

O Impacto do Género nas Decisões de Financiamento das Pequenas e Médias Empresas

VERSÃO FINAL APÓS DEFESA

Pedro Abel Assis Jacinto

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Finanças e Contabilidade
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Prof. Doutor Filipe Manuel Alves Sardo
Co-orientador: Prof. Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro

Janeiro de 2026

Declaração de Integridade

Eu, Pedro Abel Assis Jacinto, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição M13729 do Mestrado de Finanças e Contabilidade da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior, Covilhã 30 /9 /2025

Pedro Abel Assis Jacinto

Agradecimentos

Agradeço à minha família e amigos por todo o apoio que me deram ao longo dos anos.

Agradeço à minha irmã Filipa Jacinto, pois foi sem dúvida um dos meus maiores pilares durante o meu percurso académico e durante a minha vida.

Agradeço ao Prof. Doutor Filipe Sardo e à Prof. Doutora Zélia Serrasqueiro pela orientação nesta dissertação, pela disponibilidade e prontidão, e por toda a paciência e ajuda.

Resumo

A presente dissertação procurou analisar os determinantes da estrutura de capitais das pequenas e médias empresas portuguesas do setor industrial, com especial foco na influência do género nas decisões de financiamento. Para se atingir o objetivo da presente dissertação, o estudo recorreu ao estimador *Dynamic Panel Fractional* para analisar os dados relativos a uma amostra constituída por 1315 pequenas e médias empresas portuguesas no período de 2018 a 2024. Os resultados indicam que as pequenas e médias empresas ajustam os seus níveis de endividamento em direção ao rácio de endividamento alvo, suportando os princípios da teoria dinâmica do *Trade-Off*. Observa-se um impacto positivo das variáveis dimensão e tangibilidade no endividamento, e um impacto negativo da variável rendibilidade no endividamento, sugerindo a existência de uma hierarquia de preferências de financiamento adotada pelas empresas. Relativamente ao género, apesar dos resultados sugerirem que empresas detidas/geridas por mulheres apresentam rácios de endividamento mais baixos, estas ajustam-se mais rapidamente em direção ao seu rácio de endividamento alvo.

Palavras-chave

Estrutura de Capitais; PME; Trade-Off Dinâmico; Velocidade de Ajustamento; Efeito do Género

Abstract

This dissertation aimed to analyze the determinants of capital structure in Portuguese small and medium-sized enterprises (SMEs) in the industrial sector, with a particular focus on the influence of gender on financing decisions. To achieve the objective of this study, the Dynamic Panel Fractional estimator was used to analyze data from a sample of 1,315 Portuguese SMEs over the period from 2018 to 2024. The results suggest that SMEs adjust their debt levels toward a target leverage ratio, supporting the assumptions of the dynamic Trade-Off theory. The findings indicate a positive relationship between firm size and asset tangibility with leverage, and a negative relationship between profitability and leverage, which suggests that firms follow a pecking order of financing preferences. Regarding gender, although the results suggest that female-owned firms tend to have lower leverage ratios, they adjust their debt levels more quickly toward their target leverage ratio.

Keywords

Capital Structure; SMEs; Dynamic Trade-Off; Speed of Adjustment; Gender Effect

Índice

1	Introdução	1
2	Revisão de Literatura.....	3
2.1	Teorias da estrutura de capitais.....	3
2.2	Determinantes da estrutura de capitais das PME	6
2.3	Efeito do género nas decisões de financiamento das PME.....	8
3	Metodologia	10
3.1	Base de dados.....	10
3.2	Variáveis e métodos de estimação	10
4	Resultados.....	14
4.1	Estatísticas descritivas e matriz de correlação	14
4.2	Estimações	16
4.3	Determinantes da estrutura de capitais	17
4.4	Determinante género nas decisões de financiamento	18
5	Conclusões	19
6	Referências.....	21

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Descrição das variáveis	11
Tabela 2 - Amostra total - Estatística Descritiva	14
Tabela 3 - Matriz de correlações (variáveis)	15
Tabela 4 - Determinantes da estrutura de capitais e da velocidade de ajustamento	16

Lista de Acrónimos

DPF	<i>Dynamic Panel Fractional</i>
CS	<i>Capital Structure</i>
PME	Pequenas e Médias Empresas
SoA	<i>Speed of Adjustment</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>
BdP	Banco de Portugal
SMEs	<i>Small and Medium-Sized Enterprises</i>
CE	Comissão Europeia

1 Introdução

O estudo da estrutura de capitais (CS) é um dos objetos de estudo principais das finanças. Esta estrutura procura compreender a combinação dos instrumentos financeiros e das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas para suportar os seus investimentos. Desde os primeiros estudos de Modigliani e Miller (1958) que foram desenvolvidas teorias para explicar as decisões de financiamento das empresas, destacando-se a teoria da *Pecking Order* (Myers e Majluf, 1984) e a teoria do *Trade-Off* (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1977), nomeadamente em contexto de pequenas e médias empresas (PME). Estas abordagens procuram compreender os fatores que influenciam a composição entre capitais próprios e capitais alheios, com o objetivo de reduzir o custo de capital e potenciar o valor da empresa.

Relativamente às PME, a CS assume uma relevância particular. As PME constituem 99% das empresas na União Europeia (Comissão Europeia, 2024), e possuem várias características que as distinguem das grandes empresas, como a maior dificuldade no acesso ao financiamento (Ramalho e Silva, 2009) e a menor diversificação de atividades (Degryse et al., 2012). Estas particularidades fazem com que a análise da CS seja fundamental, nomeadamente em setores industriais, uma vez que desempenham um papel fundamental no crescimento económico e na criação de emprego em Portugal. O setor industrial representa 10% das empresas em Portugal, 25% do volume de negócios das empresas e 24% do emprego (BdP, 2018).

Dos determinantes da CS destacam-se a dimensão, a tangibilidade dos ativos, a rendibilidade e as oportunidades de crescimento (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995). Porém, mais recentemente, surgiu um novo campo de investigação que incide na avaliação do impacto do género do gestor/proprietário da empresa na tomada de decisões de financiamento nas empresas (Faccio et al., 2016; Sila et al., 2016).

Diversos estudos sugerem que as mulheres tendem a ser mais prudentes em decisões financeiras e mais avessas ao risco (Olsen e Cox, 2001; Adams e Funk, 2012), o que pode originar níveis mais baixos de endividamento e diferentes SoA em direção ao rácio de endividamento alvo das empresas. Adicionalmente, a literatura enuncia que as empresas detidas/geridas por mulheres têm maior dificuldade no acesso ao crédito (Roper e Scott, 2009; Mijid, 2009), podendo condicionar a CS da empresa. Posto isto, torna-se relevante investigar a forma como o género influencia o nível de endividamento e a velocidade de ajustamento (SoA) da CS das PME.

De modo a cumprir o objetivo desta dissertação, incluímos uma amostra de 1315 PME portuguesas do setor industrial, abrangendo o período de 2018 a 2024. Através da aplicação do estimador *Dynamic Panel Fractional* (DPF), os resultados obtidos evidenciam que as empresas ajustam os seus níveis de endividamento em direção ao seu rácio de endividamento alvo,

confirmando as premissas da teoria dinâmica do *Trade-Off*. Os resultados mostram também que, a dimensão e a tangibilidade apresentam uma relação positiva com o endividamento, enquanto que a rendibilidade apresenta uma relação negativa. Em relação ao efeito do género do gestor/proprietário nas decisões de financiamento das PME, verificou-se que empresas detidas/geridas por mulheres apresentam rácios de endividamento mais baixos do que as detidas/geridas pelos homens. Contudo, os resultados evidenciam que a SoA em direção ao nível de endividamento alvo é mais rápida nas empresas detidas/geridas por mulheres do que nas empresas detidas/geridas por homens.

Este estudo contribui para a literatura ao considerar a influência do género nas decisões de CS, uma dimensão ainda pouco explorada na investigação em finanças. A análise das PME industriais portuguesas permite compreender de que forma o género do gestor/proprietário influencia a CS, nomeadamente em contexto de PME, proporcionando evidência adicional sobre o papel da diversidade do género do gestor/proprietário na dinâmica de ajustamento do endividamento.

A estrutura da restante dissertação encontra-se organizada por secções em: capítulo 2 com a revisão de literatura; capítulo 3 com a descrição da metodologia; capítulo 4 com a apresentação dos resultados e a sua discussão; e capítulo 5 com a conclusão.

2 Revisão de Literatura

2.1 Teorias da estrutura de capitais

O estudo da estrutura de capitais (*Capital Structure* – CS) procura compreender a combinação dos instrumentos financeiros e das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas para suportar os seus investimentos. A maioria das investigações em relação ao estudo CS em pequenas e médias empresas (PME) foca-se na proporção entre a dívida e o capital próprio.

Ao longo dos anos, com o intuito de compreender as decisões de financiamento das empresas, foram desenvolvidas várias teorias com diferentes perspetivas. Entre as mais influentes destacam-se a teoria de Modigliani e Miller (1958, 1963), a teoria do *Trade-Off*, que admite a possibilidade de uma CS ótima, e a teoria da *Pecking Order*, que defende a inexistência de tal estrutura perfeita. Adicionalmente, surgem outras abordagens relevantes, como a teoria da Agência e a teoria dos Sinais.

Embora o foco desta investigação tenha como base o enquadramento teórico da teoria do *Trade-Off*, na análise da CS das PME, é importante destacar a teoria de Modigliani e Miller (1958, 1963) e a teoria da *Pecking Order*, pois fornecem perspetivas complementares nas decisões de financiamento.

O estudo de Modigliani e Miller, em 1958, impulsionou a investigação relacionada com a CS. Os autores sugerem que o custo de capital e o valor de mercado da empresa são independentes da CS num mercado de capitais perfeitos.

O modelo proposto por Modigliani e Miller sugere três proposições:

- Proposição I – “O valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização do seu rendimento esperado à taxa p_k apropriada à sua classe.”, sendo p_k a taxa de retorno esperada para qualquer ação na classe k .
- Proposição II – “O rendimento esperado de uma ação é igual à taxa de capitalização apropriada p_k para um fluxo de capital puro na classe, mais um prémio relacionado com o risco financeiro igual ao rácio dívida/capital próprio vezes o spread entre p_k e r .”, sendo r a taxa de retorno esperado da dívida.
- Proposição III – “O ponto de decisão para o investimento na empresa será, em todos os casos, p_k e não será afetado pelo tipo de título utilizado para financiar o investimento.”

No entanto, em 1963, Modigliani e Miller reformularam o seu modelo original, introduzindo os efeitos fiscais da dívida através de um “modelo de correção fiscal”, no qual o valor das deduções fiscais associadas aos juros era descontado à taxa de retorno da dívida sem risco, permitindo ganhos fiscais significativos para as empresas que recorressem a elevados níveis de endividamento (Kolari e Velez-Pareja, 2010).

Posteriormente surgem teorias que consideram os custos associados às decisões de financiamento e as imperfeições dos mercados, como é o caso da teoria da *Pecking Order* e a teoria do *Trade-Off* (estático). A teoria da *Pecking Order*, de Myers e Majluf (1984), defende a inexistência de uma CS ótima e que as empresas na seleção de fontes de financiamento, de modo a reduzir os custos associados à assimetria de informação, seguem uma ordem hierárquica de preferência: (i) autofinanciamento (lucros retidos), (ii) capital alheio (dívida) e (iii) capital próprio externo (emissão de ações).

Por sua vez, a teoria do *Trade-Off* (estático), defende que a CS ótima corresponde ao nível de endividamento em que os benefícios fiscais igualam os custos de falência (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1977). Segundo esta teoria, as empresas recorrem ao binómio custo-benefício aquando da tomada de decisão relativa à sua CS, sendo o benefício a vantagem derivada dos benefícios fiscais associados aos juros da dívida, e o custo o aumento do risco de falência (Kraus e Litzenberger, 1973).

Posteriormente, surgiu a teoria dinâmica do *Trade-Off* e que se baseia na premissa de que as empresas possuem um rácio de endividamento alvo (Taggart 1977; Jalilvand e Harris, 1984). Esta abordagem considera o comportamento de ajustamento da CS, assumindo que tal ajustamento ocorre sempre que o custo associado ao desvio em relação ao nível de endividamento supera o custo de realização desse ajustamento (Fischer et al. 1989). Contudo, nem todas as empresas conseguem atingir o seu rácio de endividamento alvo a qualquer instante (Heshmati, 2001). O processo de ajustamento em direção a este rácio de endividamento objetivo depende tanto das características intrínsecas da empresa (Heshmati, 2001; Drobetz et al., 2015; Castro et al., 2016; Aybar-Arias et al., 2012; Lopez-Gracia e Sogorb-Mira, 2008) como de fatores legais, institucionais e financeiros (Öztekin e Flannery, 2012). Por vezes, as empresas podem distanciar-se temporariamente do rácio de endividamento alvo devido aos custos de ajustamento, como custos de transação e custos de agência da dívida (Hovakimian et al., 2001; Flannery e Rangan, 2006; Öztekin e Flannery, 2012).

Alguns autores (por exemplo, Hovakimian e Tehranian, 2004) sugerem que empresas que emitem quantidades significativas de dívida e capital próprio no mesmo ano tendem a otimizar a sua CS. Estas conclusões estão em linha com a teoria do *Trade-Off* dinâmico, no qual os gestores permitem que o nível de endividamento se afaste do rácio objetivo no caso dos custos de ajustamento superarem os benefícios de alcançar a CS ótima (Fischer et al., 1989; Strebulaev 2007; Leland, 1994; Morellec et al., 2012; Goldstein et al., 2001).

Segundo a perspectiva de que as empresas emitem dívida ou capital próprio com base num rácio de endividamento alvo (Graham e Harvey, 2001), o modelo do ajustamento parcial da CS tem vindo a atrair uma atenção significativa, uma vez que permite às empresas se aproximarem gradualmente do seu rácio alvo considerando os custos e as restrições suportadas (Hovakimian, Opler e Titman, 2001; Strebulaev, 2007; Flannery e Rangan, 2006). Flannery e Hankins (2007) e Drobetz et al. (2015) complementam esta ideia, afirmando que as decisões sobre CS dependem não só do rácio de endividamento alvo, mas também das implicações do ajustamento e do desvio em relação a esse rácio. Estes custos de ajustamento estão associados tanto às transações no mercado de capitais externo quanto às restrições que as empresas enfrentam na obtenção de financiamento externo (Öztekın e Flannery, 2012).

Neste contexto, a teoria dinâmica do *Trade-Off* propõe que a velocidade de ajustamento (*Speed of Adjustment* - SoA) é um elemento essencial para entender o comportamento das empresas relativamente ao seu rácio de endividamento alvo. A SoA corresponde à percentagem do desvio em relação ao rácio alvo de endividamento que a empresa corrige em cada período (Abdeljawad et al, 2013). Apesar de vários estudos sugerirem que a SoA é homogénea entre empresas (Fama e French, 2002; Ozkan, 2001; Flannery e Rangan, 2006), a teoria dinâmica do *Trade-Off* sugere que diferentes custos de desvios e de ajustamento resultam em diferentes SoA da CS das empresas. Estudos recentes indicam que não existe uma SoA única que se aplique a todas as empresas e, como tal, é mais plausível admitir a existência de múltiplas SoA para captar o verdadeiro comportamento dinâmico das empresas (Flannery e Hankins, 2007; Lemmon et al., 2008).

A heterogeneidade da SoA não só reforça a teoria dinâmica do *Trade-Off*, como também ajuda a compreender situações em que outras teorias podem ter mais influência. Quando a SoA é baixa, as decisões da CS podem ser mais afetadas por fatores como a subavaliação ou sobreavaliação das ações ou custos de seleção adversa; quando a SoA é alta, o ajustamento em direção ao rácio de endividamento alvo tende a prevalecer, destacando a relevância da teoria do *Trade-Off* (Abdeljawad et al, 2013).

2.2 Determinantes da estrutura de capitais das PME

Fama e French (2002) sugerem que existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento, pois empresas de maior dimensão apresentam uma maior diversificação das suas atividades e uma menor volatilidade dos cashflows futuros. Uma menor volatilidade nos lucros reduz os custos indiretos de falência, o que facilita a capacidade das empresas de assumirem maior nível de endividamento (Degryse et al, 2012). Ramalho e Silva (2009) sugerem que as empresas de menor dimensão enfrentam maior dificuldade no acesso ao financiamento, nomeadamente a empréstimos bancários. Comparativamente às grandes empresas, as empresas de menor dimensão possuem maiores dificuldades em obter este tipo de financiamento dada a maior assimetria de informação entre credores e empresas. A escassa informação que os credores possuem acerca do desempenho futuro das empresas (Cassar et al., 2015; Krishnaswami et al., 1999) pode resultar na recusa dos financiamentos solicitados. Assim, a assimetria de informação torna-se um entrave à obtenção de crédito e, conseqüentemente, as empresas de menor dimensão tornam-se dependentes do financiamento interno para se financiarem (Lin e Sun, 2006; Nguyet, 2014).

A partir dos argumentos supramencionados, formulamos a primeira hipótese:

H1: Existe uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento das PME.

A tangibilidade dos ativos pode determinar a CS, pois estes podem ser utilizados como garantia quando se solicita um empréstimo. Estas garantias podem reduzir os conflitos de agência com os credores e minimizar o risco de crédito e os custos de falência. Autores como De Jong (1999), Bevan e Danbolt (2004), Michaelas et al. (1999), Degryse et al. (2012), Sogorb-Mira (2005) e Mateev et al. (2013) sugerem a existência de uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o nível de endividamento.

A partir dos argumentos acima mencionados, enunciamos a segunda hipótese:

H2: Existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento das PME.

A rentabilidade é um fator que tem um forte impacto na CS das empresas. A teoria do *Trade-Off* verifica a existência de uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento, uma vez que empresas com elevados níveis de rentabilidade podem usufruir de maiores poupanças fiscais

associadas ao aumento da dívida. Em contrapartida, inúmeros autores (Titman e Wessels, 1988; Michaelas et al., 1999; Rajan e Zingales, 1995; Bevan e Danbolt, 2004; Fama e French, 2002; López-Gracia e Sogorb-Mira, 2008; Sogorb-Mira, 2005; Degryse et al., 2012; Psillaki e Daskalakis, 2009; Mateev et al., 2013; e Palacin-Sanchez et al., 2013), verificam a existência de uma relação negativa entre a rendibilidade e o endividamento, quer para as grandes empresas quer para as empresas de menores dimensões, estando em conformidade com o sugerido pela teoria da *Pecking Order*.

Face aos argumentos acima enumerados, conjecturámos a terceira hipótese:

H3: Existe uma relação negativa entre a rendibilidade e o endividamento das PME.

Myers (1977) defendeu que as oportunidades de crescimento constituem um fator que afeta a CS de uma empresa. Easley e O'Hara (2004) afirmam que as PME se caracterizam pela elevada concentração de propriedade, o que reduz a assimetria de informação. Esta redução está associada a um custo de capital próprio mais baixo. Os custos mais baixos podem impulsionar as empresas a financiar investimentos utilizando este recurso e proporcionar rácios de endividamento mais baixo. Adicionalmente, os empresários/sócios das PME optam por recorrer a fundos pessoais através de injeções de capital em vez de utilizar financiamentos externos (empréstimos bancários), de modo a não perder o controlo da empresa para terceiros. Autores como Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Fama e French (2002), Graham e Harvey (2001), Jiraporn e Gleason (2007) e López-Gracia e Sogorb Mira (2008) verificaram uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento.

Com base nos argumentos acima mencionados, formulamos a quarta hipótese:

H4: Existe uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento das PME.

2.3 Efeito do gênero nas decisões de financiamento das PME

Nos últimos anos, a *corporate governance* tem ganhado uma atenção crescente por parte das empresas, e pode ser definida como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas (Cadbury, 1992). Assim, quanto maior for a qualidade da *corporate governance*, menor vai ser o grau de assimetria de informação nas empresas, e vice-versa (Elbadry, 2010).

Dentro da *corporate governance*, a diversidade de gênero nos órgãos de gestão, tem vindo a ganhar um enorme destaque dado que pode influenciar as decisões das empresas, tanto a nível financeiro como estratégico. A inclusão das mulheres em cargos executivos nas empresas pode representar uma melhor eficiência nas decisões estratégicas da empresa, nomeadamente a política de financiamento (Musa et al., 2017). As mulheres, em posições de liderança, podem atuar como modelos combatendo estereótipos enraizados que limitam o seu progresso profissional a mais altos níveis (Mínguez-Vera e Martin, 2011).

Vários autores afirmam que existem diferenças comportamentais entre homens e mulheres em posições de liderança, argumentando que gestoras do sexo feminino são mais avessas ao risco (Croson e Gneezy, 2009, Faccio et al., 2016) e, substancialmente, menos confiantes (Smith, et al. 2006; Huang e Kisgen, 2013; La Rocca et al., 2010).

Vários estudos mostram que o gênero está associado à preferência e aversão ao risco, sendo que as mulheres tendem a adotar comportamentos mais cuidadosos e revelam menor competitividade e confiança em comparação com os homens (Barber e Odean, 2001; Bertrand, 2011; Croson e Gneezy, 2009; Chen et al, 2019; Charness e Gneezy, 2012; Perrin, Bertrand, e Klein, 2023; e Wang e Fung, 2022). As mulheres, quando comparadas com os homens, são mais ponderadas em decisões que acarretam elevado risco e com possibilidade de perda e incerteza (Olsen e Cox, 2001; Adams e Funk, 2012). Não obstante, Sila et al. (2016) sugerem que, nos EUA, independentemente de as empresas serem detidas/geridas por homens ou por mulheres, não existe diferença no que toca à propensão ao risco.

No caso das PME, onde os gestores são muitas vezes os proprietários das empresas, o perfil associado ao empreendedor é caracterizado por traços como a agressividade, competitividade e a propensão ao risco (Ahl, 2006; McAdam 2012; Jennings e Brush, 2013). Este perfil “ideal” de empreendedor reflete uma narrativa dominante baseada em competências que, tradicionalmente, estão associadas ao gênero masculino e, consequentemente, privilegiando este mesmo gênero (Ahl, 2006; Marlow et al., 2008).

Estudos anteriores sobre o impacto do género no acesso ao financiamento apresentam resultados inconclusivos. Por um lado, autores como Freel et. al (2010) e Mama e Ewoudou (2010) defendem que o género não é um fator determinante no acesso ao crédito. Por outro lado, Roper e Scott (2009) e Mijid (2009) sugerem que o género é um fator relevante no acesso ao crédito. Adicionalmente, empresas detidas/geridas por mulheres apresentam níveis de endividamento inferior e apresentam resultados menos voláteis (Marchica e Mura, 2016).

Atendendo aos argumentos acima expostos, foi proposta a seguinte hipótese:

H5: Existe um relacionamento entre o género do gestor/proprietário e o endividamento das PME, sendo este menor no caso do gestor/proprietário do género feminino.

A SoA é maior em empresas em que os seus rácios de endividamento atuais sejam dispares dos rácios de endividamento alvo (Heshmati, 2001). Contudo, se os custos de ajustamento forem elevados, as PME podem ter uma SoA em direção ao seu rácio de endividamento alvo mais lento (Aybar-Arias et al., 2012).

No estudo de Sardo, Vieira e Serrasqueiro (2021), ao analisarem uma amostra de PME familiares, verificaram que o género dos detentores das empresas influencia a SoA. Os autores verificaram que a SoA em empresas detidas/geridas por mulheres é inferior relativamente à SoA em empresas detidas/geridas por homens.

Dado aos argumentos supra expostos, elaborámos como sexta hipótese:

H6: PME detidas/geridas por mulheres apresentam uma velocidade de ajustamento da estrutura de capitais inferior às PME detidas/geridas por homens.

3 Metodologia

3.1 Base de dados

Na presente dissertação, a amostra é constituída por pequenas e médias empresas (PME) e foram selecionadas com base na recomendação (2003/361/CE) da Comissão Europeia. Segundo esta recomendação, uma empresa é considerada uma PME se empregar menos de 250 pessoas, o volume de negócios anual não exceder 50 milhões de euros ou o balanço total anual não exceda os 43 milhões de euros. Foram removidas as microempresas, PME com menos de 7 anos de observações consecutivas, empresas com rácio de endividamento superiores a 1, e PME para as quais não existia informação codificada pela Orbis relativa ao género do gestor/proprietário. Adicionalmente, foram apenas consideradas empresas em que o gestor desempenha simultaneamente o papel de proprietário, garantindo que o género analisado reflete diretamente o decisor responsável pelas decisões de financiamento. O presente estudo inclui apenas PME portuguesas do setor industrial, que representa 10% das empresas em Portugal e corresponde a 25% do volume de negócios das empresas não financeiras (Bdp, 2018). Tendo este critério como base, esta dissertação utiliza dados recolhidos da base de dados Orbis, fornecida pelo Bureau van Dijk, para o período de análise 2018-2024. A base de dados Orbis fornece informações financeiras, corporativas e de propriedade. A partir destes critérios, a amostra final consiste em 1315 empresas que pertencem todas ao setor industrial. De acordo com a base de dados, 197 empresas são detidas/geridas por mulheres e as restantes 1118 empresas são detidas/geridas por homens.

3.2 Variáveis e métodos de estimação

Na presente dissertação é utilizada uma variável *dummy* “Género”, que adquire o valor de 1 quando o género do gestor/proprietário é feminino e de 0 quando o género do gestor/proprietário é masculino. Adicionalmente, é utilizada uma variável interativa, $E_{i,t-1} * Género_i$, que resulta da interação entre a variável endividamento no período anterior, $E_{i,t-1}$, e a variável género, $Género_i$, de modo a analisar a influência do género na SoA das empresas.

Na Tabela 1. encontram-se definidas e descritas as variáveis de pesquisa dependentes e independentes.

Variáveis	Termo (designação)	Descrição (mensuração)
Variável Dependente:		
Endividamento	$E_{i,t}$	Rácio entre a dívida total e o ativo total
Variável Independente:		
Endividamento no período anterior	$E_{i,t-1}$	Endividamento total no período anterior
Tangibilidade	$Tang_{i,t}$	Rácio dos ativos fixos tangíveis e o ativo total
Dimensão	$Dim_{i,t}$	Logaritmo natural do ativo total
Oportunidade de crescimento	$OportCresc_{i,t}$	Rácio dos ativos intangíveis e o ativo total
Rendibilidade	$Rend_{i,t}$	Rácio entre o resultado líquido do período e o ativo total
Género do gestor/proprietário	$Género_i$	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se o gestor/proprietário for do género feminino e 0 se for do género masculino
Interação entre Endividamento e Género do gestor/proprietário	$E_{i,t-1} * Género_i$	Interação entre as variáveis Género do gestor/proprietário e Endividamento no período passado

Tabela 1 - Descrição das variáveis

De modo a analisar a influência do género nos comportamentos dinâmicos da CS das PME do setor industrial aplicámos um modelo de ajustamento parcial tal como Aybar-Arias et al. (2012), Ozkan (2001), Flannery e Rangan, (2006), Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008) e Sardo, Vieira e Serrasqueiro (2021). Para estimar as regressões, foi utilizado o estimador DPF (*Dynamic Panel Fractional*) à semelhança de Elsas e Florysiak (2015) e Carvalho et al. (2024) devido à sua consistência e eficácia.

Para alinhar o rácio de endividamento atual com o rácio alvo, as empresas ajustam os seus níveis de endividamento, o que conduz à formação de um mecanismo de ajustamento parcial, representado da seguinte forma:

$$E_{i,t} - E_{i,t-1} = \alpha(E_{i,t}^* - E_{i,t-1}), 0 < \alpha < 1 \quad \text{Equação (1)}$$

Onde: $E_{i,t}$ apresenta o endividamento da empresa i no ano t ; $E_{i,t-1}$ corresponde o endividamento da empresa i no período precedente; α traduz a SoA em direção ao nível de endividamento alvo. Reestruturando a equação 1, o modelo abaixo permite determinar o nível de endividamento atual:

$$E_{i,t} = (1 - \alpha)E_{i,t-1} + \alpha E_{i,t}^* \quad \text{Equação (2)}$$

No caso das empresas não procederem a qualquer ajustamento do endividamento em direção ao nível alvo, o valor de α vai ser igual a 0, refletindo a igualdade entre o endividamento atual e o do período precedente, ou seja, $E_{i,t} = E_{i,t-1}$. Se houver um ajustamento total do endividamento em direção ao nível alvo ($\alpha=1$), o endividamento passa a corresponder exatamente ao nível alvo definido, ou seja, $E_{i,t} = E_{i,t}^*$. Para situações em que as empresas adotam um processo de ajustamento parcial o coeficiente α irá ter um valor entre 0 e 1.

Segundo Devos et al. (2017), Shyam-Sunder e Myers (1999), Byoun (2008), Sardo et al. (2020) e Aybar-Arias et al. (2012), o rácio de endividamento alvo é calculado em função de determinantes específicos das empresas, e pode ser representado por:

$$E_{i,t}^* = \sum_{p=1}^n \beta_p X_{p,i,t} + \vartheta_t d_t + \varphi_i + \delta_{i,t} \quad \text{Equação (3)}$$

Onde: $X_{i,t}$ corresponde ao vetor dos determinantes de endividamento; d_t é a variável *dummy* temporal, utilizada com a finalidade de captar potenciais efeitos do ciclo económico; β_p representa o coeficiente dos determinantes de endividamento; φ_i corresponde aos efeitos individuais que não são observáveis e $\delta_{i,t}$ representa o termo de erro.

A equação 3 representa o modelo que possibilita a estimação da SoA da CS, assim como da relação entre o nível de endividamento e os respetivos determinantes. O modelo final de ajustamento parcial é derivado através da substituição do modelo (3) em (2).

$$E_{i,t} = \omega E_{i,t-1} + \sum_{p=1}^n \rho_p X_{p,i,t} + \gamma_1 d_t + \theta_i + \partial_{i,t} \quad \text{Equação (4)}$$

Onde: $\omega = (1 - \alpha)$; $\rho_p = \alpha \beta_p$; $\gamma_1 = \alpha \vartheta_t$; $\theta_i = \alpha \varphi_i$; $\partial_{i,t} = \alpha \delta_{i,t}$

Com vista à estimação do modelo dinâmico de ajustamento parcial, de acordo com a equação (4), foram utilizados estimadores de painel dinâmicos nesta dissertação. Estes estimadores apresentam vantagens relativamente aos métodos tradicionais, tais como: (1) um melhor controlo da endogeneidade; (2) um melhor controlo em relação à possível colinearidade entre variáveis e

(3) um melhor controlo e eficiência no efeito causado em caso de ausência de variáveis explicativas (Serrasqueiro et al., 2016). Deste modo, a presente dissertação recorreu à utilização de um estimador DPF tal como Elsas e Florysiak (2015) de forma a obter resultados com o mínimo de viés possível (Fitzgerald e Ryan, 2019; Narayan et al., 2021). Segundo os autores, este estimador é adequado para a análise do modelo dinâmico de ajustamento parcial. Além do mais, estudos recentes mostram que os resultados apresentados são enviesados aquando da utilização de métodos econométricos comuns, devido ao facto de não ser considerada a natureza fracionada da variável dependente (Elsas e Florysiak, 2015; Dang et al., 2015; Narayan et al., 2021; Fitzgerald e Ryan, 2019). Com o intuito de resolver esta questão das variáveis dependentes fracionadas, Elsas e Florysiak (2015) desenvolveram o estimador DPF fundamentando-se no estudo de Loudermilk (2007).

O estimador DPF corresponde a uma variante do modelo Tobit, assente no método da máxima verosimilhança e na premissa de normalidade da distribuição dos efeitos fixos, eliminando valores que se encontram fora do intervalo de $[0,1]$ e aceitando os valores que se encontram dentro deste. Tal abordagem possibilita a utilização de variáveis dependentes fracionadas desfasadas como regressores adicionais, mesmo quando existem efeitos fixos não observados em dados de painel desequilibrados (Fitzgerald e Ryan, 2019). Adicionalmente, o estimador é capaz de identificar a presença de reversões mecânicas da dívida, atribuindo-lhes uma estimativa nula na ocorrência deste cenário.

4 Resultados

4.1 Estatísticas descritivas e matriz de correlação

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas da variável dependente e das variáveis independentes para a amostra total

Amostra total					
Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
$E_{i,t}$	9,205	.2993747	.173753	0	.9647181
$Tang_{i,t}$	9,205	.3324031	.1896615	0	.9642414
$Dim_{i,t}$	9,205	6.351305	.5258725	4.368565	8.072748
$OportCresc_{i,t}$	9,205	.0060843	.0250835	0	.5574343
$Rend_{i,t}$	9,205	.0338828	.0913397	-3.26314	.5888831

Tabela 2 - Amostra total - Estatística Descritiva

Na nossa amostra são consideradas 1315 PME, dos quais 197 são detidas/geridas por mulheres e 1118 por homens. O rácio de endividamento apresenta uma média de aproximadamente 0,30 e o seu desvio padrão um valor de 0,17. Em relação à tangibilidade, esta varia entre 0 e 0,96 e apresenta uma média de 0,33, significando que aproximadamente um terço dos ativos das empresas são tangíveis. A dimensão média das empresas da amostra é de 573 000 euros. A variável oportunidades de crescimento apresenta uma média de 0,006, mas com um desvio padrão bastante superior à média, indicando de que se trata de uma variável com elevada volatilidade na amostra. Por fim, a rentabilidade possui uma média de 0,034, mas com elevada volatilidade uma vez que o seu desvio padrão é superior, no valor de 0,091.

Os níveis de correlação entre as variáveis explicativas encontram-se expostos na tabela 3.

Variáveis	$E_{i,t}$	$Tang_{i,t}$	$Dim_{i,t}$	$OportCresc_{i,t}$	$Rend_{i,t}$	$Género_i$	$E_{i,t-1}$ * $Género_i$
$E_{i,t}$	1.0000						
$Tang_{i,t}$	0.3453***	1.0000					
$Dim_{i,t}$	0.0432***	0.0802***	1.0000				
$OportCresc_{i,t}$	0.0257	-0.0388***	0.1085***	1.0000			
$Rend_{i,t}$	-0.2426***	-0.0895***	0.1652***	0.0115	1.0000		
$Género_i$	-0.0346	-0.0564***	-0.1791***	-0.0366***	-0.0756***	1.0000	
$E_{i,t-1} * Género_i$	0.1618***	0.0104	-0.1160***	-0.0195	-0.0699***	0.8310***	1.0000
VIF	1.80						

Notas: ***Significância estatística ao nível de 1%

Tabela 3 - Matriz de correlações (variáveis)

A tabela 3 evidencia a ausência de problemas relacionados com a possibilidade de existência de multicolinearidade entre variáveis explicativas, uma vez que as variáveis independentes apresentam coeficientes de correlação inferiores a 50% (Gujarati e Porter, 2010; Carvalho et al., 2024). Adicionalmente, sendo o VIF inferior a 10 (1,80) confirma a inexistência de multicolinearidade no modelo.

4.2 Estimações

A Tabela 4 apresenta os resultados obtidos com o estimador DPF para a equação (4). O modelo avalia a relação entre os determinantes do endividamento e o endividamento (variável dependente), considerando também o efeito do género, $Género_i$, e da variável interativa $E_{i,t-1} * Género_i$ no endividamento e SoA, respetivamente.

Variáveis Independentes	Dynamic Panel Fractional (DPF)
$E_{i,t-1}$	0.747*** (0.0219)
$Tang_{i,t}$	0.109*** (0.0129)
$Dim_{i,t}$	0.162*** (0.0108)
$OportCresc_{i,t}$	0.102 (0.0628)
$Rend_{i,t}$	-0.263*** (0.0120)
$Género_i$	-0.0625*** (0.00699)
$E_{i,t-1} * Género_i$	-0.349*** (0.0321)
Constante	0.0412*** (0.0146)
Condições Iniciais	Sim
Mundlak means	Sim
Observações	7890
Número de Empresas	1315
Teste de Wald	16892.62***
Uncensored	7745
Left-censored	145
Right-censored	0

Notas: Desvios padrão entre parênteses; ***, indica que é estatisticamente significativo ao nível de 1%, **, indica que é estatisticamente significativo ao nível de 5%, *, indica que é estatisticamente significativo ao nível de 10%. As estimativas incluem variáveis *dummy* de tempo, mas não são mostradas.

Tabela 4 - Determinantes da estrutura de capitais e da velocidade de ajustamento

Na tabela 4 é possível observar que o coeficiente do endividamento para o momento t-1 apresenta um valor de 0,75, sendo este estatisticamente significativo. Posto isto, a SoA apresenta um valor de 0,25 (1-0,75), o que significa que as empresas levam aproximadamente 2,41 anos ($\ln(0,5)/\ln(1-\alpha)$) a reduzir para metade a diferença entre o seu endividamento atual e o nível alvo de endividamento. Estes resultados estão em concordância com as previsões da teoria dinâmica do *Trade-Off*, uma vez que as PME portuguesas do setor industrial ajustam-se em direção à sua CS alvo. O valor da SoA obtida está ligeiramente abaixo do valor observado por Serrasqueiro et al.

(2012) e Carvalho et al. (2024) que identificaram que as PME portuguesas apresentavam uma SoA de 0,31 e 0,38, respetivamente.

Concluimos, portanto, que a SoA das PME portuguesas no setor industrial apresentou uma redução significativa em relação aos resultados anteriormente observados.

4.3 Determinantes da estrutura de capitais

Na Tabela 4 podemos verificar que existe uma relação positiva entre o nível de endividamento e a variável $Dim_{i,t}$, estando de acordo com os pressupostos da teoria do *Trade-Off* (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1977). Quanto maior for a dimensão da empresa, maior será a diversificação das suas atividades e menor a volatilidade dos seus *cashflows* futuros (Fama e French, 2002). A menor volatilidade nos lucros reduz os custos indiretos de falência, o que facilita a capacidade das empresas de assumirem maior nível de endividamento (Degryse et al, 2012). Posto isto, não podemos rejeitar a H1, ou seja, verifica-se uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento das PME.

Em relação à variável $Tang_{i,t}$ conseguimos observar que também apresenta uma relação positiva em relação ao nível de endividamento, estando de acordo com os resultados de Jong (1999), Michaelas et al. (1999), Sogorb-Mira (2005), Bevan e Danbolt (2004), Mateev et al. (2013) e Degryse et al. (2012). Esta relação reforça a premissa de que as empresas com maior quantidade de ativos tangíveis possuem um valor de liquidação mais elevado e, conseqüentemente, maior capacidade de contrair dívida (Harris e Raviv, 1991). Assim, os ativos fixos tangíveis desempenham um papel essencial como garantia de obtenção de empréstimos bancários (Sardo e Serrasqueiro, 2017). Pacheco (2016) também encontrou uma relação positiva entre o endividamento total e os ativos fixos tangíveis no contexto das PME portuguesas. Assim, não podemos rejeitar a H2, uma vez que se verifica uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento das PME.

A rendibilidade ($Rend_{i,t}$) apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento. Tal evidência sugere que as empresas operam segundo uma hierarquia de financiamento, privilegiando inicialmente a utilização de recursos internos para os seus investimentos, e recorrendo à dívida apenas quando tais recursos se mostram insuficientes. Estes resultados estão de acordo com a teoria da *Pecking Order*. Não obstante, como verificámos anteriormente, as PME também ajustam os seus níveis de endividamento para atingir o seu nível de endividamento alvo (Byoun, 2008; Degryse et al., 2012; Leary e Roberts, 2010; Serrasqueiro e Nunes, 2014; Pacheco e Tavares, 2017; Mangafic e Martinovic, 2015; Matias et al., 2018; Barclay e Smith, 2020), pelo que podemos concluir que ambas as teorias contribuem para a explicação das decisões de

financiamento das PME. Sendo assim, não podemos rejeitar a H3, pois foi documentada que a rentabilidade apresenta uma relação negativa com o endividamento das PME.

Por fim, a variável $OportCresc_{i,t}$ apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento, mas o resultado não é estatisticamente significativo. Posto isto, podemos rejeitar a H4, pois as oportunidades de crescimento e o endividamento das PME não apresentam uma relação estatisticamente significativa.

4.4 Determinante género nas decisões de financiamento

Na Tabela 4, a variável $Género_i$ apresenta um coeficiente com um valor negativo, mostrando que empresas detidas/geridas por mulheres apresentam um rácio de endividamento inferior comparativamente a empresas detidas/geridas por homens o que reforça a ideia de que as mulheres, quando comparadas com os homens, são mais ponderadas em decisões que acarretam elevado risco e com possibilidade de perda e incerteza (Olsen e Cox, 2001; Adams e Funk, 2012). Com base nestes resultados não podemos rejeitar a H5, que afirma que o género influencia negativamente o nível de endividamento, uma vez que se verificou que as empresas detidas/geridas por mulheres recorrem menos à dívida do que as detidas/geridas por homens.

A variável interativa $E_{i,t-1} * Género_i$ demonstra a interação entre o rácio de endividamento no período anterior e a variável género do gestor/proprietário. O coeficiente negativo (-0,349) associado à variável interativa indica que a SoA em direção ao rácio de endividamento alvo por empresas detidas/geridas por mulheres é significativamente mais rápido em relação a empresa detidas/geridas por homens. Posto isto, podemos rejeitar a H6, uma vez que PME detidas/geridas por mulheres apresentam uma SoA da CS superior. Este resultado vai contra os resultados obtidos por Sardo et al., (2021) que verificaram que a SoA em empresas detidas/geridas por mulheres é inferior relativamente à SoA em empresas detidas/geridas por homens numa amostra de PME familiares. Este resultado pode surgir devido ao facto de os custos de ajustamento serem inferiores aos custos associados ao desvio existente relativamente ao nível de endividamento alvo. Estas características resultam em rácios de endividamento mais baixos, com um ajustamento mais rápido em direção ao seu nível de endividamento alvo.

5 Conclusões

A presente dissertação procurou analisar os determinantes da estrutura de capitais (CS) das PME portuguesas do setor industrial, com especial foco na influência do género nas decisões de financiamento das mesmas. Este estudo avaliou, especificamente, a velocidade de ajustamento (SoA) das PME em direção ao seu rácio de endividamento alvo, considerando variáveis como a dimensão, tangibilidade, rendibilidade, oportunidades de crescimento e o efeito do género do gestor/proprietário.

Com o recurso ao estimados DPF para a análise de uma amostra de 1315 PME portuguesas entre 2018 e 2024, os resultados obtidos indicam que as empresas ajustam-se em direção ao seu rácio de endividamento alvo, confirmando os princípios da teoria dinâmica do *Trade-Off*.

Os resultados mostram que a dimensão e tangibilidade apresentam uma relação positiva com o endividamento, contudo a rendibilidade apresenta uma relação negativa, evidenciando que as empresas seguem uma hierarquia de preferências de financiamento, optando primeiramente por recursos internos antes de recorrer à dívida. Estes resultados reforçam a complementaridade entre a teoria do *Trade-Off* e da *Pecking Order* nas decisões de financiamento das PME.

Relativamente ao efeito do género, verificou-se que empresas detidas/geridas por mulheres apresentam rácios de endividamento mais baixos do que as detidas/geridas pelos homens, confirmando a ideia de que as mulheres são mais ponderadas nas suas decisões. Adicionalmente, a variável interativa entre o género e o endividamento no período anterior revelou que a SoA em direção ao nível de endividamento alvo é mais rápida nas empresas detidas/geridas por mulheres, contrariando estudos anteriores e sugerindo que estas percecionam desvios mais rapidamente e ajustam-se de forma mais eficiente.

Do ponto de vista prático, os resultados desta dissertação apresentam implicações relevantes tanto para os decisores políticos como para os gestores das PME. Para os decisores políticos, é fundamental criar medidas que facilitem o acesso ao financiamento por parte das empresas detidas/geridas por mulheres, reduzindo potenciais barreiras no acesso ao crédito e promovendo condições mais equitativas entre géneros. A nível empresarial, os resultados sugerem que os gestores, em especial das PME industriais, devem estar atentos à importância da dimensão, tangibilidade e oportunidades de crescimento no processo de decisão de financiamento, bem como reconhecer a influência do perfil de gestão na SoA da CS. Assim, uma gestão financeira mais consciente e adaptada às características da empresa poderá contribuir para um reequilíbrio mais eficiente e sustentável da CS.

A principal limitação desta dissertação prende-se no foco exclusivo às PME portuguesas do setor industrial e ao tamanho da sua amostra. Para futuras investigações sugerimos alargar a amostra

a outros setores e países para comparar o comportamento do ajustamento da CS. Uma outra sugestão seria explorar de forma mais aprofundada os efeitos do género, considerando outros fatores institucionais e de governação que possam influenciar a tomada de decisões financeiras. Adicionalmente, explorar o comportamento do ajustamento da CS em diferentes fases do ciclo económico de modo a obter uma possível resposta para as variações na SoA das empresas e para as estratégias de endividamento utilizadas.

6 Referências

- Abdeljawad, I., Mat-Nor, F., Ibrahim, I., & Abdul-Rahim, R. (2013). Dynamic Capital Structure Trade-off Theory: Evidence from Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 9(6), 102-110.
- Adams, R.B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Ahl, H. (2006). Why research on women entrepreneurs needs new directions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(5), 595-621.
- Aybar-Arias, C., Casino-Martinez, A. & Lopez-Gracia, J. (2012). On the adjustment speed of SMEs to their optimal capital structure. *Small Business Economics*, 39(4), 977-996.
- Barber, B.M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barclay, M.J. & Smith, C. (2020). The capital structure puzzle: another look at the evidence. *Applied Corporate Finance*, 32(1), 80-93.
- BdP (2018). Estudos da central de Balanços- Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal, Banco de Portugal, novembro 2018.
- Bertrand, M. (2011). New Perspectives on Gender. In D. Card & O. Ashenfelter (Eds.). *Handbook of Labor Economics*, 4, 1543-1590. Elsevier.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2004). Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants. *Applied Financial Economics*, 14(1), 55-66.
- Byoun, S. (2008). How and when firms adjust their capital structure toward targets? *The Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096.
- Cadbury, A. (1992). Cadbury Codex. The Financial Aspects of Corporate Governance.
- Carvalho, A., Pacheco, L. M., Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2024). Does managerial overconfidence affect capital structure rebalancing for entrepreneurial firms? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 31(1), 152-173.
- Cassar, G., Ittner, C. D., & Cavalluzzo, K. S. (2015). Alternative information sources and information asymmetry reduction: Evidence from small business debt. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2-3), 242-263.

- Castro, P., Fernández, M. T. T., Amor-Tapia, B., & de Miguel, A. (2016). Target leverage and speed of adjustment along the life cycle of European listed firms. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(3), 188-205.
- Charness, G., Gneezy, U. (2012). Strong evidence for gender differences in risk taking. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 83(1), 50-58.
- Chen, J., Leung, W.S., Song, W., Goergen, M. (2019). Why female board representation matters: the role of female directors in reducing male CEO overconfidence. *Journal of Empirical Finance*, 53, 70-90.
- Comissão Europeia (2024). Pequenas e Médias Empresas – Fichas Temáticas sobre a União Europeia. https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU_2.3.2.pdf.
- Croson, R., Gneezy, U. (2009). Gender Differences in Preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448-474.
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2015). In search of robust methods for dynamic panel data models in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 53, 84-98.
- De Jong, A. (1999). An empirical analysis of capital structure decisions in Dutch firms. Other Publications TiSEM.
- Degryse, H., de Goeij, P. & Kappert, P. (2012), The impact of firm and industry characteristics on small firm capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431-447.
- Devos, E., Rahman, S., & Tsang, D. (2017). Debt covenants and the speed of capital structure adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 45, 1-18.
- Drobetz, W., Schilling, D., & Schröder, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, 21(5), 936-973.
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
- Elbadry, A. (2010). Corporate Governance and Asymmetric Information. Saarbrücken: VDM Verlag Dr. Muller GmbH & Co.
- Elsas, R., & Florysiak, D. (2015). Dynamic capital structure adjustment and the impact of fractional dependent variables. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 1105-1133.

- Faccio, M., Marchica, M., Mura, R., (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40.
- Fitzgerald, F., & Ryan, J. (2019). The impact of firm characteristics on the speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, 51(3), 315-327.
- Flannery, M.J., & Rangan, K.P., (2006), Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506.
- Flannery, M.J., & Hankins, K.W. (2007). A theory of capital structure adjustment speed (Working Paper). University of Florida, United States.
- Freel, M., Carter, S., Tagg, S., & Mason, C. (2010). The latent demand for bank debt: characterizing “discouraged borrowers”. *Small Business Economics*, 38(4), 399-418.
- Goldstein, R., Ju, N., & Leland, H. (2001). An EBIT-based model of dynamic capital structure. *Journal of Business*, 74, 483-512.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Basic Econometrics* (5th Edition). McGraw-Hill/Irwin.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Heshmati, A. (2001). The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms. *Research in Banking and Finance*, 2, 199-241.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structures: the case for dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71, 517-540.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- 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.

IAPMEI (2003). Recomendação da Comissão 2003/361/CE – Definição de micro, pequenas e médias empresas. <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/Certificacao-PME.aspx>.

Jalilvand, A., & Harris, R. (1984). Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *The Journal of Finance*, 39(1), 127-145.

Jennings, J. E., & Brush, C. G. (2013). Research on women entrepreneurs: Challenges to (and from) the broader entrepreneurship literature? *The Academy of Management Annals*, 7(1), 663-715.

Jiraporn, P., & Gleason, K. C. (2007). Capital structure, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Financial Research*, 30(1), 21-33.

Kolari, J. W., & Velez-Pareja, I. (2010). Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A revision. *Innovar*, 22(46), 53-72.

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

Krishnaswami, S., Spindt, P. A., & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 407-434.

la Rocca, M., la Rocca, T., & Cariola, A. (2010). The influence of local institutional differences on the capital structure of SMEs: evidence from Italy. *International Small Business Journal*, 28(3), 234-257.

Leary, M.T., & Roberts, M.R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355.

Leland, H. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 49, 1213-1252.

Lemmon, M.L., Roberts, M.R., & Zender, J.F. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575-1608.

Lin, J. Y., & Sun, X. (2006). Information, informal finance, and SME financing. *Frontiers of Economics in China*, 1(1), 69-82.

López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117-136.

- Loudermilk, M. (2007). Estimation of fractional dependent variables in dynamic panel data models with an application to firm dividend policy. *Journal of Business and Economic Statistics*, 25(4), 462-472.
- Mama, A. T., & Ewoudou, J. (2010). Who is credit constrained among denied or discouraged borrowers? (Working Paper) Economic Research Southern Africa.
- Mangafic, J., & Martinovic, D. (2015). The firm-specific determinants of the target capital structure: Evidence from Bosnia and Herzegovina panel data. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(2), 188-198.
- Marlow, S., Carter, S., & Shaw, E. (2008). Constructing female entrepreneurship policy in the UK: Is the US a relevant benchmark? *Environment and Planning C: Government and Policy*, 26(2), 335-351.
- 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.
- Matias, F., Salsa, L. & Afonso, C.M. (2018). Capital structure of Portuguese hotel firms: a structural equation modelling approach. *Tourism and Management Studies*, 14(8), 73-82.
- McAdam, M. (2012). *Female entrepreneurship*. London: Routledge.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- Mijid, N., & Bernasek, A. (2009). Gender and the credit rationing of small businesses. *The Social Science Journal*, 50(1), 55-65.
- Mínguez-Vera, A., & Martín, A. (2011). Gender and management on Spanish SMEs: an empirical analysis. *The International Journal of Human Resource Management*, 22(14), 2852-2873.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporation income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53, 433-443.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schuerhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The Journal of Finance*, 67, 803-848.

- Musa, H., Debnárová, L., Musová, Z., & Krištofík, P. (2017). Gender equality and corporate governance in Slovakia. *E+M Ekonomie a Management*, 20(1), 98-110.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- 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.
- Narayan, P.K., Phan, D.H.B., Liu, G., & Ibrahim, M. (2021). Ethical investing and capital structure. *Emerging Markets Review*, 47, 100774.
- Nguyet, C.T.K. (2014). Why do Small and Medium Enterprises Need to Access Informal Credit? The Case of Vietnam. *International Finance and Banking*, 1(2), 1-17.
- Olsen, R.A., & Cox, C.M. (2001). The influence of gender on the perception and response to investment risk: the case of professional investors. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(1), 29-36.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1), 175-198.
- Öztekin, Ö., & Flannery, M. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88-112.
- Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: the case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38, 531-545.
- Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113-132.
- Palacin-Sanchez, M.J., Ramirez-Herrera, L.M., & di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*. 41(2), 503-519.
- Perrin, C., Bertrand, J., & Klein, P.O. (2023). Women self-perception and access to credit: the power of role models. *Finance Research Letters*. 58, 104426.
- Psillaki, M. & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319-333.
- 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.

- Ramalho, J., & Silva, J. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. *Quantitative Finance*, 9(5), 621-636.
- Roper, S., & Scott, J. M. (2009). Perceived financial barriers and the start-up decision. *International Small Business Journal Researching Entrepreneurship*, 27(2), 149-171.
- Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Does dynamic trade-off theory explain Portuguese SME capital structure decisions? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(3), 485-502.
- Sardo, F., Serrasqueiro, Z., & Félix, E.G.S. (2020). Does Venture Capital affect capital structure rebalancing? The case of small knowledge-intensive service firms. *Structural Change and Economic Dynamics*, 53, 170-179.
- Sardo, F., Vieira, S.E., & Serrasqueiro, Z. (2021). The role of gender and succession on the debt adjustments of family firm capital structure. *Eurasian Business Review*, 12(2), 349-372.
- Scott, J. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 32, 1-19.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., & Armada, M.R. (2016). Capital structure decisions: old issues, new insights from high-tech small and medium-sized enterprises. *European Journal of Finance*, 22(1), 59-79.
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P.M. (2012). Is age a determinant of SMEs financing decisions? Empirical evidence using panel data models. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(4), 627-654.
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P.M. (2014). Financing behaviour of Portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98-107.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *The Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: does boardroom gender diversity affect firm risk? *The Journal of Corporate Finance*, 36, 26-53.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569-593.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), 447-457.

Strebulaev, I. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*, 62, 1747–1787.

Taggart, R. (1977). A model of corporate financing decisions. *The Journal of Finance*, 32(5), 1467–1484.

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

Wang, L.H., & Fung, H.G., (2022). The effect of female CEO and CFO on tail risk and firm value. *Finance Research Letters* 47, 102693.