED	0.070***	0.031*	0.073***	1.000												
5 TILTED	-0.074***	-0.061***	-0.045**	0.999	1.000											
6 BALANCED	-0.020	0.016	-0.048***	0.999***	0.999***	1.000										
7 FAMILY	0.037**	0.031*	0.022	-0.051***	-0.084***	0.130***	1.000									
8 LSBLOCK	0.022	0.037**	-0.004	0.143***	-0.026*	-0.145***	-0.313***	1.000								
9 ROA	-0.305***	-0.185***	-0.254***	0.006	0.017	-0.022	-0.004	0.030*	1.000							
10 TANG	0.219***	0.343***	-0.042**	0.040**	0.009	-0.054***	-0.006	-0.027*	-0.133***	1.000						
11 CASH	-0.388***	-0.181***	-0.384***	-0.094***	0.021	0.092***	0.071***	-0.036*	0.298***	-0.295***	1.000					
12 SIZE	0.058***	-0.000	0.087***	-0.053***	0.122***	-0.041**	-0.267***	0.046**	0.082***	-0.036*	-0.036*	1.000				
13 AGE	-0.092***	-0.108***	-0.019	-0.106***	0.057***	0.075***	0.033*	-0.104***	-0.056***	-0.031*	0.024*	0.179***	1.000			
14 NDTIS	0.038**	0.146***	-0.102***	0.007	0.026*	-0.029*	-0.031*	0.007	0.074***	0.272***	0.011	-0.075***	-0.106***	1.000		
15 TAX	-0.031*	-0.055***	0.013	-0.014	-0.007	0.022	0.078***	-0.030*	0.024*	-0.072***	0.028*	-0.120***	0.029*	-0.044**	1.000	
16 GROWTH	-0.017	0.019	-0.045**	0.014	0.002	-0.018	0.015	0.011	0.246***	-0.017	0.019	0.029*	-0.073***	0.025*	-0.020	1.000

Tabela 6 - Matriz de Correlações de Pearson. Nota: ***, ** e * indica a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

3.3 Discussão dos Resultados

Nesta secção revelam-se os resultados estimados dos diversos modelos de regressão, dando relevância aos mesmos como resposta às hipóteses de investigação previamente definidas e, deste modo, averiguar se a representação feminina tem impacto nas decisões de endividamento das PME's Industriais da Península Ibérica.³ A regressão de todos os modelos foi desenvolvida através do software STATA, com a aplicação de Efeitos Aleatórios e a organização dos dados em painel, com a estimação dos modelos pelo Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS). Os resultados apresentam os coeficientes com os erros padrão robustos e a significância estatística de 1%, 5% e 10%.

3.3.1 Nível de Endividamento Total

Para avaliar o nível de endividamento total (TOTALDEBT), procedeu-se à estimação dos modelos 1, 2 e 3 que estão definidos na tabela 7. Os três modelos apresentados estudam a relação entre a percentagem de mulheres no conselho de administração e o nível de endividamento total, medido pela proporção entre a dívida total e o total do ativo, de acordo com Berger *et al.* (1997), Mínguez-Vera e López-Martínez (2010), Sheikh e Wang (2012) e Zaid *et al.* (2020). No sentido de aprofundar a investigação, procedeu-se à análise da teoria da massa crítica de maneira a averiguar se diferentes conselhos de administração em termos de género, têm diferentes efeitos no nível de endividamento total.

No modelo 1 está especificada a relação entre o nível de endividamento total e a percentagem de mulheres no conselho de administração quando esta se situa abaixo dos 20% (variável *dummy* SKEWED), onde é possível observar uma relação estatisticamente positiva e significativa, para um nível de significância de 10%. Este resultado corrobora

³ Inicialmente foi explorada a hipótese da maturidade da dívida como variável dependente do estudo, correspondente ao rácio entre a dívida financeira de médio e longo prazo e a dívida financeira total, como também o rácio entre a dívida financeira de curto prazo e a dívida financeira total, contudo os resultados obtidos não apresentaram significância estatística para as variáveis independentes de interesse.

Também, explorou-se igualmente nove modelos com a introdução da variável *dummy* PORTUGAL, sendo que a única diferença registada foi no nível de endividamento de curto prazo, onde no modelo 7 da presente dissertação se obtém uma relação estatisticamente significativa, porém com a introdução da variável *dummy* PORTUGAL, esta deixa de ter relevância. Relativamente aos restantes modelos, quer em valor absoluto, quer em nível de significância, os resultados não apresentam alterações.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

a hipótese 1, onde se previa que os conselhos *skewed* detêm uma relação positiva, pois os conselhos constituídos maioritariamente por homens revelam um maior nível de endividamento, possivelmente, pelas suas características particulares: excesso de confiança, menor conversadorismo no que diz respeito à tomada de decisões, menor aversão ao risco, como consta na literatura (Schubert, 2006; Maxfield *et al.*, 2010; Huang & Kisgen, 2013; Schicks, 2014).

No modelo 2 encontra-se como variável independente de interesse, a variável *dummy* TILTED, que representa as observações em que a percentagem de mulheres no conselho de administração se situa entre os 20% e 40%. A relação obtida entre esta variável e o nível de endividamento total é estatisticamente negativa e significativa, para um nível de significância de 5%. Assim, corrobora-se a hipótese 4, em que conselhos *tilted* indicam uma relação negativa, pelo que se comprova que quando se alcança uma determinada massa crítica de mulheres, estas produzem um efeito significativamente diferente. Ou seja, num conselho *skewed* onde a percentagem de mulheres é bastante reduzida, a relação é positiva, e quando esta atinge um patamar superior (entre 20% a 40%), a relação torna-se negativa, provocando uma redução no nível de endividamento total. Este resultado está em linha com inúmeras investigações, que sugerem como principal argumento explicativo o facto de as mulheres revelarem uma maior aversão ao risco que determina um menor recurso à dívida no financiamento das oportunidades de investimento (Huang & Kisgen, 2013; Faccio *et al.*, 2016; Usman *et al.*, 2018; Zhu *et al.*, 2020).

No modelo 3 a variável independente de interesse é a variável *dummy* BALANCED, correspondente à percentagem de mulheres no conselho de administração quando esta se encontra num nível paritário, em concreto, quando se situa entre 40% e 60%. A relação obtida entre o nível de endividamento total e a variável *dummy* BALANCED é negativa, porém esta não é estatisticamente significativa, então, rejeita-se a hipótese 7. Este resultado está de acordo com Joecks *et al.* (2013), Strydom *et al.* (2017) e Pandey *et al.* (2019) que também não apuraram uma relação estatisticamente significativa com a variável BALANCED, provavelmente, por terem nas suas investigações amostras bastante reduzidas no que diz respeito a conselhos entre 40% a 60% de mulheres. Porém, neste estudo, os conselhos *balanced* representam 21% da amostra, o que representa um

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

valor relevante e, assim, o argumento das investigações anteriores deixa de ser válido para esta amostra em específico. Esperava-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a variável BALANCED e o nível de endividamento total, mas surpreendentemente tal não se verificou.

Os resultados obtidos indicam que a dinâmica dos conselhos de administração varia consoante a proporção de mulheres existentes, isto é, de acordo com a teoria da massa crítica, os membros do sexo feminino nos conselhos de administração das empresas passam a ter impacto significativo na tomada de decisões do conselho, quando atingem uma determinada massa crítica (Kanter, 1977; Torchia *et al.*, 2011). Neste estudo e nesta amostra, revela-se a existência de uma massa crítica situada entre os 20% e 40%, onde a representatividade feminina se torna significativa nas decisões de estrutura de capital e tem a capacidade de influenciar o conselho.

O resultado negativo entre a diversidade de género e o nível de endividamento total deve-se a diversas características específicas por parte das mulheres, nomeadamente, a aversão ao risco (Maxfield; 2010; Nyamweya, 2015; Faccio *et al.*, 2016; Bernile *et al.*, 2018; Brooks *et al.*, 2019; Nadaraja *et al.*, 2020), ausência de confiança excessiva (Barber & Odean, 2001; Huang & Kisgen, 2013; Zalata *et al.*, 2019; La Rocca *et al.*, 2020), uma postura mais ética e íntegra (Elmagrhi *et al.*, 2018; Usman *et al.*, 2019; Zaid *et al.*, 2020), um maior conservadorismo no que diz respeito à tomada de decisão (Huang & Kisgen, 2013; Zhu *et al.*, 2020).

Os resultados estão de acordo com a Teoria da Agência, de acordo com a qual a heterogeneidade oferecida pelos membros do sexo feminino nos conselhos de administração das empresas, assegura uma melhoria na monitorização interna e uma redução dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas, como sugerem Francis *et al.* (2013), Li e Zhang (2019), Pandey *et al.* (2019) e La Rocca *et al.* (2020). Com uma redução dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas, existe uma menor probabilidade de os gestores adotarem comportamentos oportunistas e/ou decisões de investimentos com VAL negativo. Neste contexto, a dívida perde o seu papel não só de

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

sinalização da qualidade dos projetos, assim como o papel de mecanismo que assegura que as empresas não acumulem montantes anormais de *free cash flow*.

Relativamente à variável FAMILY, a relação obtida entre o carácter familiar das empresas e o nível de endividamento total é positiva e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 5%. Este resultado está em linha com o obtido por Santos *et al.* (2014) para uma amostra de empresas cotadas da Europa continental. Posto isto, as empresas familiares recorrem mais ao endividamento, possivelmente com o objetivo de colmatar os problemas de agência entre *blockholders* e minoritários e, nestes casos, utilizam o recurso à dívida para sinalizar a qualidade dos projetos aos minoritários e a intenção de não os expropriar. Deste modo, a dívida assegura o escoamento dos *free cash flows*, que é uma fonte de problemas entre *blockholders* e minoritários. Complementarmente, a dívida nas empresas familiares também assegura a manutenção do controlo das empresas. O resultado obtido está em conformidade com Croci *et al.* (2011) e Ellul (2011), que também suportam uma relação positiva entre o carácter familiar e o nível de endividamento.

A variável LSBLOCK detém uma relação positiva com o nível de endividamento total, no entanto esta não se encontra estatisticamente significativa. A introdução da referida variável demonstra que o capital detido pelo principal acionista, não possui poder explicativo da variável dependente.

De acordo com a análise dos modelos de regressão, é observável que todas as variáveis de controlo influenciam significativamente o nível de endividamento total, exceto a taxa de imposto efetiva (TAX). Os valores obtidos para cada variável de controlo não diferem muito entre modelos, mantendo-se inalterado o coeficiente e o nível de significância.

Relativamente à variável de controlo ROA, entre a rentabilidade e o nível de endividamento total existe uma relação negativa e estatisticamente significativa, para o nível de significância de 1%. Os resultados obtidos estão de acordo com os estudos de Sogorb Mira (2005), Vieira e Novo (2010), Mc Namara *et al.* (2017) e Nguyen e Nguyen (2020), os quais revelam que quando as empresas têm uma rentabilidade inferior, a propensão do nível de endividamento é ser maior. Ou seja, a relação obtida está em linha

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

com a Teoria de *Pecking Order*, que pressupõe a existência de uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento total, pois segundo Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), os gestores preferem um investimento que possa ser financiado internamente, e só no caso de não se poder proceder ao autofinanciamento é que procedem à emissão de dívida. Logo, é natural que empresas mais rentáveis recorram menos ao financiamento externo.

A variável TANG apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com o nível de endividamento total, com um nível de significância de 1%. Este resultado é consistente com a literatura (Sogorb Mira, 2005; Degryse *et al.*, 2012; Matias & Serrasqueiro, 2017). A relação positiva está de acordo com a Teoria de *Trade-Off*, pois as empresas com um nível de tangibilidade superior têm a vantagem de poder oferecer melhores garantias aos agentes financeiros e, consequentemente, os custos de falência associados ao financiamento serão inferiores. Assim, as empresas com um maior nível de tangibilidade têm a possibilidade de um endividamento maior (Brealey *et al.*, 2007).

Relativamente à variável CASH, os *cash holdings* relacionam-se negativamente com o nível de endividamento total, na qual a relação é estatisticamente significativa, com um nível de significância de 5%. Posto isto, a acumulação de *cash holdings* pode ser o resultado de a empresa não ter, num passado recente, oportunidades de investimento suficientemente interessantes e, por isso, ter acumulado este ativo que naturalmente constitui uma fonte de problemas de agência, não só entre gestores e acionistas, como também entre *blockholders* e minoritários. Uma forma expedita de reduzir este potencial de problemas é canalizar os *cash holdings* para a redução da dívida financeira. De acordo com a Teoria de *Trade-Off*, quanto maior o endividamento da empresa, maior o seu risco financeiro, o que leva a que os investidores aumentem a remuneração (juros) sobre o capital fornecido à empresa e, consequentemente, este aumento reduz o fluxo de caixa da empresa.

A variável SIZE demonstra uma relação positiva e estatisticamente significativa com o nível de endividamento total, para um nível de significância de 1%. Este resultado indica que as empresas de maior dimensão têm um maior nível de endividamento total, do que

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

empresas com uma dimensão menor. Tendo como pressuposto a Teoria de *Trade-Off* e, segundo Scott (1976), o nível de endividamento está positivamente relacionado com a dimensão da empresa, pois as empresas de maior dimensão tendem a ter uma maior diversificação nas suas atividades, o que leva a que a probabilidade de falência da empresa seja menor (Warner, 1977; Ang *et al.*, 1992). Neste contexto, é de referir que a dimensão da empresa é um fator de qualidade, pois quanto maior é a dimensão, maior é a facilidade de acesso à dívida, com menores custos e um menor risco associado (Semedo, 2015). O resultado obtido é consistente com a literatura (Sogorb Mira, 2005; Frank & Goyal, 2007; Degryse *et al.*, 2012; Santos *et al.*, 2014; Matias & Serrasqueiro, 2017).

Relativamente à variável AGE, entre a idade e o nível de endividamento total encontra-se uma relação negativa e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%. O resultado está conforme o previsto, de acordo com Hall *et al.* (2000) e Lussuamo (2021). Deste modo, as empresas mais jovens, com um menor número de anos de atividade, acabam por obter um nível de endividamento total superior, comparativamente às empresas mais antigas, com mais anos de atividade. Tendo em conta a Teoria de *Pecking Order*, as empresas com um maior número de anos de atividade tendem a possuir um nível de endividamento mais baixo, pois detêm uma maior capacidade financeira podendo recorrer a financiamento interno, ao invés de recorrer a capitais alheios. Tendencialmente, as empresas com mais anos de atividade possuem menores oportunidades de investimento do que as empresas mais jovens, pelo que as últimas revelam uma maior necessidade de aceder a fontes de financiamento externo.

A variável de controlo NDTs comprova uma relação negativa e estatisticamente significativa com o nível de endividamento total, para um nível de significância de 1%. Posto isto, os benefícios fiscais da dívida diminuem quando as empresas possuem fontes alternativas de feitos fiscais como são as depreciações e amortizações, como consta nas investigações de Michaelas *et al.* (1999), Sogorb-Mira (2005) e López-Gracia e Sogorb-Mira (2008). As pequenas e médias empresas têm uma maior dificuldade em obter benefícios fiscais, de acordo com Pettit e Singer (1985). De acordo com esta linha de argumentação, também DeAngelo e Masulis (1980) sugerem alternativas ao benefício

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

fiscal dos juros, tais como amortizações e depreciações, despesas de I&D e deduções de investimento. Logo, as empresas com menos alternativas fiscais, utilizarão mais dívida.

É de salientar que a variável NDTs influencia a estrutura de capital das PME's industriais da Península Ibérica, mas a taxa efetiva do imposto (TAX) não provoca nenhum efeito. Os resultados apurados estão de acordo com a investigação de López-Garcia e Sogorb-Mira (2008). Em concreto, não foi apurada uma relação estatisticamente significativa entre a taxa efetiva do imposto e o nível de endividamento total, o que significa que os impostos a pagar pelas PME's não influenciam o seu comportamento financeiro. A presença da NDTs, como as depreciações e as amortizações, torna o benefício fiscal através da dívida menos relevante.

Por fim, a variável GROWTH apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 10%, com o nível de endividamento total. Este resultado sugere que as empresas com maior potencial de crescimento, acabam por recorrer mais à dívida, aumentando o nível de endividamento total. Este resultado é concordante com a Teoria da Sinalização, que segundo Ross (1977), uma maneira para sinalizar o mercado é através do aumento do nível de capital alheio, de modo a que os potenciais investidores tenham noção do bom desempenho financeiro da empresa, e nomeadamente a perceção de que os gestores possuem a convicção de que vão cumprir com o serviço da dívida. Posto isto, o facto de as empresas demonstrarem capacidade de crescimento económico, revela uma certa visibilidade e credibilidade pelo mercado e principalmente pelos credores, obtendo oportunidades favoráveis na concessão de crédito, sendo estas as razões de uma relação positiva entre o crescimento e a dívida demonstradas na literatura empírica anterior.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variáveis	Sinal Esperado	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
SKEWED	+	0.0226426* (0.10473)		
TILTED	–		-0.0386224** (0.01424)	
BALANCED	–			-0.002913 (0.01234)
FAMILY	?	0.0332672** (0.01092)	0.0310442** (0.01094)	0.0331569** (0.01102)
LSBLOCK	–	0.0002671 (0.00028)	0.0003077 (0.00027)	0.0003365 (0.00028)
ROA	?	-0.3066919*** (0.04450)	-0.3059422*** (0.04450)	-0.3064705*** (0.04446)
TANG	+	0.1189146*** (0.02287)	0.1197188*** (0.02291)	0.1193335*** (0.02289)
CASH	–	-0.1090757** (0.03454)	-0.1103712** (0.03448)	-0.1107311** (0.03452)
SIZE	+	0.0445119*** (0.00712)	0.0451187*** (0.00710)	0.0439443*** (0.0071307)
AGE	–	-0.0427537*** (0.01183)	-0.0434701*** (0.01175)	-0.0445584*** (0.01182)
NDTS	–	-0.4845708*** (0.13169)	-0.4810021*** (0.13161)	-0.4882821*** (0.13140)
TAX	?	-0.0041503 (0.00594)	-0.0041563 (0.00594)	-0.0041682 (0.00594)
GROWTH	?	0.0186527* (0.00844)	0.0185941* (0.00844)	0.0187373* (0.00844)
Constante		-0.4659872*** (0.12477)	-0.4583762*** (0.12385)	-0.4492319*** (0.12556)
Indústria		Sim	Sim	Sim
Ano		Sim	Sim	Sim
R² Ajustado		0.81296	0.81232	0.81316
N		834	834	834

Tabela 7 – Resultados das Regressões dos Modelos 1, 2 e 3. Nota: ***, ** e * indica a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

3.3.2 Nível de Endividamento de Longo Prazo

Para avaliar o nível de endividamento de longo prazo (LTDEBT), procedeu-se à estimação dos modelos 4, 5 e 6 que estão definidos na tabela 8. Os três modelos apresentados estudam a relação entre a percentagem de mulheres no conselho de administração e o nível de endividamento de longo prazo, medido pela proporção entre a dívida de longo prazo e o total do ativo, de acordo com Myers (1984), Hall *et al.* (2000), Michaelas *et al.* (1999) e Nunes e Serrasqueiro (2017). No sentido de aprofundar a investigação, procedeu-se à análise da teoria da massa crítica de maneira a averiguar se diferentes conselhos de administração em termos de género, têm diferentes efeitos no nível de endividamento de longo prazo.

O modelo 4 estuda a relação entre a variável independente de interesse SKEWED, sendo uma variável *dummy*, correspondente à percentagem de mulheres no conselho de administração das empresas, quando esta se encontra abaixo de 20%, e o nível de endividamento de longo prazo. A relação encontrada é positiva, no entanto esta não é estatisticamente significativa para as PME's do setor industrial da Península Ibérica, pelo que se rejeita a hipótese 2.

O modelo 5 observa a relação entre a variável independente de interesse TILTED, sendo uma variável *dummy*, correspondente à percentagem de mulheres no conselho de administração das empresas, quando esta está compreendida entre 20% e 40%, e o nível de endividamento de longo prazo. A relação encontrada é negativa e estatisticamente significativa, de acordo com um nível de significância de 5%, precisamente como previsto na hipótese 5. Ou seja, quando as mulheres no conselho de administração atingem uma determinada massa crítica, situada entre os 20% e 40%, estas produzem um efeito negativo na dívida de longo prazo, pois diminuem-na. Este resultado está de acordo com Huang e Kisgen (2013), que salientou que as mulheres comparativamente aos homens, acabam por emitir menos dívida, em concreto, menos dívida de longo prazo, devido essencialmente ao elevado nível de confiança detido pelos homens e ao facto de as mulheres manifestarem nas suas decisões uma maior aversão ao risco.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PMEs Industriais da Península Ibérica*

O modelo 6 estuda a relação entre a variável independente de interesse **BALANCED**, sendo uma variável *dummy*, correspondente à percentagem de mulheres no conselho de administração das empresas quando esta se encontra paritariamente aos homens, em concreto, quando esta está compreendida entre 40% e 60%, e o nível de endividamento de longo prazo. A relação observada é positiva, no entanto esta não é estatisticamente significativa para as PMES do setor industrial da Península Ibérica. Esperava-se um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, com a aversão ao risco por parte das mulheres e, consequentemente, um menor nível de endividamento.

Relativamente à variável **FAMILY**, a relação obtida entre o carácter familiar das empresas e o nível de endividamento de longo prazo é positiva e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 5%. O resultado é similar ao obtido com o nível de endividamento total (**TOTALDEBT**), mantendo os coeficientes e o nível de significância e, deste modo, a mesma explicação para a relação encontrada. Na investigação de Setia-Atmaja *et al.* (2009), os autores observaram que as empresas familiares detêm níveis de endividamento mais elevados, comparativamente a empresas não familiares.

A relação entre a variável **LSBLOCK** e o nível de endividamento de longo prazo encontra-se estatisticamente positiva e significativa, para um nível de significância de 10%. Portanto, quando a percentagem de capital detida pelo principal acionista aumenta, o nível de endividamento de longo prazo também aumenta, logo, a influência positiva entre a concentração de propriedade e a dívida poderá significar que a utilização da dívida, nomeadamente a dívida de longo prazo, surge como uma ferramenta para resolver conflitos entre os principais acionistas e os minoritários, impedindo a expropriação de riqueza dos segundos pelos primeiros. Este resultado é consistente com Al-Malkawi e Nizar (2007) e Faccio *et al.* (2000), que afirmam que as empresas com níveis de endividamento altos escoam os seus fluxos de caixa no cumprimento do serviço de dívida, e deste modo, o acionista detentor da maior percentagem de capital não pode expropriar a riqueza dos acionistas minoritários.

Relativamente às variáveis de controlo, é possível afirmar que metade das variáveis influencia significativamente o nível de endividamento de longo prazo, com a exceção da

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

outra metade, nomeadamente os *cash holdings* (CASH), os benefícios fiscais para além da dívida (NDTS), a taxa de imposto efetiva (TAX) e a taxa de crescimento económico (GROWTH). Os valores obtidos para cada variável de controlo não diferem muito entre modelos, mantendo-se praticamente inalterados quer o valor absoluto dos coeficientes quer o nível de significância.

As variáveis de controlo ROA e AGE detêm uma relação negativa e estatisticamente significativa com o nível de endividamento de longo prazo, para um nível de significância de 1%. São, portanto, as empresas com uma menor rentabilidade e com menos anos de atividade no mercado, aquelas que revelam maiores níveis de endividamento de longo prazo. Os resultados estão de acordo com Titman e Wessels (1988), Sogorb Mira (2005), Vieira e Novo (2010), Mc Namara *et al.* (2017) e Nguyen e Nguyen (2020), que apuraram a mesma relação entre a rentabilidade e o nível de endividamento de longo prazo, bem como Hall *et al.* (2000), que apurou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a idade e o nível de endividamento de longo prazo.

Relativamente às variáveis de controlo TANG e SIZE, estas têm uma relação positiva e estatisticamente significativa com o nível de endividamento de longo prazo, para um nível de significância de 1%. Assim, as empresas de maior dimensão e com maior tangibilidade de ativos detêm níveis mais elevados de endividamento de longo prazo. Os resultados são consistentes com a literatura, onde Sogorb Mira (2005), Degryse *et al.* (2012), Mac an Bhaird e Lucey (2014) e Matias e Serrasqueiro (2017) apuraram a mesma relação entre as duas variáveis de controlo e o nível de endividamento de longo prazo. Similarmente, Esperança *et al.* (2003) e Hall *et al.* (2004) também encontraram a mesma relação entre a tangibilidade de ativos e o nível de endividamento de longo prazo.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variáveis	Sinal Esperado	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
SKEWED	+	0.0050425 (0.00732)		
TILTED	–		-0.0236447** (0.00899)	
BALANCED	–			0.01052 (0.00898)
FAMILY	?	0.0200588** (0.00744)	0.0188423* (0.00746)	0.0193171* (0.00745)
LSBLOCK	–	0.0003395* (0.00019)	0.0003348* (0.00019)	0.0003822* (0.00019)
ROA	–	-0.1438323*** (0.03770)	-0.1433429*** (0.03770)	-0.1433783*** (0.0377)
TANG	+	0.1727982*** (0.02049)	0.1733312*** (0.02049)	0.1734446*** (0.02053)
CASH	–	0.0428383 (0.02859)	0.0430288 (0.02854)	0.0411232 (0.02855)
SIZE	+	0.0203474*** (0.00523)	0.0210151*** (0.00522)	0.0202263*** (0.00522)
AGE	–	-0.0308308*** (0.00857)	-0.0304878*** (0.00856)	-0.0318418*** (0.00854)
NDTS	–	-0.1199026 (0.11575)	-0.1150506 (0.11579)	-0.1203466 (0.11562)
TAX	–	-0.0061146 (0.00557)	-0.0061063 (0.00557)	-0.0061335 (0.00557)
GROWTH	+	0.0115847 (0.00794)	0.0115219 (0.007938)	0.0116289 (0.00794)
Constante		-0.2821525** (0.08939)	-0.2849019** (0.08848)	-0.2834112** (0.08905)
Indústria		Sim	Sim	Sim
Ano		Sim	Sim	Sim
R² Ajustado		0.72614	0.72514	0.72541
N		834	834	834

Tabela 8 – Resultados das Regressões dos Modelos 4, 5 e 6. Nota: ***, ** e * indica a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

3.3.3 Nível de Endividamento de Curto Prazo

Para avaliar o nível de endividamento de curto prazo (STDEBT), procedeu-se à estimação dos modelos 7, 8 e 9 que estão definidos na tabela 9. Os três modelos apresentados estudam a relação entre a percentagem de mulheres no conselho de administração e o nível de endividamento de curto prazo, medido pela proporção entre a dívida de curto prazo e o total do ativo, de acordo com Myers (1984), Hall *et al.* (2000), Michaelas *et al.* (1999) e Nunes e Serrasqueiro (2017). No sentido de aprofundar a investigação, procedeu-se à análise da teoria da massa crítica de maneira a averiguar se diferentes conselhos de administração em termos de género, têm diferentes efeitos no nível de endividamento de curto prazo.

O modelo 7 estuda a relação entre a variável independente de interesse SKEWED, sendo uma variável *dummy*, correspondente à percentagem de mulheres no conselho de administração das empresas, quando esta se encontra abaixo de 20%, e o nível de endividamento de curto prazo. A relação encontrada é estatisticamente positiva e significativa, para um nível de significância de 10%. Este resultado corrobora a hipótese de investigação 3, uma vez que segundo a literatura um conselho de administração constituído maioritariamente por homens tem tendência a aumentar a dívida (Huang e Kisgen, 2013; Zhu *et al.*, 2020).

Nos modelos 8 e 9, utiliza-se como variáveis independentes de interesse as variáveis *dummy* TILTED e BALANCED, respetivamente. Ambas as relações com o nível de endividamento de curto prazo indicam uma relação negativa, no entanto em nenhum dos modelos é estatisticamente significativa, pelo que se rejeitam as hipóteses de investigação 6 e 9.

Relativamente à variável FAMILY, a relação com o nível de endividamento de curto prazo é positiva, mas só se encontra estatisticamente significativa para o modelo 9, com um nível de significância 10%. A variável LSBLOCK relaciona-se negativamente com o nível de endividamento de curto prazo nos modelos 7 e 9, e positivamente no modelo 8, no entanto nenhum destes coeficientes é estatisticamente significativo.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Relativamente às variáveis de controlo, é possível afirmar que a maioria das variáveis tem influência significativa no nível de endividamento de curto prazo, com a exceção da idade (AGE), a taxa de imposto efetiva (TAX) e a taxa de crescimento económico (GROWTH). Os valores obtidos para cada variável de controlo não diferem muito entre modelos, mantendo-se inalterado o coeficiente e o nível de significância.

A variável de controlo ROA, semelhante aos modelos apresentados anteriormente (relação com TOTALDEBT e LTDEBT), detém uma relação negativa e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%, pois as empresas com uma maior rentabilidade têm mais capacidade de gerar fundos internamente, procedendo ao recurso de autofinanciamento ao invés do recurso ao endividamento. Só no caso de os fundos internos não serem suficientes para cobrir as necessidades da empresa, é que estas recorrem à dívida, se possível com uma maturidade reduzida (Myers, 1984). O resultado é consistente com a literatura (Sogorb Mira, 2005; Vieira & Novo, 2010; Mc Namara *et al.*, 2017; La Rocca *et al.*, 2020; Lussuamo, 2021; Nguyen & Nguyen, 2020).

A variável TANG apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o nível de endividamento de curto prazo, para um nível de significância de 1%. Posto isto, a natureza da relação entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento, depende da maturidade da dívida, pois esta variável tem um efeito positivo no nível de endividamento de longo prazo, no entanto um efeito negativo no nível de endividamento de curto prazo. Assim, as PME's industriais da Península Ibérica com níveis de tangibilidade de ativos inferiores, sentem a necessidade de contrair mais dívida de curto prazo. Os resultados dão suporte à Teoria de *Trade-Off* e à Teoria de *Pecking Order*, no qual as empresas preferem recorrer à dívida de curto prazo para financiar o ativo corrente e, recorrer a fundos de longo prazo para financiar o ativo não corrente. Este resultado era expectável segundo a literatura (Jordan *et al.*, 1998; Hall *et al.*, 2004; Sogorb Mira, 2005; Yazdanfar & Odlund, 2010; Degryse *et al.*, 2012; Mac an Bhaird & Lucey, 2014; Matias & Serrasqueiro, 2017; La Rocca *et al.*, 2020; Lussuamo, 2021).

A variável CASH influencia negativamente o nível de endividamento de curto prazo, numa relação estatisticamente significativa, com um nível de significância de 1%. Deste

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

modo, verifica-se que as empresas com uma grande reserva de tesouraria detêm uma menor utilização da dívida de curto prazo, o que implica uma relação negativa entre este tipo de dívida e os *cash holdings*, de acordo com Harford *et al.* (2014), Tiago e Caldeira (2014) e La Rocca *et al.* (2020). O resultado é concordante com a Teoria de *Pecking Order*, pois as empresas com uma grande reserva de tesouraria optam primeiramente pela utilização dos *cash holdings*, e somente em último caso, é que procedem à emissão de dívida (Ferreira & Vilela, 2004).

Relativamente à variável SIZE, a relação obtida entre a dimensão da empresa e o nível de endividamento de curto prazo é positiva e estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%. Posto isto, as empresas de maior dimensão detêm mais dívida independentemente da sua maturidade, resultados estes que dão suporte à Teoria de *Trade-Off* e à Teoria de *Pecking Order*, bem como à literatura existente (Degryse *et al.*, 2012; Mateev *et al.*, 2013; Matias & Serrasqueiro, 2017). Pela Teoria do *Trade-off*, sabe-se que as empresas de maior dimensão e com um leque de negócios mais diversificado, têm acesso ao crédito mais facilitado e a custos inferiores, comparando com as empresas de pequena dimensão em que se verifica o oposto (Titman & Wessels, 1988). De acordo com a Teoria *Pecking Order*, as empresas de grande dimensão, em geral, partilham mais informação com os diversos agentes económicos, de onde resulta uma menor assimetria de informação e, consequentemente, maior facilidade de acesso ao crédito.

No que diz respeito à variável NDTS, esta demonstra uma relação negativa e estatisticamente significativa com o nível de endividamento de curto prazo, com um nível de significância de 5%. As empresas tentam reduzir a carga fiscal através da utilização de benefícios fiscais decorrentes das depreciações e amortizações em vez da dívida, com o intuito de evitar custos de ajustamento ou de crise financeira (Dammon & Senbet, 1988). A relação era expetável de acordo com a literatura (Michaelas *et al.*, 1999; Heshmati, 2002; Frank & Goyal, 2003; Sogorb Mira, 2005; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Variáveis	Sinal Esperado	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
SKEWED	+	0.016769* (0.00675)		
TILTED	+		-0.0136671 (0.00862)	
BALANCED	+			-0.013249 (0.00807)
FAMILY	?	0.0116715 (0.00715)	0.0107739 (0.00720)	0.0122546* (0.00719)
LSBLOCK	?	-0.0000503 (0.00018)	0.00000637 (0.00018)	-0.0000262 (0.00018)
ROA	—	-0.184129*** (0.03130)	-0.1834592*** (0.03126)	-0.1842766*** (0.03127)
TANG	—	-0.05247*** (0.01484)	-0.0518234*** (0.01483)	-0.0524756*** (0.01484)
CASH	—	-0.1858486*** (0.01975)	-0.1870829*** (0.01973)	-0.1865296*** (0.01975)
SIZE	?	0.0178839*** (0.00468)	0.0178894*** (0.00469)	0.0173067*** (0.00469)
AGE	—	-0.0102711 (0.00761)	-0.0112883 (0.00755)	-0.0109957 (0.00762)
NDTS	?	-0.3068051** (0.09116)	-0.3071295** (0.09117)	-0.3102201** (0.09108)
TAX	?	0.0020257 (0.00468)	0.0020117 (0.00468)	0.0020102 (0.00469)
GROWTH	+	0.0093093 (0.00697)	0.0093183 (0.00697)	0.009391 (0.00697)
Constante		-0.0877576 (0.08315)	-0.0793012 (0.08337)	-0.067987 (0.08410)
Indústria		Sim	Sim	Sim
Ano		Sim	Sim	Sim
R² Ajustado		0.75961	0.76003	0.76005
N		834	834	834

Tabela 9 – Resultados das Regressões dos Modelos 7, 8 e 9. Nota: ***, ** e * indica a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

CONCLUSÃO

Na sociedade atual está enraizada a cultura diferenciada do papel do homem e da mulher. Na Península Ibérica, bem como no resto do mundo, associa-se desde sempre a figura da mulher como o elemento doméstico e cuidador. Também, a entrada tardia no mercado de trabalho por parte das mulheres dificultou a tarefa de esta conseguir igualar os seus direitos aos dos seus colegas homens. No mundo empresarial, a desigualdade de oportunidades entre mulheres e homens é um problema ainda presente na sociedade atual. A progressão das mulheres, relativamente a cargos de liderança, ainda hoje apresenta diversos obstáculos devido à conciliação da vida profissional com a pessoal/familiar, principalmente em contexto de maternidade.

A presente dissertação teve como objetivo a investigação do impacto da diversidade de género nos conselhos de administração, das PME's do setor industrial da Península Ibérica, na seleção da estrutura de capital e na maturidade da dívida. De maneira a averiguar a Teoria da Massa Crítica, propôs-se a análise da composição de género nos conselhos de administração, com o intuito de compreender se diferentes composições do conselho de administração, quanto à representação de mulheres, têm um impacto estatisticamente significativo no nível de endividamento e na maturidade da dívida. A amostra do estudo engloba 834 PME's do setor industrial da Península Ibérica, no qual reflete 508 empresas espanholas e 326 empresas portuguesas, no período abrangente de 2014 a 2019. Este estudo revela-se uma contribuição para a literatura sobre a temática da diversidade de género, ainda muito pouco estudada no âmbito da estrutura de capital e da maturidade da dívida.

Por toda a Europa, muitos países têm imposto quotas obrigatórias em relação à representatividade de mulheres nos conselhos de administração das empresas. Só recentemente, no ano de 2022, o Conselho e o Parlamento Europeu aprovaram o novo ato legislativo da UE para promover a equidade entre ambos os sexos, nos conselhos de administração das empresas cotadas em bolsa. A imposição destas quotas pode levar a uma melhoria da estrutura de governo das organizações e, conseqüentemente, um melhor

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

desempenho financeiro. Porém, esta regulamentação não abrange as PME's que não estão cotadas em bolsa.

A principal conclusão a salientar passa por uma relação negativa entre a diversidade de género e o nível de endividamento, em concreto, a presença de mulheres nos conselhos de administração das PME's industriais da Península Ibérica leva a uma diminuição do nível de endividamento. Também, a representação de mulheres nos conselhos de administração das empresas analisadas, quando esta atinge uma determinada massa crítica, situada entre os 20% e 40%, produz um efeito negativo na dívida de médio/longo prazo, ou seja, as mulheres acabam por emitir menos este tipo de dívida. Este resultado está de acordo com Huang e Kisgen (2013), que salientaram que as mulheres comparativamente aos homens, acabam por emitir menos dívida, em concreto, menos dívida de longo prazo, devido essencialmente ao excesso de confiança revelado no comportamento dos homens e ao facto de as mulheres manifestarem nas suas decisões uma maior aversão ao risco.

De acordo com Torchia *et al.* (2011), a representação feminina nos conselhos de administração das empresas tem de atingir uma determinada massa crítica, antes de poder ter qualquer impacto nos processos de tomada de decisão e nos resultados das empresas. Assim, os autores argumentaram que a massa crítica de mulheres é medida em pelo menos três membros do conselho de administração, para ter influência nas decisões do conselho e no seu desempenho. Tendo em conta os resultados da presente investigação, é possível afirmar esta constatação, pois conselhos com uma representatividade inferior a 20% registam um aumento de, aproximadamente, 2% do nível de endividamento total, mas quando as mulheres atingem uma representatividade entre 20% e 40% no conselho de administração, o endividamento total diminui cerca de 4%, o que se considera um impacto significativo. Posto isto, os resultados sugerem que a massa crítica de mulheres é alcançada em conselhos de administração inclinados (CAs *tilted*), e não em conselhos de administração enviesados (CAs *skewed*). É possível concluir que diferentes tipos de conselhos de administração em termos de proporção de género, têm diferentes resultados em termos de endividamento, e que, em conselhos de administração inclinados, as mulheres conseguem expressar melhor a sua individualidade e contribuir com diferentes

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

pontos de vista, capazes de influenciar as decisões do conselho de administração. Logo, existe uma relação não linear entre a percentagem de mulheres no conselho de administração e o nível de endividamento, bem como a existência de uma massa crítica de mulheres situada entre os 20% e 40%, o que leva a afirmar que quando se ultrapassa a denominada massa crítica, conselhos equilibrados deixam de ser interessantes em termos de nível de endividamento, como constataram Soares *et al.* (2018), que na sua investigação não obtiveram resultados com significância estatística entre conselhos equilibrados e a gestão de resultados. Assim, existe uma necessidade de aprofundar este resultado em investigações posteriores, possivelmente com uma amostra que integre mais empresas e países, com o objetivo de compreender como funcionam os conselhos equilibrados em termos de género, perante o endividamento e os comportamentos na tomada de decisões sobre a estrutura de capital.

Tendo em conta o financiamento total, verifica-se uma ligeira preferência pela dívida de longo prazo, por parte das empresas da amostra. Neste tipo de financiamento a representatividade das mulheres, quando estas atingem uma determinada massa crítica no conselho de administração, entre 20% a 40%, resulta numa diminuição de 2% no nível de endividamento de longo prazo. Relativamente ao nível de endividamento de curto prazo, a presença de mulheres não influencia de forma significativa este tipo de dívida, só quando estão em minoria, correspondente a uma proporção inferior a 20%, é que se observa um aumento no nível de endividamento de curto prazo, de aproximadamente 2%.

A relação negativa obtida entre o nível de endividamento e a representação feminina no conselho de administração é consistente com as características específicas detidas pelas mulheres, nomeadamente o conservadorismo na tomada de decisão, a aversão ao risco, a ausência de confiança excessiva, o comportamento ético. Portanto, de modo geral, os conselhos de administração diversificados em termos de género, visto que têm diferentes pontos de vista, acabam por obter um maior leque de soluções para os diversos problemas que ocorrem e, desta forma, existe uma melhoria na qualidade das decisões estratégicas e, de acordo com as características particulares das mulheres, existe um melhor controlo interno e, conseqüentemente, uma diminuição dos conflitos de interesses.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

As empresas familiares apresentam um maior nível de endividamento total e de longo prazo, possivelmente com o objetivo de colmatar os problemas de agência entre *blockholders* e minoritários e, nestes casos, utilizam o recurso à dívida para sinalizar a qualidade dos projetos aos minoritários e a intenção de não os expropriar. Complementarmente, a utilização de dívida nas empresas familiares assegura a manutenção do controlo das empresas. A concentração de propriedade só se revela relevante no nível de endividamento de longo prazo, ou seja, quando a percentagem de capital detida pelo principal acionista aumenta, o nível de endividamento de longo prazo também aumenta, pelo que a dívida de longo prazo surge como uma ferramenta para resolver conflitos de interesses.

A realização da presente dissertação foi um processo demorado e complexo devido à escassez de informação relativa ao tema em análise, por ser um tópico ainda pouco discutido e estudado no mundo empresarial. Existe, de facto, uma extensa investigação no âmbito da diversidade de género, no entanto, esta foca-se essencialmente na performance financeira (Joecks *et al.*, 2013; Schrand *et al.*, 2018), na performance de responsabilidade social e ambiental (Seebeck & Vetter, 2021; Ali Gull *et al.*, 2022; Islam *et al.*, 2022) e na qualidade dos resultados (Strydom *et al.*, 2017). Porém, no âmbito do nível de endividamento e da maturidade da dívida, a literatura existente é escassa com a incorporação das variáveis relativas à Teoria da Massa Crítica. Pode ainda apontar-se o facto de a amostra ser reduzida, abrangendo somente o setor industrial, o que pode ser uma sugestão para trabalhos futuros: incluir uma amostra mais alargada e com mais setores de atividade, de maneira obter resultados mais generalizáveis. Seria também interessante investigar a diferença salarial existente entre homens e mulheres, como estes são remunerados pelo mesmo trabalho realizado, no conselho de administração das empresas.

Uma possível medida para colmatar os problemas de desigualdade de género em cargos de liderança, seria implementar quotas obrigatórias de género e respetivas sanções pelo não cumprimento das mesmas, nos conselhos de administração das pequenas e médias empresas não cotadas em bolsa, bem como implementar políticas de desenvolvimento de igualdade de género, com campanhas de sensibilização para haver uma mudança de

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

mentalidades, desde a escolaridade até ao mundo profissional, de maneira a sensibilizar as novas gerações para o problema atual, com o objetivo de garantir que mulheres e homens têm as mesmas oportunidades no mundo empresarial.

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

Ahmed, A., & Atif, M. (2021). Board gender composition and debt financing. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 3075-3092. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1951>

Almeida, H., Campello, M., Laranjeira, B., & Weisbenner, S. (2012). Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis. *Critical Finance Review*, 1(1), 3–58. <https://doi.org/10.3386/w14990>

Alves, P., Couto, E., & Francisco, P. (2015). Board of directors composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>

Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185-203. <https://doi.org/10.57229/2373-1761.1121>

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2006). The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00315.x>

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital marketoriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>

Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The quarterly journal of economics*, 116(1), 261-292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Barclay, M. J., & Smith Jr, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04797.x>

Barnea, A., Cronqvist, H., & Siegel, S. (2010). Nature or nurture: What determines investor behavior? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 583-604. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.001>

Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. *the Journal of Finance*, 35(5), 1223-1234. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02205.x>

Barton, S. L., & Gordon, P. I. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75. <https://doi.org/10.5465/amr.1987.4306479>

Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial management*, 26-35. <https://doi.org/10.2307/3665695>

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>

Baxter, J., & Wright, E. O. (2000). The glass ceiling hypothesis: A comparative study of the United States, Sweden, and Australia. *Gender & society*, 14(2), 275-294. <https://doi.org/10.1177/089124300014002004>

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)

Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>

Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate pol-icies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588-612. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Billett, M. T., King, T. H. D., & Mauer, D. C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *Journal of Finance*, 62(2), 697–730. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01221.x>

Bjerk, D. (2008). Glass ceilings or sticky floors? Statistical discrimination in a dynamic model of hiring and promotion. *The Economic Journal*, 118(530), 961-982. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02157.x>

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de finanças empresariais*. McGraw-hill.

Brick, I. E., & Ravid, S. A. (1985). On the relevance of debt maturity structure. *The Journal of Finance*, 40(5), 1423-1437. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02392.x>

Brooks, C., Sangiorgi, I., Hillenbrand, C., & Money, K. (2019). Experience wears the trousers: Exploring gender and attitude to financial risk. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 163, 483-515. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2019.04.026>

Campbell, K., & Minguez Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: Short and long-term effects. *Journal of Management & Governance*, 14, 37-59. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9092-y>

Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435–451. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y>

Carli, L. L., & Eagly, A. H. (2001). Gender, hierarchy, and leadership: An introduction. *Journal of Social Issues*, 57(4), 629-636. <https://doi.org/10.1111/0022-4537.00232>

Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Finance Review*, 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>

Carter, M., Franco, F., & Gine, M. (2017). Executive gender pay gaps: The roles of female risk aversion and board representation. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1232–1264. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12286>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Carter, S., Shaw, E., Lam, W., & Wilson, F. (2007). Gender, entrepreneurship, and bank lending: The criteria and processes used by bank loan officers in assessing applications. *Entrepreneurship theory and practice*, 31(3), 427-444. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00181.x>

Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>

Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small business economics*, 59-67. <https://www.jstor.org/stable/40228760>

Constand, R. L., Osteryoung, J. S., & Nast, D. A. (1991). Asset-based financing and the determinants of capital structure in the small firm. *Advances in small business finance*, 29-45. <https://doi.org/10.1007/978-94-011-3462-0-3>

Cotter, D. A., Hermesen, J. M., Ovadia, S., & Vanneman, R. (2001). The glass ceiling effect. *Social forces*, 80(2), 655-681. <https://doi.org/10.1353/sof.2001.0091>

Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860–897. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00631.x>

Dammon, R. M., & Senbet, L. W. (1988). The effect of taxes and depreciation on corporate investment and financial leverage. *The Journal of Finance*, 43(2), 353–373. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03944.x>

Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2005). Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *The Journal of finance*, 60(5), 2333-2350. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00800.x>

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small business economics*, 38, 431-447.
<https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>

Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215 – 247.
<http://www.nber.org/chapters/c4790>

Durand, D. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment. *American Economic Review*, 49 (4), 639-655.
<https://www.jstor.org/stable/1812918>

Dwyer, P. D., Gilkeson, J. H., & List, J. A. (2002). Gender differences in revealed risk taking: Evidence from mutual fund investors. *Economics Letters*, 76(2), 151-158.
[https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(02\)00045-9](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(02)00045-9)

Eagly, A. H., & Carli, L. L. (2003). The female leadership advantage: An evaluation of the evidence. *The Leadership Quarterly*, 14(6), 807-834.
<https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2003.09.004>

Ebel Ezeoha, A. (2008). Firm size and corporate financial-leverage choice in a developing economy: Evidence from Nigeria. *The journal of risk finance*, 9(4), 351-364.
<https://doi.org/10.1108/15265940810895016>

Ellul, A. (2011). Control motivations and capital structure decisions. *The Centre for Governance, Institutions and Organizations (CGIO) academic conference*, August 25th and 26th, NUS Business School, Singapore.

Esperança, J.P., Ana, P.M.G. & Mohamed, A.G. (2003). Corporate debt policy of small firms: an empirical (re) examination. *Journal of small business and enterprise development*, 10(1), 62-80. <https://doi.org/10.1108/14626000310461213>

Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American economic review*, 91(1), 54-78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 1-33. <https://www.jstor.org/stable/2696797>

Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 47(1), 23-56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>

Flannery, M. J. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *The Journal of Finance*, 41(1), 19-37. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04489.x>

Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The impact of CFO gender on bank loan contracting. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(1), 53-78. <https://doi.org/10.1177/0148558X12452399>

Frank M. Z. & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 2, 135-202. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>

García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Ownership structure and debt maturity: new evidence from Spain. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35, 473-491. <https://doi.org/10.1007/s11156-009-0115-1>

Graham, F., Stendardi, E. J., Myers, J. K., & Graham, M. J. (2002). Gender differences in investment strategies: An information processing perspective. *International Journal of Bank Marketing*, 20(1), 17-26. <https://doi.org/10.1108/02652320210415953>

Guney, Y., & Ozkan, A. (2005). New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions. *Applied Financial Economics Letters*, 1(4), 233-238. <https://doi.org/10.1080/17446540500117610>

Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1995). Multivariate data analysis with readings. New York, NY: PrenticeHall.

Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>

Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2000). Industry effects on the determinants of unquoted SME capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297-312. <https://doi.org/10.1080/13571510050197203>

Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, M. F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69(3), 975–1012. <https://doi.org/10.1111/jofi.12133>

Harris M. & Raviv A. (1979). Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information. *Journal of Economic Theory*, 20, 231-259. [http://dx.doi.org/10.1016/0022-0531\(79\)90073-5](http://dx.doi.org/10.1016/0022-0531(79)90073-5)

Harris, C. R., & Jenkins, M. (2006). Gender differences in risk assessment: Why do women take fewer risks than men?. *Judgment and Decision Making*, 1(1), 48-63. <https://doi.org/10.1017/S1930297500000346>

Hart, O. D., & Moore, J. (1994). Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review*, 85(3), 567-585. <https://doi.org/10.3386/w4886>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

- Hernandez-Nicolas, C. M., Martín-Ugedo, J. F., & Mínguez-Vera, A. (2015). The influence of gender on financial decisions: Evidence from small start-up firms in Spain. *Economics and Management*. <https://doi.org/10.15240/tul/001/2015-4-007>
- Heshmati, A. (2002). The dynamics of capital structure: evidence from Swedish micro and small firms. *Banking and Finance*, 2, 199-241.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50, 941-952. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279222>
- Hsiao, C. (1986). “Analysis of Panel Data”. Cambridge University Press.
- Hsiao, C. (2003). Analysis of Panel Data, 2nd Edition. Cambridge: Cambridge University.
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis - Advantages and challenges. *TEST*, 16(1), 1-22. <https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?. *Journal of financial Economics*, 108(3), 822-839. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- 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)
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass?”. *Journal of business ethics*, 118, 61-72. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1553-6>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1-2), 1-27.
<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00176>

Kanter, R. M. (1977). Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women. *American Journal of Sociology*, 82(5), 965–990.
<https://www.jstor.org/stable/2777808>

Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational dynamics*, 37(2), 145-164.
<https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2008.02.005>

Kramer, V. W., Konrad, A. M., Erkut, S., & Hooper, M. J. (2006). Critical mass on corporate boards: Why three or more women enhance governance (pp. 2-4). *Wellesley, MA: Wellesley Centers for Women*.

La Rocca, M., Neha Neha, & La Rocca, T. (2020). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 24(3), 713–747. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09479-9>

Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2005). Do firms rebalance their capital structures?. *The journal of finance*, 60(6), 2575-2619. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.571002>

Leland, H. E. & K. B. Toft (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Finance* 51(3): 987-1019.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02714.x>

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 32(2), 371-387.
<https://doi.org/10.2307/2326770>

Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185–200.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.005>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

- Levin, I. P., Snyder, M. A., & Chapman, D. P. (1988). The interaction of experiential and situational factors and gender in a simulated risky decision-making task. *The Journal of Psychology*, 122(2), 173-181. <https://doi.org/10.1080/00223980.1988.9712703>
- Li, Y., & Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320. <https://doi.org/10.1111/eufm.12214>
- López-García, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117-136. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>
- Lussuamo, J. M. (2021). Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o Nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma Aplicação em Cabinda—Angola. *Doctoral dissertation*, Universidade da Beira Interior (Portugal).
- Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2014). Culture's influences: An investigation of inter-country differences in capital structure. *Borsa Istanbul Review*, 14(1), 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2013.10.004>
- Majumdar, R. (2010). The determinants of corporate debt maturity: A study of Indian firms. *The Journal of Applied Finance*, 70-80. <https://ssrn.com/abstract=1564071>
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in international business and finance*, 27(1), 28-51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19-33. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>
- Mc Namara, A., Murro, P., & O'Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 43, 122–138. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.008>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

- Méndez, V. M. G. (2013). Determinants of debt maturity structure across firm size. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42(158), 187-209. <https://doi.org/10.1080/02102412.2013.10779745>
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, 12, 113-130. <https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>
- Miller, T., & del Carmen Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity–firm performance relationship. *Journal of Management studies*, 46(5), 755-786. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>
- Mínguez-Vera, A., & López-Martínez, R. (2010). Female directors and SMES: An empirical analysis. *Journal of Global Strategic Management*, 8(2), 34-46. <https://doi.org/10.20460/JGSM.2010415823>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Mohan, N. (2014). A review of the gender effect on pay, corporate performance and entry into top management. *International Review of Economics & Finance*, 34, 41–51. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.06.005>
- Myers, S. C. (1965). *Optimal financing decisions*. Prentice-Hall.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575- 592. <https://doi.org/10.3386/w1393>
- 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)

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Nadaraja, S., Huang, A., Liu, B., & Ali, S. (2020). Does Board Gender Diversity Reduce De-fault Risk? A Global Analysis. *Academy of Management Proceedings*, 2020(1), 14718. <http://dx.doi.org/10.5465/AMBPP.2020.14718abstract>.

Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.97>

Nielsen, S., & Huse, M. (2010). Women directors' contribution to board decision-making and strategic involvement: The role of equality perception. *European Management Review*, 7(1), 16-29. <https://doi.org/10.1057/emr.2009.27>

Nizar Al-Malkawi, H. A. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Economic and administrative Sciences*, 23(2), 44-70. <https://dx.doi.org/10.1108/10264116200700007>

Novo, A. J. F. (2009). Estrutura de capital das pequenas e médias empresas: evidência no mercado português. *Estudos do ISCA- série IV- nº2*, Universidade de Aveiro, 1-111.

Nunes, P. M., & Serrasqueiro, Z. (2017). Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics*, 23(3), 543-560. <https://doi.org/10.5367/te.2015.0529>

Pandey, R., Biswas, P. K., Ali, M. J., & Mansi, M. (2019). Female directors on the board and cost of debt: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 60(4), 4031-4060. <https://doi.org/10.1111/acfi.12521>

Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579-586. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.05.013>

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Pettit, R. R., & Singer, R. F. (1985). Small business finance: a research agenda. *Financial management*, 47-60. <https://doi.org/10.2307/3665059>

Proença, P., Laureano, R. M. S., & Laureano, L. M. S. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 182–191. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027>

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

Ross, Stephen A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>

Ross, Stephen A. (2005) Capital Structure and the Cost of Capital. *Journal of Applied Finance*, 15(1). <https://ssrn.com/abstract=765584>

Rudman, L. A., & Phelan, J. E. (2008). Backlash effects for disconfirming gender stereotypes in organizations. *Research in organizational behavior*, 28, 61-79. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2008.04.003>

Ryan, M. K., Haslam, S. A., Morgenroth, T., Rink, F., Stoker, J., & Peters, K. (2016). Getting on top of the glass cliff: Reviewing a decade of evidence, explanations, and impact. *The Leadership Quarterly*, 27(3), 446-455. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.10.008>

Sachse, K., Jungermann, H., & Belting, J. M. (2012). Investment risk – the perspective of individual investors. *Journal of Economic Psychology*, 33(3), 437-447. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2011.12.006>

Saleem, S., Rafiq, A., & Yusaf, S. (2017). Investigating the glass ceiling phenomenon: An empirical study of glass ceiling's effects on selection-promotion and female effectiveness. *South Asian Journal of Business Studies*. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-04-2016-0028>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Sánchez-Vidal, J., & Martín-Ugedo, J. F. (2005). Financing preferences of Spanish firms: Evidence on the pecking order theory. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 341-355. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5459-6>

Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, 18, 1063-1107. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9272-7>

Schuh, S. C., Hernandez Bark, A. S., Van Quaquebeke, N., Hossiep, R., Frieg, P., & Van Dick, R. (2014). Gender differences in leadership role occupancy: The mediating role of power motivation. *Journal of Business Ethics*, 120, 363-379. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1663-9>

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00054-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00054-5)

Schwartz-Ziv, M. (2013). Does the gender of directors matter?. *Edmond J. Safra Working Papers*, (8). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2257867>

Scott Jr, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 33-54. <https://doi.org/10.2307/3003189>

Semedo, I. G. (2015). Teorias da estrutura de Capital das Empresas: Uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa. [Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Gestão]. Repositório Comum. <http://hdl.handle.net/10400.26/11108>

Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P. M., & da Silva, J. V. (2016). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms' Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Range Planning*, 49(6), 723-745. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2015.12.012>

Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/17439131011032059>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 863-898. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>

Shaya, N., & Abu Khait, R. (2017). Feminizing leadership in the Middle East: Emirati women empowerment and leadership style. *Gender in Management: An International Journal*, 32(8), 590-608. <https://doi.org/10.1108/GM-07-2016-0143>

Sheikh, N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 629-641. <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8)

Sogorb Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 5(25), 447-457. <https://doi.org/10.1007/s11187-004-6486-8>

Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of business*, 279-312. <https://www.jstor.org/stable/2353370>

Strydom, M., Au Yong, H. H., & Rankin, M. (2017). A few good (wo)men? Gender diversity on Australian boards. *Australian Journal of Management*, 42(3), 404-427. <https://doi.org/10.1177/0312896216657579>

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)

Sufi, A. (2009). Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis. *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1057-1088. <https://doi.org/10.1093/revfin/hhm007>

Tayem, G. (2017). The determinants of corporate cash holdings: The case of a small emerging market. *International Journal of Financial Research*, 8(1), 143-154. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v8n1p143>

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447-483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>

Tiago, R.L., & Caldeira, J.F. (2014). Capital structure, cash holdings and firm value: A study of Brazilian listed firms. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(64), 46-59. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100005>

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299–317. <https://www.jstor.org/stable/41475957>

Usman, M., Zhang, J., Farooq, M. U., Makki, M. A. M., & Dong, N. (2018). Female directors and CEO power. *Economics Letters*, 165, 44-47. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2018.01.030>

Vătavu, S. (2012). Trade-off versus pecking order theory in listed companies around the world. *Annals of the University of Petrosani. Economics*, 12, 285-292.

Vieira, E. S. & Novo, A. J. (2010). A Estrutura de Capital das PME: Evidência no Mercado Português. *Revista de Estudos do ISCA*, 2, 1–19. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i2.6505>

Vilaseca, A. (1995). Estructura, Políticas y Resultados Financieros en la Empresa Familiar: Un Estudio Empírico, División de Investigación, IESE. Documento de Investigación 299.

Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management & Governance*, 16, 571-593. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9164-z>

Wang, X., Deng, S., & Alon, I. (2021). Women executives and financing pecking order of GEM-listed companies: Moderating roles of social capital and regional institutional

*O Impacto da Diversidade de Género na Estrutura da Maturidade da Dívida:
evidência das PME's Industriais da Península Ibérica*

environment. *Journal of Business Research*, 136, 466-478.

<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.055>

Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The journal of Finance*, 32(2), 337-347. <https://doi.org/10.2307/2326766>

Weyer, B. (2007). Twenty years later: explaining the persistence of the glass ceiling for women leaders. *Women in management Review*, 22(6), 482-496. <https://doi.org/10.1108/09649420710778718>

Yazdanfar, D., & Odlund, L. (2010). Industry effects and micro firms' capital structure determinants empirical evidence from Swedish data. *International Journal of Business and Globalisation*, 5(4), 373-387. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2010.035473>

Zaid, M., Wang, M., Abuhijleh, S., Issa, A., Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance*, 20(5), 939-964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>

Zalata, A. M., Ntim, C. G., Choudhry, T., Hassanein, A., & Elzahar, H. (2019). Female directors and managerial opportunism: Monitoring versus advisory female directors. *The Leadership Quarterly*, 30(5), 101-309. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2019.101309>

Zeckhauser, R. J., & Pound, J. (1990). Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. *Asymmetric information, corporate finance, and investment* (pp. 149-180). University of Chicago Press.

Zhu, Q., Huang, Y., Yan, C., & Zeng, Y. (2020). Your Gender Identity Is Who You Are: Female CEOs and Corporate Debt Structure. Available at SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3572752>