



UNIVERSIDADE
LUSÓFONA

Centro Universitário de Lisboa

Escola de Ciências Económicas e das Organizações

Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade

Cash holding e o Conselho de Administração: Análise das empresas de capital aberto não financeiras portuguesas

Dissertação de Mestrado apresentada a provas públicas para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Fiscalidade, orientada pelo Prof.º Doutor Carlos Eduardo Capelo Ramos do Rosário

Anás André Cassumba N.º 21508257

2024

www.lusofona.pt



UNIVERSIDADE
LUSÓFONA

Centro Universitário de Lisboa

Escola de Ciências Económicas e das Organizações

Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade

Cash holding e o Conselho de Administração: Análise das empresas de capital aberto não financeiras portuguesas

“VERSÃO FINAL”

“Dissertação de Mestrado defendida em provas públicas para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Fiscalidade, orientada pelo Prof.º Doutor Carlos Eduardo Capelo Ramos do Rosário” na Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa no dia 24/01/2024, perante o júri, nomeado pelo Despacho, de Nomeação n.º 583/2023, de 11 de janeiro de 2024, com a seguinte a composição:

Presidente: Prof. Doutor João Miguel Capela Borralho - UL-CL

Arguente: Prof. Doutor António Henriques Gomes de Almeida- UL-CL;

Orientador: Prof. Doutor Carlos Eduardo Capelo Ramos do Rosário- UL-CL

Anás André Cassumba N.º 21508257

2024

Epígrafe

*“Depois de escalar uma grande montanha,
se descobre que existem muitas outras
montanhas para se escalar”*

Nelson Mandela

Agradecimentos

Agradeço a Deus todo poderoso por me ter dado forças, sobretudo nos momentos mais difíceis desta trajetória.

A minha família, e as pessoas que direta ou indiretamente contribuíram para conclusão deste trabalho, um agradecimento especial por me terem ajudado nesta etapa muito importante da minha vida académica e por me proporcionarem todas as condições para que pudesse dar sempre o meu melhor. Sem este apoio, seria impossível concluir esta etapa.

Ao meu orientador, agradeço por toda a disponibilidade, orientação e todo o apoio ao longo da realização da dissertação.

Resumo

O presente trabalho tem por objetivo analisar a associação entre o cash holding e o conselho de administração das sociedades anónimas não financeiras. Foram analisadas as características do conselho de administração concretamente fração de administradores não executivos; tamanho do conselho; a dualidade PCA/PCE (presidente do conselho de administração/ presidente da comissão executiva).

Com este propósito, recolheram-se dados de 75 das sociedades anónimas portuguesas não financeiras, relativo a um período de 7 anos, de 2014 a 2020. Estes dados foram analisados através da regressão linear múltipla com dados em painel pelo modelo de efeitos fixos.

Os resultados obtidos sugerem que as variáveis, fração de administradores não executivos” e “tamanho do conselho” estão inversamente associadas ao nível de cash holding. No caso da variável “dualidade PCA/PCE”, os resultados não são significativos.

Palavras chave: cash holding, conselho de administração, dualidade pca/pce, fração de administrador não executivo, tamanho do conselho, sociedades anónimas portuguesas não financeiras.

Abstract

This paper aims to analyse the association between cash holding and the board of directors of non-financial corporations. Specifically written by non-executive directors were observed as characteristics of the board of directors; board size; the PCA/PCE duality (chairman of the board of directors/chief executive officer).

For this purpose, data were collected from 75 publicly traded non-financial Portuguese companies, covering a period of 7 years, from 2014 to 2020. These data were analyzed using multiple linear regression with panel data using the fixed effects model.

The results obtained indicated that the variables “fraction of non-executive directors” and “board size” are negatively associated with the level of cash holding. In the case of the variable “PCA/PCE duality”, the results are not significant.

Keywords: cash holding, board of directors, chairman/ceo duality, non-executive director, size of the board, non-financial publicly traded portuguese companies.

Abreviaturas, Siglas e Símbolos

Art.º - Artigo

CEO - Chief Executive Officer

CMVM - Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

CVM - Código dos Valores Mobiliários

DL - Decreto-Lei

EA - Efeitos Aleatórios

EF - Efeitos Fixos

GC - Gestão Corporativa

IPCG - Instituto Português de Corporate Governance

MENA - Middle-East and North African (Oriente Médio e Norte da África)

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

PCA - Presidente do Conselho de Administração

PCE - Presidente da Comissão Executiva

S.A. - Sociedade Anónima

UEM - União Económica e Monetária

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	10
Questão de Investigação	11
Objetivo	12
Metodologia	12
Organização da Dissertação.....	12
1. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES.....	12
1.1 Sociedades Anónimas	12
1.2 Conselho de administração	13
1.3 Cash Holding	17
1.4 Teorias da Estrutura de Capital e o Cash Holding.....	17
1.5 Determinantes do Cash Holding	19
1.6 Conselho de Administração e Cash Holding - Formulação de Hipóteses	23
1.6.1 Dimensão do Conselho de Administração	23
1.6.2 Dualidade do PCA/PCE	24
1.6.3 Fração de Administradores não Executivos no Conselho de Administração.....	24
2. METODOLOGIA.....	25
2.1 Variáveis	25
2.1.1 Variável dependente.....	25
2.1.2. Variáveis Independentes	25
2.1.3 Variáveis de controlo	26
2.2 Amostra.....	27
2.3 Dados e Procedimento	31
2.4 Técnica Estatística	31
2.5 Construção das variáveis	32
3. RESULTADOS E DISCUSSÃO	33
3.1 Estatísticas Descritivas	34
3.2 Matriz de Correlações.....	35
3.3 Resultado do modelo de regressão.....	35
3.4 Discussão dos Resultados	36
CONCLUSÃO.....	38
REFERÊNCIAS	39

Índice de Tabelas

- 1 - Modelo Econométrico
- 2 - Lista de Empresas
- 3 - Operacionalização das variáveis
- 4 - Variáveis selecionadas para o Modelo
- 5 - Estatísticas Descritivas
- 6 - Matriz de Correlações
- 7 - Regressão

INTRODUÇÃO

O panorama económico e financeiro mundial tem exigido cada vez mais atenção à otimização da gestão dos recursos financeiros das organizações. É de extrema importância as empresas manterem o seu cash holding a um nível aceitável para que possam fazer face aos seus projetos e compromissos. De acordo com Ferreira e Vilela (2004), as empresas detêm um volume expressivo de dinheiro. Os autores encontraram evidências de que, em média, a quantia em dinheiro ou equivalentes em numerário detidos por empresas da União Monetária Europeia (UEM) equivalem cerca de 14,8% do valor contabilístico total dos ativos.

De acordo com Alves (2018b), o cash holding é um assunto importante, pois influencia as escolhas das empresas relativamente as fontes de financiamento. Por outro lado, estudos anteriores demonstraram uma relação negativa entre a alavancagem financeira e a liquidez de caixa (Opler et al., 1999; Ferreira & Vilela, 2004; Bigelli & Sanchez-Vidal, 2010). Entretanto, Jensen (1986) sugere que os gestores têm incentivos para acumular caixa porque permite aumentar a quantidade de ativos sob seu controle e ganhar poder discricionário sobre a decisão de investimento.

O cash holding pode ser explicado por diversos motivos como: transação, precaução e especulação. Os motivos da transação refletem-se nas operações do dia a dia duma empresa para satisfazer as despesas corrente. Os motivos de precaução enquadram-se numa perspetiva estratégica como margem de segurança financeira. Os motivos especulativos relacionam-se com a captura de oportunidades de investimento que podem trazer um incremento dos lucros da empresa (Keynes, 1936).

Investigação passada tem procurado identificar determinantes do nível de cash holding (por exemplo: Kim et al., 1998; Opler et al. 1999; Faulkender, 2002; Dittmar et al., 2003; Okzan & Okzan, 2004; Ferreira & Vilela, 2004; Harford et al., 2008; Alves, 2018a) com os rácios financeiros, nomeadamente: alavancagem financeira, fundo de maneio, pagamento de dividendos, lucratividade, oportunidades de crescimento, tamanho da empresa, despesas de capital e volatilidade do fluxo de caixa, bem como, as condições de governança corporativa.

O Conselho de Administração tem o papel de controlar e monitorizar as decisões tomadas pelos gestores, na tentativa de minimizar os conflitos de interesses entre as partes interessadas da organização (Fama & Jensen, 1983b). “*O Conselho de Administração zele*

pelo cumprimento da lei aplicável e do pacto social, pelo respeito dos princípios de desenvolvimento sustentável e de responsabilidade social assumidos pela empresa e, ao mesmo tempo, assegure o desenvolvimento de uma cultura de ética presente em todos os níveis de actividade da empresa” (Silva et al., 2006, p.146).

O conselho de administração das empresas é determinado pelo sistema legal de cada país. Em Portugal a lei estabelece como podem ser escolhidos os administradores bem como, o presidente do conselho de administração e o presidente da comissão executiva, de acordo com o código das sociedades comerciais, artigo 391º, 392º, 395º e 407º. Em Portugal as empresas podem escolher o número de administradores do conselho de administração que mais se adequa aos seus interesses e ou consoante a sua situação (art.º 390º CSC).

Vários estudos exploraram a relação entre o cash holding e governança corporativa das empresas, por exemplo: (Dittmar et al., 2003; Ferreira & Vilela 2004; Pinkowitz, et al., 2006; Harford et al., 2008; Alves 2018a), no entanto, poucos são os que exploram a relação entre a estrutura do conselho de administração e o cash holding, e, em particular, os efeitos da dualidade do CEO, tamanho do conselho e fração de administradores não executivos no conselho das empresas, tais como (Boubaker et al., 2013; Drobetz & Grüninger 2007; Al-Najjar & Clark 2017; Borges & Farinha 2017). No entanto, neste tipo de estudos, segundo Alves (2018a), não se deve relacionar países com diferentes tipos de leis, devido a fortes diferenças das leis e instituições.

De acordo com Silva et al. (2006, p.13) *“o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que induzam a uma alocação eficiente de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pela forma como esses recursos são utilizados”*. Com o propósito de contribuir para o conhecimento sobre cash holding das sociedades anónimas, o presente estudo aborda a eventual associação entre algumas características do conselho de administração e o cash holding. A partir deste cenário, formulámos a seguinte questão de investigação:

Questão de Investigação

Qual é a associação entre as características do conselho de administração - tamanho do conselho, fração de administradores não executivos e a dualidade do pca/pce - e o cash holding das sociedades anónimas não financeiras portuguesas?

Objetivo

O presente estudo visa contribuir para a conhecimento sobre este tópico, investigando a associação entre o cash holding e a estrutura do conselho de administração (a fração de administradores não executivo, o tamanho do conselho e a dualidade do presidente do conselho de administração/presidente da comissão executiva) em sociedades anónimas não financeira portuguesa, cotadas e não cotadas.

Metodologia

Com vista ao tratamento da questão de investigação, foram formuladas algumas hipóteses de investigação. A informação é proveniente duma amostra de 75 sociedades anónimas portuguesas não financeiras, por um período de 7 anos, de 2014 a 2020. O teste do modelo de hipóteses baseou-se na técnica estatística de regressão linear múltipla, secção transversal com dados em painel e efeitos fixos.

Organização da Dissertação

Este trabalho está organizado da seguinte forma. Na introdução é primeiramente feita uma breve apresentação do trabalho. No capítulo 1, são apresentados a revisão da literatura sobre os conceitos e teorias relevantes no presente estudo, o estado da arte sobre o tópico de investigação, assim como as hipóteses de investigação. No capítulo 2 é apresentado o quadro metodológico. No capítulo 3, são analisados e discutidos os resultados obtidos. Por último são apresentadas as conclusões do presente estudo.

1. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

O presente capítulo revê a literatura teórica e empírica sobre o conselho de administração e o cash holding. Atualmente vários estudos procuram analisar sobre diferentes pontos de vistas o cash holding e o conselho de administração, tanto para empresas cotadas em bolsas como as não cotadas, no entanto ambas podem ser analisadas simplesmente como sociedades anónimas.

1.1 Sociedades Anónimas

A sociedade anónima em Portugal é caracterizado pela divisão do capital em ações e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das ações que subscreveu (art.º 271º csc); O conteúdo do contrato de sociedade deve constar, a estrutura adotada para a administração e

fiscalização da sociedade g) art.º 272º csc; A sociedade tem de ser constituída por um número de sócios igual ou superior a cinco, salvo quando a lei o dispense (art.º 273º csc); A firma da sociedade concluirá sempre com a expressão "Sociedade Anónima" ou pela abreviatura "S.A." (nº1 do art.º 275º csc); As ações das sociedades anónimas podem ser ações com valor nominal ou ações sem valor nominal, (nº1 do art.º 276º csc); O mínimo de capital a depositar é de 50.000,00€ (nº5 do art.º 276º csc).

“Com a existência e a criação de sociedades anónimas pretende-se separar a esfera patrimonial inerente à atividade prosseguida pela empresa (tanto no que diz respeito a ativos como que se refere a passivos) da esfera patrimonial individual dos seus acionistas,” (Silva et al., 2006, p. 12).

“Formalmente as, sociedades abertas não constituem um novo tipo societário, mas apenas uma modalidade das sociedades anónimas com o capital disperso pelo publico” (Almeida, 2008, p. 483).

“As sociedades abertas são as sociedades anónimas na verdadeira aceção da palavra, em que frequentemente a maioria dos acionistas não é conhecida nem participa das deliberações sociais,” (Almeida, 2008, p. 483).

O sistema de governação de sociedades ou corporate governance (CG), é o conjunto de regras e princípios que o órgão de gestão de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respetiva atividade; e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respetivos membros e assegurar que as mesmas se refletem as diversas tendências acionistas. (Cunha, 2007, p. 524).

1.2 Conselho de administração

O Conselho de Administração é o órgão que supervisiona as atividades da direção da empresa, e tem de assegurar que os objetivos financeiro e a vontade social da empresa são o seu foco, atuando assim de forma consentânea com os outros órgãos, os seus membros devem executar com profissionalismo, e dever de diligência na prática de todos os atos e operações incertas no seu objeto social, tendo em conta o interesse da sociedade, dos seus acionistas e dos trabalhadores, de acordo com os arts.º 64.º, 405.º e 406.º csc. Por outro lado, a CMVM (2013), esclarece que o Conselho de administração deve definir a estratégia e políticas gerais

da sociedade, delinear uma estrutura empresarial e assumir decisões estratégicas, dado que estas, normalmente, exigem montantes, riscos e características peculiares. Assim, poderá argumentar-se que ao criar-se um conselho de administração e comissão executiva que os administradores deste irão fazer a gestão da coisa alheia com o objetivo de maximizar o investimento de forma cíclica, de acordo com os interesses dos acionistas. No entanto o conselho de administração cumpre funções de consultoria e supervisão e é responsável por limitar a conduta oportunista dos gestores, e a comissão executiva deverá materializar a vontade expressa do conselho de administração, art.º 64º, 405º e 407º csc.

A composição da estrutura do conselho de administração e fiscalização varia consoante a legislação de cada país, não existe um modelo uniforme de governo de sociedade anónima. Em Portugal, as características da composição da estrutura do conselho de administração e fiscalização das sociedades anónimas são estruturadas segundo numa de três modalidades, art.º 278.º csc: - a) Conselho de administração e conselho fiscal; b) Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas; c) Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas, salvo exceção da lei.

A lei portuguesa dá liberdade de as sociedades anónimas portuguesas escolherem o modelo de governação, no entanto, não dá a possibilidade de acumulação, combinação ou mistura de elementos típicos dos distintos modelos, por outro lado, o modelo de governação envolve vários tipos de interesses que precisam de convergir para o êxito da sociedade anónima, ou seja uma convergência consentânea entre si para que seja benéfica à realização do fim a que se propõem, ao fazerem espera-se que as empresas adotam o modelo de governação que mais se adequa a sua situação ou sua dinâmica e o melhor interesse (Silva et al., 2006). No entanto, todas sociedades anónimas têm de ser compostas por um conselho de administração, e devem ser constituídos de forma equilibrada entre os seus membros e órgãos, para que se evitem os desvios em relação aos interesses típicos dos acionistas, de formas a não empobrece-lo, devido aos comportamentos oportunistas e as simples ineficiências de funcionamento, art.º 64º, 278º e 407º csc. De acordo com Silva et al. (2006, p. 142) *“considera-se que ambas as modalidades são suscetíveis de originar um governo empresarial eficiente, pelo que não se recomenda a adoção de um modelo em detrimento do outro”*. O Conselho de Administração é estruturado pela existência de administradores executivos (responsáveis pela execução da estratégia da empresa), arts. 405º, 406º, 408º e 409º csc e outros

administradores comumente conhecidos como administradores não executivos (responsáveis pela supervisão e fiscalização da empresa), art.º 64º e 407º csc.

O presidente do conselho de administração é normalmente eleito ou nomeado pelos membros do grupo, art. 395.º, csc, salvo se o contrato ou a lei impedir.

O papel do Presidente do Conselho de Administração consiste, genericamente, na liderança do Conselho de Administração; na coordenação do trabalho dos administradores não executivos, designadamente no que respeita à fiscalização, controlo e avaliação dos administradores executivos; na representação externa da empresa; na comunicação com os acionistas; e na informação ao Conselho dos seus pontos de vista mais relevantes (Silva et al., 2006, p.146).

O presidente da comissão executiva normalmente lhe é delegado poderes de administração em certas matérias pelo conselho de administração, desta forma, lhe é encarregue a gestão corrente da sociedade, assim, é coadjuvado por um número ímpar de administrador executivo, mas é fiscalizado pelos outros administradores (administrador não executivo), art. 407.º csc. ao “*Presidente da Comissão Executiva compete, basicamente, coordenar a execução do plano estratégico e assegurar a gestão corrente da empresa*” (Silva et al., 2006, p.146).

Em Portugal, no csc não existe impedimento legal para que o pca exerça igualmente a função de pce, ou seja, acumulando as funções de pca e pce, _ entretanto, quando há duplicidade de função, segundo, Silva et al. (2006, p.146), “*torna-se necessário assegurar a existência de condições para que o trabalho dos administradores não executivos decorra de forma eficiente e independente da Comissão Executiva*”, nas vestes de pce o pca é fiscalizado e recebe diretrizes do conselho de administração de acordo com o art. 407º csc. Por outro lado, Silva et al. (2006, p.146) recomendam que:

Nos casos em que não exista separação entre as figuras do Presidente do Conselho de Administração e do Presidente da Comissão Executiva, as empresas explicitem no respetivo Relatório Anual como é que são coordenados os trabalhos dos administradores não executivos, e de que forma se encontra garantido que tais administradores têm condições para cumprir a sua missão de forma eficaz e independente.

Mas, Silva et al. (2006), recomendam, a não duplicidade de funções. Mesma ideia tem Alves et al. (2015) ao sugerir que a separação de funções de pca/pce é a mais recomendada, pois pode inibir a ineficiência e aumentar a autonomia do conselho de administração.

A legislação portuguesa não fixa um número determinado de membros para os órgãos de administração, apenas os estatutos fixam esse número dentro dos limites legais, art.º 390º csc.

Quanto maior o número de administradores, maior a capacidade potencial de fiscalização dos gestores executivos pelo Conselho, na medida em que um maior número de membros pode ser afeto a essa tarefa. Porém, o aumento do número de membros também pode originar a diminuição da celeridade e da eficácia do processo de tomada de decisões (Silva et al., 2006, p. 144).

O Código de Governo das Sociedades, recomenda que, o número de administradores não executivo deve exceder ao de administradores executivos (IPCG, 2018). Nas empresas cotadas no psi 20, na estrutura do conselho de administração, há uma harmonia na proporcionalidade entre administradores executivos e não executivos,” (Silva et al., 2021).

As funções dos administradores não executivos estão expressas no art. 64º csc, apesar de a expressão “administrador não executivo” ser omissa, constando apenas no art. 396, n.º 5, mas sem nenhuma referência das suas funções no csc, contudo a sua existência é regulada no nº. 8, do art. 407º csc, de acordo com o legislador referindo-os como “os outros administradores... assim, presume-se que estes sejam os administradores não executivo, adotado por diversas literaturas como “os administradores não executivos”, tal como em Silva et al. (2006).

“Em Portugal, os administradores não executivos são tradicionalmente vistos (em grande medida) como conselheiros dos administradores executivos e (em menor grau) como decisores em matérias cuja competência não tenha sido delegada,” (Silva et al., 2006, p. 246). Ainda assim, os administradores não executivos devem exercer uma vigilância sobre os executivos de forma ativa, devem ter iniciativa e procurar toda informação de interesse da empresa para execução rigorosa da sua obrigação para impedir ou atenuar atos imprevisto ou premeditados que possam constituir danos para o interesse da empresa, art. 64º csc. No mesmo sentido Silva et al. (2006), sugerem que um dos papéis dos administradores não

executivos deve ser o de promoção das sociedades anónimas, com vista o sucesso da empresa e para o efeito, devem dedicar as suas ações na tarefa de monitorização dos órgãos de gestão, vigiar as ações realizadas pelos administradores executivos de formas a que estes não arruinem os esforços dos acionistas, tornando-os empobrecidos, devendo ser firmes e rigorosos nas deliberações tomadas em sede de Conselho de Administração. Da mesma forma o Código de Governo das Sociedades (IPCG 2020, p. 19), recomenda que:

os membros de órgãos sociais com funções de administração não executiva e de fiscalização devem exercer, de modo efetivo e criterioso, uma função fiscalizadora e de desafio à gestão executiva para a plena realização do fim social, devendo tal atuação ser complementada por comissões em áreas centrais do governo da sociedade.

1.3 Cash Holding

Quando nos referirmos na língua em inglesa “Cash holding” estamos a nos referir à retenção de caixa. O cash holding, segundo Gill e Shah (2012), pode ser entendido como dinheiro em caixa ou o dinheiro que está imediatamente disponível para fazer face aos exercícios quotidianos da empresa, nomeadamente o financiamento de operações diárias, investimentos de longo prazo, cobertura de risco e ainda para distribuir aos investidores. De acordo com Alves, (2018a) retenção de caixa é calculado ajustando-se ao caixa e equivalentes de caixa pelo ativo total, e é consolidado a partir dos seguintes motivos de reservas de caixa: transação, precaução, tributário e de agência.

1.4 Teorias da Estrutura de Capital e o Cash Holding

Os estudos sobre cash holding e sobre estrutura de capital têm sido geralmente conduzidos à luz das teorias de “pecking order” e de “trade off” (Alves, et al., 2015). Contudo, a problemática do cash holding também tem sido abordada à luz da teoria de free cash flow e da teoria agência (Kim. et al. 1998; Opler et al., 1999; Okzan & Okzan 2004; Ferreira & Vilela 2004; Alves, 2018a).

A teoria do trade-off (Miller & Orr, 1966) sugere que as empresas tendem a estabelecer um nível ótimo de caixa e, para alcançá-lo, pesam os benefícios e custos correspondentes (Opler et al., 1999; Ferreira & Vilela, 2004).

Aos administradores é confiado a missão de maximizar a riqueza dos acionistas. Assim eles definem o nível de caixa da empresa de forma que os benefícios marginais sejam

adequadamente equilibrados ao custo marginal de manter o caixa. A quantidade ótima de caixa é dada pela interseção entre a curva de custo marginal de ativos líquidos e a curva de custo marginal de escassez de ativos líquidos (Opler et al. 1999; Ferreira & Vilela, 2004).

A teoria trade-off foi desenvolvida por Modigliani e Miller (1958;1963) com base na relação entre os benefícios e custos do uso de dívida no financiamento das empresas. Os autores demonstraram que o recurso ao financiamento por capital alheio potencia o valor da empresa, muito embora alertem que isso não significa que a estrutura de capitais possa ser totalmente composta por dívida. Segundo Miller (1977), a teoria do trade-off sugere que as empresas têm como objetivo manter um ponto ótimo na combinação do uso de capital próprio e de capital alheio, de forma a equilibrar os benefícios e os custos de emissão dívida.

A Teoria Pecking Order desenvolvida por Myers e Majluf (1984) sugere que a estrutura de capital das empresas deve ser mantida de acordo com o conceito de hierarquização das fontes de financiamento. De acordo com Myers e Majluf (1984), as empresas com rendibilidade mais elevadas têm níveis mais baixos de capital alheio, dado que os fluxos gerados internamente são suficientes para financiar os seus investimentos; assim, em primeiro lugar, as empresas financiam os seus investimentos com fundos interno; a seguir fazem emissão de dívida; e por último emitem novas ações, uma vez que para um investidor externo este corresponde ao título mais arriscado.

A Teoria Pecking Order (Myers & Majluf (1984) sugere que as empresas devem manter a reserva de caixa para minimizar o custo de emissão de novas ações devido à informação assimétrica. Ferreira e Vilela (2004), acrescentam que o propósito nesta ordem de financiamento é minimizar os custos de informação assimétrica e outros custos de financiamento. Entretanto os mesmos autores consideram que manter um montante considerável de dinheiro pode atender aos interesses dos acionistas e minimizar os custos de obtenção de recursos externos, e assim, servem, de acordo com Ferreira e Vilela (2004), como amortecedor entre os lucros retidos e as necessidades de investimento.

Jensen e Meckling (1976) definem relação de agência como um contrato sob o qual uma pessoa (ou grupo de pessoas), conhecido por principal, envolve outra pessoa, designada como agente, para realizar todas tarefas relativa a empresa, em seu nome, o que envolve a delegação de autoridade de tomada de decisão por parte do agente. Contudo se o agente desejar a mesma percentagem de lucros e ou benefícios tal como a do principal, levar-nos-á

pensar que o principal será prejudicado, tornando-o menos rico no desenrolar da atividade (Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o problema de agência causado pela administração causaria uma perda na riqueza dos acionistas das seguintes maneiras: Primeiro, a administração, por motivos de interesse próprio, aumentaria o consumo de bens, o que por sua vez levará a um aumento em custos de agência. Segundo, a administração pode não escolher o projeto de investimento de valor atual líquido (VAL) mais alto, mas aquele que maximizou seu próprio interesse, o que deixaria os acionistas expostos a riscos desnecessários de investimento.

De acordo com (Jensen e Meckling 1976), há três formas de custos de agência: i) Despesa pela monitorização das atividades dos agentes pelo principal; ii) Despesas realizadas pelo agente para demonstrar que a sua gestão não será contrária aos interesses do principal; iii) Perdas residuais, proveniente da subtração da riqueza do principal por eventual discórdia entre o propósito vantajoso apenas para o agente e as decisões que levariam ao aumento da riqueza do principal.

De acordo com Jensen, (1986) a teoria do free cash flow, os gestores tendem a acumular dinheiro para aumentar a quantidade de ativos sob seu controlo e ganhar poder discricionário sobre as decisões de investimento da empresa. Segundo Jensen (1986), a criação de dívida, força as empresas com alto fluxo de caixa e com projetos de baixa rendibilidade (ou até mesmo destruidores de valor), a reduzirem a quantidade de fluxo de caixa livre, investindo em projetos com alta rendibilidade; isso reduz o conflito entre acionistas e administradores. Esta teoria afirma que gestores com poder discricionário e alto fluxo de caixa livre tendem a se envolver em projetos destruidores de valor ou de baixa rendibilidade para satisfazer os seus próprios interesses.

1.5 Determinantes do Cash Holding

De acordo com Keynes (1936), as empresas retêm dinheiro, nomeadamente, pelo motivo precaução, especulação e pelo motivo da transação. O motivo de precaução consiste em as empresas manterem dinheiro para se prevenirem contra situações de dificuldades financeiras, em que a liquidez pode financiar as suas atividades e investimentos no caso do financiamento externo ser extremamente caro ou indisponível. Ozkan e Ozkan (2004) reforçam que o motivo de precaução ocorre quando a empresa mantém reserva de caixa para

lidar com situações adversas ou não previstas, não ficando assim dependentes do acesso oneroso aos mercados de capitais para poderem aproveitar oportunidades de investimento. O motivo da transação está relacionado com os custos de transação associados à liquidação de ativos para financiar as atividades da empresa. De acordo Baumol (1952) e Miller e Orr (1966), o motivo de transação ocorre quando a empresa mantém certo nível de caixa para suportar gastos com as atividades operacionais rotineiras. Argumenta-se que o motivo de especulação é uma estratégia que as empresas usam para reter caixa para aproveitar oportunidades de investimento que possam surgir.

A literatura mostra diversos estudos que investigaram os determinantes de cash holding. Nesta secção, apresentamos alguns desses determinantes.

O pagamento de dividendos é um determinante não consensual. De acordo com Opler et. al. (1999) e Ferreira & Vilela (2004), espera-se que as empresas que pagam dividendos retenham menos caixa, uma vez que eles podem reduzir ou não pagar dividendos em caso de déficit de caixa, usando o dinheiro do dividendo para financiar a empresa a partir de dentro, causando uma relação negativa entre a retenção de caixa e pagamento de dividendos. Dittmar et al. (2003), Ozkan e Ozkan (2004), e Bigelli e Sanchez-Vidal (2010) mostram que, no entanto, o pagamento de dividendos pode ter uma relação positiva com a retenção de caixa, pois as empresas quase nunca reduzem os pagamentos de dividendos, a menos que estejam em uma situação financeira difícil. Assim, um aumento na retenção de caixa e no pagamento de dividendos pode ser um motivo de precaução, ou dívida negativa para o futuro pagamento de dividendos que pode vir e já está sendo realizada em antecipação (Alves, 2018a).

A literatura mostra que o fluxo de caixa não é um determinante unânime das reservas de caixa. Por um lado, aqueles que declaram fluxo de caixa têm uma relação negativa com as detenções de caixa dizem que os fluxos de caixa são um substituto para o dinheiro (Ferreira & Vilela, 2004). Assim, não é preciso mais caixa do que o nível ótimo, portanto, não acumulando mais caixa por meio de fluxos de caixa (Alves, 2018a). Por outro lado, autores que afirmam que o fluxo de caixa tem uma relação positiva com a retenção de caixa (Farinha & Prego, 2017). O excesso de fluxo de caixa pode ser retido por motivos de precaução para posterior oportunidade de crescimento de fundos, e por empresas que enfrentam a restrições de liquidez (Alves, 2018a; Farinha & Prego 2017).

Quanto à incerteza do fluxo de caixa, as empresas com fluxos de caixa mais voláteis podem enfrentar maiores restrições de liquidez de caixa devido à deterioração do fluxo de caixa (Alves, 2018a). Assim, espera-se que as empresas com maior volatilidade de caixa retenham mais caixa (Opler et al., 1999; Ferreira & Vilela, 2004; Farinha & Prego 2017).

A alavancagem é considerada como tendo uma relação negativa com a liquidez de caixa (Ferreira & Vilela, 2004; Farinha & Prego 2017). As empresas mais alavancadas têm maior probabilidade de falência (Alves, 2018a). Faulkender (2002) afirma que as empresas com maior alavancagem tendem a manter mais caixa por questão de prevenção. Esta prevenção revela-se como um escudo diante da dificuldade de captarem recursos financeiros para financiar a sua atividade diária e ou os seus investimentos (Farinha & Prego, 2017). No entanto, a alavancagem também pode ser vista como a capacidade das empresas para emitir dívida, reduzindo necessidade de manter caixa (Alves, 2018a).

Tangibilidade é a medida da proporção dos ativos tangíveis relativamente aos ativos totais. De acordo com Opler et al. (1999) e Drobetz e Grüninger (2007), os ativos fixos podem ser liquidados para gerar dinheiro para uma empresa. Os ativos tangíveis não são tão fáceis de ser vendidos Alves (2018a), pelo que a tangibilidade tende a ter um impacto negativo na retenção de caixa.

De acordo com a literatura, as oportunidades de crescimento não constituem um determinante consensual. De acordo com Bigelli et al. (2010), as oportunidades de crescimento estão positivamente correlacionadas com o cash holding. Uma das razões pelas quais uma empresa tem que manter caixa é por medida de precaução (Alves, 2018a). Já para Peixinho et al., (2017), oportunidades de crescimento está negativamente correlacionado com cash holding.

O tamanho da empresa, de acordo com Alves (2018a), está negativamente correlacionado com a liquidez de caixa. Faulkender (2002) sugere que existem efeitos de economias de escala nas reservas de caixa. As maiores empresas geralmente têm acesso mais fácil a mercados externos e uma menor probabilidade de restrições, levando, em última análise, a uma menor proporção de dinheiro retido. Inversamente, as empresas menores têm uma maior probabilidade de dificuldades financeiras e custos mais elevados de financiamento

externo. Assim, as empresas menores tendem a ter uma maior proporção de caixa para evitar escassez de caixa (Alves, 2018a).

Dittmar et al.(2003) encontraram evidências de que existem significativamente maiores níveis de caixa em países em que há fraca proteção ao investidor. Os autores sugerem que os problemas de agência são de primária importância na determinação dos níveis de caixa das firmas.

Harford et al. (2008) argumentam que as empresas com má governança corporativa efetivamente têm reservas de caixa menores devido aos gerentes gastarem dinheiro rapidamente em aquisições e despesas de capital, em vez de acumulá-lo.

Kim et al. (1998) investigaram as decisões das empresas de investimento em ativos líquidos, propondo um modelo de nível ótimo de caixa. O modelo prevê que esse nível ótimo aumenta com o custo do financiamento externo, a variância dos futuros fluxos de caixa e a rendibilidade das oportunidades futuras de investimento, e diminuem com a diferença de rendibilidade entre os ativos físicos e os ativos líquidos. Numa amostra dos EUA, os autores encontraram ainda evidências de que firmas com altos “market-to-book” possuem maior níveis de ativos líquidos.

O estudo de Martínez-Carrascal (2010a) analisou as empresas cotadas e não cotadas de países que pertencem à União EM ou adotavam o Euro como moeda oficial. Os resultados, que estão alinhados com os obtidos por Ferreira e Vilela (2004), indicam que quanto maior é o leque de oportunidades de crescimento e menor é a dimensão empresarial, a alavancagem financeira e o fundo de maneio, maiores são os níveis de liquidez. Os autores concluíram, ainda, que empresas sediadas em países da UEM onde os mercados de capital são mais desenvolvidos (implicando uma maior proteção aos investidores), tenderiam a apresentar menores níveis de liquidez. Adicionalmente, os autores identificaram que o nível de caixa de empresas de maior dimensão era mais sensível a variações do custo-benefício em deter ativos líquidos, ou seja, as alterações no equilíbrio entre as baixas taxas de rendibilidade associada a estes ativos e a alternativa que estes representam para o financiamento das empresas. Segundo Martínez-Carrascal (2010a), esta evidência pode ser justificada pelo facto de as empresas de maior dimensão terem um acesso facilitado aos mercados de capital e, portanto, uma menor necessidade de acumular liquidez por motivo de precaução.

Em Portugal os estudos internacionais e nacional, sugerem que nas últimas décadas verificou-se um aumento de cash holding das empresas portuguesas pois estas estão sujeitas a restrições de liquidez. Por outro lado, os resultados sugerem que a necessidade de acumular fundos como uma proteção contra futuros choques devido a questões como a fraca proteção legal dos acionistas, bem como, o nível da economia (Ferreira & Vilela 2004; Farinha & Prego 2017; Peixinho et al., 2017; Alves 2018a).

1.6 Conselho de Administração e Cash Holding - Formulação de Hipóteses

Nesta secção abordaremos os determinantes Cash Holding relacionados com o Conselho de administração, bem como a formulação do modelo de hipóteses do presente estudo.

Para proteger os interesses dos acionistas, o conselho de administração deve assumir uma função de supervisão efetiva (Silva et al., 2006). A função de monitorização é influenciada pela qualidade e eficácia dos administradores externos (Dahya et al., 2016).

1.6.1 Dimensão do Conselho de Administração

A literatura mostra que não existe consenso relativamente ao impacto da dimensão do conselho de administração no desempenho e nível de cash holding, ou seja, existem estudos que identificam uma relação positiva e outros que sugerem uma associação negativa.

O estudo de Faccio e Lasfer (1998), baseado em 1650 empresas cotadas do Reino Unido, encontraram evidências de que as empresas com conselhos maiores do que o tamanho médio tem melhor desempenho corporativo. Beiner et al., (2005), utilizando no seu estudo uma amostra com empresas suíças listadas, encontraram evidências de que a dimensão do CA está positivamente relacionada com ao valor da empresa.

No entanto, Jensen (1993) recomenda os pequenos conselhos, devido à maior eficiência na tomada de decisão, maior coordenação e menores problemas de comunicação. O estudo de Al-Najjar e Clark (2017) sugere uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o nível de cash holding. Também diversos estudos demonstraram uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho da empresa (Eisenberg, et. al, 1998; Hermalin & Weisbach, 2003; Yermack, 1996).

Deste modo, adotando a posição do parágrafo anterior, formulamos a seguinte hipótese de investigação:

H1: O Cash Holding correlaciona-se negativamente com a Dimensão do Conselho de Administração.

1.6.2 Dualidade do PCA/PCE

A dualidade do PCA/PCE acontece quando a mesma pessoa ocupa os cargos de PCA e de PCE (Alves et al., 2015).

Jensen (1993) argumenta que é improvável que conselhos independentes encorajem a dualidade. Alves et al. (2015) analisaram a associação entre a composição do conselho de administração e a estrutura de capital. Os autores sugerem que quando o PCE é uma pessoa diferente do PCA, pode melhorar a independência e a eficiência do conselho de administração. Drobetz e Grüninger (2007) sugerem também que a dualidade PCA/PCE está associada a maiores reservas de caixa. Boubaker et al. (2013) sugerem que a dualidade do CEO está associada a altos níveis de caixa corporativo.

Deste modo, em linha com especificado, formulamos a seguinte hipótese de investigação:

H2: O Cash Holding correlaciona-se positivamente com a dualidade de PCA/PCE.

1.6.3 Fração de Administradores não Executivos no CA

O estudo de Mura (2007) encontrou uma relação positiva entre o desempenho das empresas e a presença de administradores externos especialistas, sugerindo uma associação inversa entre a fração de administradores não executivos no CA e o cash holding. Contrário a sugestão anterior, Borges e Farinha (2017) descobriram uma relação positiva entre a fração de administrador não executivo e o cash holding.

Assim, formulamos a seguinte hipótese de investigação:

H3: O Cash Holding correlaciona-se negativamente com a Fração de Administradores não Executivos no CA.

2. METODOLOGIA

O presente trabalho de investigação assume uma posição filosófica essencialmente positivista, na medida em que pretende identificar e/ou confirmar algumas hipóteses relativas a potenciais determinantes do cash holding. No que respeita à classificação quanto à abordagem para desenvolvimento de teoria, o presente estudo segue o processo dedutivo, na medida em que a investigação tem um propósito confirmatório, começando com a identificação de teoria e formulação de proposições através da leitura e revisão da literatura, sendo a metodologia desenhada com vista ao teste ou confirmação daquela teoria.

Quanto à natureza dos procedimentos de obtenção e análise de dados, este estudo combina uma parte de investigação qualitativa com outra quantitativa. Numa primeira fase, através de uma pesquisa documental e análise qualitativa de conteúdo com base nos Relatórios de Gestão e Contas das empresas selecionadas entre os anos 2014 e 2020, foram recolhidos dados qualitativos relativos às variáveis presentes nas hipóteses formuladas. Numa segunda fase, os dados recolhidos foram objeto de tratamento e seguida de uma análise quantitativa de conteúdo, obtendo-se assim observações métricas para as variáveis de investigação o que possibilita a aplicação de técnicas estatísticas para teste das hipóteses.

A estratégia selecionada no presente trabalho consiste na pesquisa (“survey”) quantitativa, baseada na pesquisa de textos incluídos nos Relatórios de Gestão e Contas das empresas selecionadas e disponíveis no site da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

2.1 Variáveis

2.1.1 Variável dependente

A variável dependente usada neste estudo são o determinante cash holding. A definição utilizada é similar à de Opler et al. (1999) e Ferreira e Vilela (2004).

Cash holding é calculado através da proporção de caixa e equivalentes de caixa relativamente ao ativo, onde o ativo é calculado como o valor contabilístico dos ativos menos caixa e equivalentes.

2.1.2. Variáveis Independentes

As variáveis independentes estão relacionadas com a composição e estrutura de conselho de administração:

Fração de administradores não executivos é calculada pelo número de membros não executivos do conselho de administração divididos pelo número total de membros (Alves et al., 2015).

Tamanho do Conselho é calculado pelo logaritmo natural de membros do conselho de administração (Alves et al., 2015).

Dualidade do PCA/PCE acontece quando a mesma pessoa detém os cargos de Presidente da Comissão Executiva (PCE) e de Presidente do Conselho de Administração (PCA). A dualidade de PCA/PCE é uma variável fictícia Dummy que leva valor 1, se o PCE também for o presidente do conselho de administração e 0, caso contrário (Alves et al., 2015).

2.1.3 Variáveis de controlo

O cash holding nas empresas não é afetada apenas pelas características relacionadas com a composição do conselho de administração. Para este estudo, incluímos as seguintes variáveis de controlo:

Alavancagem (Al): é calculada pelo rácio do valor total da dívida pelo ativo total, Alves, (2018a). Esta variável tende a apresentar uma relação negativa com o nível de caixa da empresa, devido ao fato de que à medida que a alavancagem aumenta o custo de oportunidade para financiar liquidez ou acumular caixa também aumenta, motivando menores níveis de caixa, conforme indicado por Kim et al. (1998).

Tangibilidade (Tg) é medida por ativos fixos tangíveis ao total de ativos (Alves, 2018a). Espera-se uma relação negativa entre estas duas variáveis.

Dimensão (Dim): é calculada através do logaritmo natural do total do ativo (Alves, 2018a). Kim et al., (1998), verificaram que a dimensão da empresa e o endividamento estão negativamente relacionados com o nível de tesouraria. Espera-se uma relação negativa entre tamanho e liquidez.

Fluxo de caixa (FC): Fluxo de caixa é o rácio de fluxo de caixa para ativos. Fluxo de caixa é Lucro menos dividendos mais amortizações sobre o total de ativo (Alves, 2018a).

De acordo com Opler et al. (1999), as empresas que geram fluxos de caixa elevados devem manter um elevado cash para medidas cautelares. Espera-se uma relação positiva entre Fluxo de caixa e liquidez.

Dividendos (Div): é calculada como uma variável fictícia Dummy que leva valor 1, se a empresa pagar dividendos e 0, caso contrário (Alves, 2018a). Espera-se que as empresas que pagam dividendos sejam menos arriscadas e por isso possuam mais amplo acesso ao mercado de capitais, de modo que não seja tão necessário acumular caixa como precaução, já que podem captar recursos a um custo menor (Bates et al., 2009). Espera-se uma relação inversa entre pagamento de dividendo e liquidez.

Oportunidade de Crescimento (OP): Oportunidades de Crescimento é a taxa de crescimento anual das vendas da empresa. Espera-se que mais oportunidades de crescimento estejam associadas a maiores acumulações em dinheiro (Teruel & Solano 2008; Bigelli, & Sanchez-Vidal, 2010). Espera-se uma relação positiva entre oportunidade de crescimento e liquidez.

Capital circulante (CC) é um índice de capital circulante líquido. Tal como utilizado por Opler et al. (1999), Ozkan e Ozkan (2004) e Bigelli e Sanchez-Vidal (2010), é a divisão entre o ativo circulante menos passivo circulante e a caixa e equivalentes pelo total do ativo. Espera-se uma relação negativa entre liquidez em relação CG.

Volatilidade do Fluxo de Caixa (VFC) representa a volatilidade média anual do setor das empresas de 2014 a 2020 (Alves, 2018a). Espera-se uma relação positiva entre liquidez em relação CG.

2.2 Amostra

Este estudo baseia-se numa amostra de sociedades anónimas portuguesas não financeiras. A amostra na qual a técnica de amostragem caracteriza-se como não aleatória e intencional, o que significa que os elementos foram selecionados de acordo com determinados critérios, resultando numa amostra adaptada ao estudo em questão. Estes critérios são, particularmente, informativos e relevantes, tendo em conta a: (a) acessibilidade e qualidade da informação disponibilizada por estas empresas (b) notoriedade que estas empresas têm no espectro empresarial a nível nacional; (c) necessidade de dar continuidade ao estudo do cash holdings e a estrutura do conselho de administração de sociedades anónimas portuguesas não financeiras. Após eliminar as empresas com dados insuficientes sobre a informação

contabilística/financeira e de governo societário, a amostra compreende 75 sociedades anónimas portuguesas não financeiras. Excluiu-se instituições financeiras por causa de sua peculiaridade contabilística assim como da regulamentação associada. A escolha e recolha do número de empresas e do período temporal esteve relacionada com a disponibilidade da informação contabilística/financeira e de governo societário. A amostra do estudo consiste em, 509 observações empresas-ano, para o período 2014-2020.

Tabela n.º 2 Lista de Empresas

N.º	Empresas
1	Altri SGPS, S. A
2	Corticeira Amorim SGPS, S. A
3	Ana, S. A
4	Ascendum, S. A
5	Sport Lisboa e Benfica, S.A. D
6	Bondalti, S. A
7	Brisa, S. A
8	Carris, S. A
9	Corporação Industrial do Norte, S.A
10	Companhia Logística de Combustíveis, S. A
11	Cofina Media, SGPS, SA
12	Conduril - Engenharia, S. A.
13	Companhia Portuguesa de Amidos, S.A.
14	Comboios de Portugal, S.A.
15	CTT Correios de Portugal S. A
16	CUF, S. A
17	Eletricidade dos Açores, S. A
18	Empresa de Desenvolvimento e Infra-estruturas do Alqueva, S.A.
19	EDP SA
20	EDP Renováveis SA
21	Empresa de Electricidade da Madeira, S. A

Tabela n.  2 Lista de Empresas-Continua  o

N.�	Empresas
22	EFACEC, S. A
23	Empresa Geral do Fomento S. A
24	Estoril-Sol SGPS S.A.
25	Farminvest, S. A
26	Futebol Club do Porto, S. A. D
27	Grupo Pestana, SGPS, S.A
28	Galp Energia SGPS, SA
29	Global Intelligent Technologies, S. A
30	Globadela, S. A
31	Grao Par�, SA
32	Ibersol SGPS, SA
33	Impresa, S. A
34	Inapa, S. A
35	Infraestrutura De Portugal, S. A
36	INTERCEMENT
37	Jer�nimo Martins SGPS, S. A
38	Lisgrafica, S. A
39	Lisnave, S. A
40	Litho Formas, S. A
41	Luz Sa�de, S. A
42	Martifer, SGPS, S. A
43	Media Capital, S. A
44	Metro Lisboa, S. A
45	Metro Porto, S. A
46	Momsteel, S. A
47	Mota Engil SGPS, SA

Tabela n.  2 Lista de Empresas-Continua  o

N.�	Empresas
48	The Navigator Company SA
49	Nors, S. A
50	Nos SGPS, S. A
51	Novabase, S. A
52	Oli, S. A
53	Parapublica, SGPS, S. A
54	Payshop, S. A
55	Portos A�ores, S. A
56	Ramada SGPS, SA
57	Rar, S. A
58	Reditus, S. A
59	Ren SGPS, S. A
60	Sporting de Braga, S. A. D
61	SDC, S. A
62	Secil, S. A
63	Semapa SGPS, S. A
64	Sonae MC, S. A
65	Sonae Ind�stria, S. A
66	Sonagi, S. A
67	Sonae Capital SGPS, SA
68	Sporting Club de Portugal, S. A. D
69	Sociedade de Transportes Colectivo do Porto, S. A
70	TAP, S. A
71	Teixeira Duarte, S. A
72	Toyota Caetano, S. A

Tabela n.º 2 Lista de Empresas-Continuação

N.º	Empresas
73	Visabeira, S. A
74	Vista Alegre Atlantis, SGPS, S. A
75	Vodafone, S. A
Total	75

2.3 Dados e Procedimento

Os dados foram pesquisados e recolhidos manualmente nos Relatórios de Gestão e Contas das sociedades selecionadas, obtidos do portal/página da CMVM, num período de 7 anos, de 2014 a 2020. O tratamento das variáveis envolveu análises qualitativa e quantitativa de conteúdo.

As variáveis de Dualidade do PCA/PCE, Fração de Administrador não executivo e Tamanho do Conselho, assim como as variáveis de controlo foram obtidas e determinadas para cada empresa e ano.

2.4 Técnica Estatística

Com vista ao teste do modelo de hipóteses, o presente estudo aplicou a técnica de regressão linear múltipla, secção transversal com dados em painel e efeitos fixos, através do software Gretl.

O modelo econométrico deste estudo é representado da seguinte forma:

Tabela 1 Modelo Econométrico

$$CH = \beta_0 + \beta_1 Al\ it + \beta_2 Dim\ it + \beta_3 Tg\ it + \beta_4 FC\ it + \beta_5 Div\ it + \beta_6 CC\ it + \beta_7 OC\ it + \beta_8 VFC\ it + \beta_9 Ad\ n\ Exec\ it + \beta_{10} Tm\ Diret\ it + \beta_{11} Tm\ Diret\ it + \beta_{12} Dual\ CEO\ it + \epsilon\ it$$

Onde: • β_0 representa a constante do modelo; • β_1 a β_{12} são os coeficientes das variáveis a estimar; • $\epsilon\ it$ é o termo aleatório do erro, sendo que i refere-se a cada uma das empresas (75 no total) e t compreende o número de anos analisados (7 períodos).

2.5 Construção das variáveis

Tabela n.º 3 Operacionalização das variáveis

Variáveis	Definição das variáveis	Referências
Retenção de caixa	caixa e caixa equivalentes / total do ativo – caixa e caixa equivalentes	(Opler et al. 1999; Teruel & Solano 2008; Ferreira & Vilela 2004)
Oportunidades de Crescimento (O.C)	volume do ano atual das vendas menos as vendas do ano anterior / vendas do ano anterior	(Bigelli & Sánchez-Vidal 2010; Teruel & Solano 2008)
Alavancagem (Al)	dívida total /ativo, total	Alves (2018a)
Tangibilidade (Tg)	ativo fixo tangível / ativo total	Alves (2018a)
Capital circulante (CC)	(ativo circulante - passivo circulante - caixa) / total do ativo	(Opler et al., 1999; Ozkan & Ozkan 2004; Bigelli & Sanchez-Vidal, 2010)
Dimensão (Dim)	ln (total do ativo)	(Alves, 2018a). Kim et al., (1998)
Volatilidade do cash flow (Volcflow)	desvio padrão do rácio dos cash flows/ total do ativo	(Ozkan & Ozkan 2004; Ferreira & Vilela 2004; Bigelli & Sánchez-Vidal 2010; Alves 2018a)
Pagamento de dividendos (Div)	criamos uma variável dummy definida como 1 quando as empresas pagam dividendos em cada ano e defina 0 caso contrário.	Alves (2018a)
Fluxo de caixa (FC)	é calculado como lucros menos dividendos mais amortizações sobre o total de ativo	Alves (2018a)
Tam Diret	ln (total dos membros do conselho)	Alves et al. (2015)
Dual PCA/PCE	criamos uma variável dummy definida como 1 quando o PCE é igualmente o PCA e 0 caso contrário.	Alves et al. (2015)

Tabela n.º 3 Operacionalização das variáveis - continuação

Fraç Ad n Exec	é calculada número de diretores não executivos do conselho de administração / número total de membros no quadro	Alves et al. (2015)
----------------	---	---------------------

Tabela 4- Variáveis selecionadas para o Modelo

Variável	Designação
CH	Cash Holding
Al	Alavancagem
Tg	Tangibilidade
F.C.	Fluxo de Caixa
Dim	Dimensão
Div	Dividendo
O.C.	Oportunidade de Crescimento
VFC	Volatilidade do Fluxo de Caixa
CC	Capital Circulante
Fraç Ad n Exec	Fração de Administrador não Executivo
Tm Diret	Tamanho da Diretoria
Dual CEO	Dualidade do pca/pce

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Como visto na metodologia, este estudo utilizou uma amostra empresas portuguesas de capital aberto não financeiras, relativo a um período de 7 anos, de 2014 a 2020, com dados económico-financeiros e de gestão, recolhidos nos relatórios de referente a cada empresa.

3.1 Estatísticas Descritivas

Neste ponto apresentamos em tabela as principais estatísticas (médias, mínimos, máximos, medianas e desvio padrão) relativamente aos dados da amostra das sociedades anónimas não financeiras.

Tabela 5: Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Mediana	D.P.	Min	Máx
CH	0,152	0,0564	0,424	-0,0726	4,09
Al	0,617	0,407	1,01	0,000	9,31
Dim	17,8	18,7	3,00	9,42	22,9
Tg	0,288	0,280	0,231	0,000	1,27
FC	0,117	0,0871	0,188	-0,505	1,53
Div	0,561	1,00	0,497	0,000	1,00
CC	-0,208	-0,0883	0,533	-6,82	0,665
OC	-4,27e+005	0,0215	9,61e+006	-2,17e+008	20,3
VFC	0,0954	0,0603	0,113	0,00265	0,601
Frac ad n Exec	0,344	0,429	0,305	0,000	0,889
Tm Diret	1,91	1,95	0,519	0,000	3,04
Dual CEO	0,637	1,00	0,481	0,000	1,00

Verificamos que o cash holding relativamente aos dados da amostra das sociedades anónimas portuguesas não financeiras cotadas e não cotadas representou, em média, cerca de 15% do ativo.

O valor médio do tamanho do conselho é 1,91 (corresponde a 6,75 membros). As sociedades anónimas não financeiras cotadas e não cotadas, são dominadas por um número reduzido de administradores não executivos, uma vez que a representação da fração de administradores não executivos é 34,4%. Além disso, em média, em 63,7% dos casos, o pca também é o pce o que indica que as sociedades anónimas portuguesas não financeiras adotam a dualidade pca/pce.

3.2 Matriz de Correlações

Tabela 6 Matriz de Correlações

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
CH	1												
Al	-0,08	1											
Dim	-0,05	0,09	1										
Tg	-0,14	0,24	0,061	1									
FC	0,46	-0,18	-0,01	-0,02	1								
Div	0,13	-0,27	0,035	0,08	0,254	1							
CC	-0,01	-0,58	-0,11	-0,1	0,052	0,204	1						
OC	0,01	0	-0,03	-0,01	-0,278	0,05	-0,02	1					
VFC	0,33	-0,02	0,13	-0,04	0,336	0,002	-0,08	0,14	1				
Ad n Exec	-0,11	-0,02	0,017	-0,05	-0,019	0,102	-0,09	0,05	0,055	0,561	1		
TamDiret	-0,08	-0,12	-0,02	0,01	0,092	0,34	0,046	-0,01	0,032	0,222	0,66	1	
Dualidade CEO	0,06	0,17	-0,06	-0,03	-0,026	-0,13	-0,13	-0,03	0,013	-0,26	-0,61	-0,2	1

A matriz de correlação mostra os valores de correlação que medem se o grau de associação linear entre duas variáveis está estreitamente relacionado à análise de regressão, entre cada par de variáveis, (Gujarati & Porter 2011). Os valores de correlação podem ir entre -1 e +1. Se os valores forem iguais a -1 ou +1, então há problemas de correlação, (Gujarati & Porter 2011).

Através da análise da matriz das correlações entre as variáveis, verificamos que não há problema de correlação por não atingirem valores iguais a -1 ou +1.

3.3 Resultado do modelo de regressão

Para efeitos de ilustração apresentaremos o modelo Efeitos Fixos (EF), usando 509 observações unidades de secção-cruzada Variável dependente: Cash Holding.

Tabela n. 7 – Regressão com Efeitos Fixos

	sinal predito	coeficiente	valor p
const		0,461852	(0,0014) ***
Al	-	0,0100012	(0,6252)
Dim	-	-0,0107945	(0,0474) **
TG	-	-0,264235	(0,0003) ***
FC	+	0,941952	(1,92e-020) ***
Div	+/-	0,0770790	(0,0390) **
CC	+	-0,0393970	(0,2922)
OC	+	6,61864e-09	(0,0002) ***
VFC	+	0,819701	(9,89e-08) ***
Ad n Exec	-	-0,127319	(0,0807) *
Tm Diret	-	-0,106919	(0,0270) **
Dual CEO	+	-0,0569677	(0,1941)
LSDV R-quadrado	0,317304		
Dentro R-quadrado	0,316900		
LSDV F(12, 496)	19,21095		
valor P(F)	2,16e-34		

*Significância ao nível de 10%; **Significância ao nível de 5%; ***Significância ao nível de 1%

3.4 Discussão dos Resultados

Nesta secção apresentamos a discussão de resultados para o presente estudo. As estatísticas descritivas indicam que o cash holding relativamente aos dados da amostra das sociedades anónimas portuguesas não financeiras representou, em média, cerca de 15% do valor do ativo. O valor médio do tamanho do conselho é o equivalente 1,91 (corresponde a 6,75 membros). As sociedades anónimas portuguesas não financeiras são dominadas por um número reduzido de administradores não executivos, uma vez que a representação a fração de administradores não executivos   de 34,4%. Além disso, em média, em 63,7% dos casos, o

pca também ocupa o cargo de pce o que indica que as empresas portuguesas adaptam dualidade pca/pce.

Através da análise da matriz das correlações entre as variáveis, verificamos que não há problemas de correlação por não atingirem valores iguais a -1 ou +1.

Usamos a regressão linear múltipla, para estimar a associação entre o conselho de administração (dualidade de pca/pce, tamanho do conselho e a fração de administrador não executivo) e o cash holding. As regressões baseiam-se na análise em painel, modelo efeitos fixos, secção transversal.

De acordo com o indicador R-quadrado, o modelo explica em 31% a variância da variável Cash Holding, com um nível de Significância 1%.

Os resultados permitem confirmar a hipótese H1: O Cash Holding correlaciona-se negativamente com a Dimensão do Conselho de Administração, o que está em linha com os resultados de Al-Najjar e Clark (2017).

A dualidade de CEO, não apresentam resultados significativos ($p = 0,1941$), sendo assim, não conseguimos confirmar a hipótese H2: O Cash Holding correlaciona-se negativamente com a dualidade de PCA/PCE.

A hipótese H3 - O Cash Holding correlaciona-se negativamente com a fração de Administradores não Executivos no CA, é confirmada. A fração de administrador não executivo apresenta uma relação em sentido inverso dos resultados de Borges e Farinha (2017), que encontraram uma relação positiva.

Relativamente às outras variáveis (de controlo), obtiveram-se os seguintes resultados. As variáveis Alavancagem e Capital Circulante não são significativas. A Tangibilidade e a Dimensão relacionam-se negativamente, em linha com Alves (2018a). Oportunidades de Crescimento relacionam-se positivamente, em linha com Bigelli e Sanchez-Vidal (2010). Dividendo relaciona-se positivamente, diferentemente de Ferreira & Vilela (2004). Volatilidade do Fluxo de Caixa e Fluxo de Caixa relacionam-se positivamente, diferentemente de Alves (2018a).

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo analisar a associação entre o conselho de administração e o cash holding das sociedades anónimas portuguesas não financeiras. Para isso usou-se uma amostra de 75 empresas com dados em painel através do modelo efeito fixo para o período de 2014 – 2020. O modelo de regressão considerou um conjunto de determinantes de cash holding (variáveis contabilístico-financeira), e variáveis ligadas ao conselho de administração (dualidade do pca/pce, fração de administrador não executivo e tamanho do conselho), para aferir esta associação.

Os nossos resultados sugerem que a fração de administradores não executivos está negativamente relacionada com o cash holding, diferentes dos resultados de Borges e Farinha (2017). O tamanho do conselho está negativamente relacionado com o cash holding, em linha com os resultados de Al-Najjar e Clark (2017). A dualidade do pca/pce não apresenta evidências significativas. Assim, no presente estudo, mostra-se que há evidências de associação do cash holding e o conselho de administração (fração de administrador não executivo e tamanho do conselho) em sociedades anónimas portuguesas não financeiras cotadas e não cotadas que afetará as atividades financeiras da empresa.

Para pesquisas futuras sugerimos utilizar outras metodologias e variáveis para verificar as associações aqui discutidas; estudo comparativo entre e dentro de países que apresentem a dualidade do pca/pce, fração de administrador não executivo e tamanho do conselho semelhante e diferentes para identificação de possíveis divergências de resultados.

O presente estudo tem algumas limitações. Esta pesquisa apenas abordou sociedades anónimas não financeiras portuguesas, cotadas e não cotadas cujos relatórios de contas e de gestão estavam disponíveis ao acesso público, e por outro lado, os dados foram coletados exclusivamente em Portugal, limitando, portanto, a possibilidade de generalizar os resultados.

REFERÊNCIAS

- Acharya, V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515–554.
- Almeida, A. (2008). *in sociedades comerciais e valores mobiliarios*, (5 ed.). Coimbra: Coimbra.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. (Outubro de 2002). *Corporate demand for liquidity*, NBER Working Paper No. w9253. Obtido de SSRN Electronic Journal: ssrn.com/abstract=336369
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59, 1777-1804.
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39 parte A, 1-12.
- Alves, P. (2013). The Fama French Model or the Capital Asset Pricing Model: International Evidence. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(2), 79-89.
- Alves, P. (7 de Novembro de 2018a). *Cash holdings around the world: Financial crisis, culture and shareholder rights*, MPRA Paper No. 89861. Obtido de Munich Personal RePEc Archive: mpra.ub.uni-muenchen.de/89861/
- Alves, P. (2018b). Abnormal Retained Earnings Around the World. *Journal of Multinational Financial Management*, 46, C, 63-74.
- Alves, P., & Ferreira, M. (2011). Capital Structure and Law Around the World. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 119-150.
- Alves, P., & Morais, F. (4 de janeiro de 2018c). *Cash Holdings Are Increasing and Financial Crisis Strengths It*, MPRA Paper No. 83799. Obtido de Munich Personal RePEc Archive: mpra.ub.uni-muenchen.de/83799/
- Alves, P., Couto, E., & Morais, P. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*(35), 1–32.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies* (58), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error Components Models. *Journal of Econometrics* (69), 29-52.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data* (3 ed.). England: John Wiley & Sons Ltd.
- Barnhart, S., & Rosenstein, S. (1998). Board composition, managerial ownership and firm performance: An empirical analysis. *Financial Review*, 33(4), 1-16.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2006). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64, 1985–2021.
- Baumol, W. (1952). The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-556.
- Baysinger, B., & Butler, H. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-124.

- Baysinger, B., & Hoskisson, R. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *The Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- Beiner, S., Schmid, M., Drobetz, W., & Zimmermann, H. (2005). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249-283.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999a). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, 92(7), 1997-2087.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999b). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54(3), 921-963.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-274.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3), 257-273.
- Bhagat, S., Carey, D., & Elson, C. (1999). Director ownership, corporate performance, and management turnover. *Journal Article, The Business Lawyer*, 54(3), 885-919.
- Bigelli, M., & Sanchez-Vidal, J. (2010). Cash Holdings in Private Firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35 .
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006a). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006b). Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from korea. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 660-691.
- Borges, A., & Farinha, J. (2017). Corporate cash holding and financial crisis: An impirical investigation on portuguese listed companies. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 57, 8-24.
- Boubaker, S., Derouiche, I., & Nguyen, D. (2013). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms. *Journal of Management & Governance*, 19, 341-370.
- Boyd, B. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency mode. *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Byrd, J., & Hickman, K. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195–221.
- Chen, Y.-R. (2008). Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old firms. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 430-442.
- CMVM. (2013). <https://www.cmvm.pt>. Obtido de www.cmvm.pt
- CMVM. (2022). <https://www.cmvm.pt>. Obtido de www.cmvm.pt: <https://www.cmvm.pt>
- Cunha, P. (2007). *Direito das sociedades Comerciais*, (3ª Edição ed.). Coimbra: Almedina.
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnel, J. (2006). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.
- Dahya, J., Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. (2016). Governance mandates, outside directors, and acquirer performance. *Journal of Corporate Finance*, 59, 218–238.

- Daily, C., & Dalton, D. (1997). CEO and board chair roles held jointly or separately: Much ado about nothing? *Academy of Management Executive* (11), 11–20.
- Dalton, D., & Kesner, I. (1987). Composition and CEO duality in boards of directors: An international perspective. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 33-42.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., & Johnson, J. (1998). Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19, No. 3, 269-290.
- Damodaran, A. (14 de Novembro de 2005). *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*, Working Paper. Obtido de SSRN Revista Eletrônica: ssrn.com/abstract=841485
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83, issue3, 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and the value of cash holdings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, No. 1, 111-133.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. (2006). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Faccio, M., & Lasfer, M. (23 de setembro de 1999). *Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence*. Cass Business School Research Paper, Working Paper. Obtido de SSRN Electronic Journal: ssrn.com/abstract=179008
- Fama, E. (1976). *Foundations of Finance*. New York: Basic Books.
- Fama, E. (1978). The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *American Economic Review*, 68(3), 272-84.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983a). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 2(26), 327-349.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983b). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Fama, E., & Jensen, M. (1985). Organizational Forms and Investment Decisions. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 101-119.
- Fama, E., & Miller, M. (1971). *The Theory of Finance*. Hinsdale, Illinois, Estados Unidos da América do Norte: Dryden Press.
- Farinha, L., & Prego, P. (maio de 2014). Cash holdings determinants in the Portuguese economy. *BANCO DE PORTUGAL • Financial Stability Report • Working Paper*, 107-115. Lisboa.
- Faulkender, M. (2 de 4 de 2002). *Cash Holdings Among Small Businesses*, working Paper. Obtido de SSRN Electronic Journal: ssrn.com/abstract=305179
- Faulkender, M., & Wang, R. (2004). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.

- Faulkender, M., Hankins, K., & Petersen, M. (2018). Understanding the Rise in Corporate Cash: Precautionary Savings or Foreign Taxes. *The Review of Financial Studies*, 32, 3299–3334.
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Foley, F., Hartzell, C., Titman, S., & Twite, G. (2005). Why do Firms Hold so Much Cash? A Tax-Based Explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579–607.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 61, 187-243.
- Gujarati, D., & Porter, D. (1995). *Basic Econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Gujarati, D., & Porter, D. (2011). *Econometria Basica* (5ª edição ed.). São Paulo, São Paulo, Brasil: AMGH Editora Ltda.
- Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 54, 1969-1997.
- Harford, J., Mansi, S., & Maxwell, W. (2006). Corporate governance and firm cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 87 (3), 535-555.
- Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Journal Of The Econometric Society*, 46, 1251-1271.
- Hausman, J. (1983). Specification and estimation of simultaneous equation models', in Griliches, Z. and Intriligator, M., eds., *Handbook of Econometrics*, 1, 391-448.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Finacian Management*, 20 (4), 101-112.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring on the CEO. *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 1, 9.
- Instituto Português de Corporate Governance. (2018). Código de Governo das Sociedades de 2018 revisto em 2020. Lisboa, Lisboa, Portugal: Instituto Português de Corporate Governance. doi:cgov.pt/base-de-dados/codigos-de-governos-das-sociedades
- Instituto Português de Corporate Governance. (2020). Código de Governo das Sociedades de 2018 revisto em 2020. Lisboa, Lisboa, Portugal. Obtido de cgov.pt/base-de-dados/codigos-de-governos-das-sociedades
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 15.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Keynes, J. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. (I. D. Keynes, Ed.) London: Macmillan, St Martin's Press, for the Royal Economic Society.
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Kim, K., Al-Shammari, H., Kim, B., & Lee, S. (2009). CEO duality leadership and corporate diversification behavior. *Journal of Business Research, Elsevier*, 62(11), 1173-1180.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 435-831.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- Laing, D., & Weir, C. (1999). Governance structures size and corporate performance in UK firms. *Management Decision*, 37, 457-464.
- Laing, D., & Weir, C. (1999). Governance structures, size and corporate performance in UK firms. *Management Decision*, 37, 457-464.
- Lehn, K. P., & Zhao, M. (2009). Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747-780.
- Lins, K., & Kalcheva, I. (2007). International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problem. *The Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Lipton, L., & Lorsch, J. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Liu, Y., & Mauer, D. (2011). Corporate Cash Holdings and CEO Compensation Incentives. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 183-198.
- Martínez-Carrascal, C. (19 de novembro de 2010a). Cash holdings, firm size and access to external finance. Evidence for the euro area". (B. d. España, Ed.) *Working Paper 1034*(Documento de Trabajo n. 1034), p. 25. Obtido de [ssrn.com](http://ssrn.com/abstract=1711142): ssrn.com/abstract=1711142
- Martínez-Carrascal, C., & Gimeno, R. (2006). The relationship between house prices and loans for house purchase. The Spanish case. *Journal of Banking and Finance*, 34 (8), 1849-1855.
- Martínez-Carrascal, C., & von Landesberger, J. (3 de novembro de 2010b). Explaining the demand for money by non-financial corporations in the euro area: A macro and a micro view ". Banco de España. *ECB Working Paper, No. 1257*(Documento de Trabajo n. 1033), 34. Madrid, Espanha: European Central Bank and Spanish Banc.
- Miller, M., & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

- Moura, G. F., & da Cunha, P. (2015). Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. *Contaduría y Administración*, 60(2), 423-446.
- Mura, R. (2007). Firm performance: Do non-executive directors have minds of their own? Evidence from UK panel data. *Financial Management*, 36(3), 81-112.
- Myers, S. (1976). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Revista de Economia Financeira*, 13(2), 187-221.
- Nguyen, P. (27 de Março de 2006). *How sensitive are Japanese firms to earnings risk? Evidence from cash holdings*, Working Paper. Obtido de SSRN Journal Electronic: ssrn.com/abstract=889502
- OCDE. (26 e 27 de maio de 1999). Principles of Corporate Governance. *OCDE Principles of Corporate Governance*, 46. Paris, França: OCDE.
- OCDE. (6 de Setembro de 2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. 68. Paris, França: OECD Publishing. doi:10.1787/9789264259195-pt.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, & R. (1999). The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103-2134.
- Peixinho, R., Fernandes, F., & Coelho, L. (2017). The determinants of cash holdings: Evidence from Portuguese Publicly Traded Firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 29, 102-118.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Português, G. (2 de setembro de 1986). Código das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei n.º 262/86,. *Código das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei n.º 262/86*. Lisboa, Lisboa, Portugal. doi: <https://dre.pt/dre-legislacao-consolidada/decreto-lei1986-34443975-45996575>
- Português, G. (5 de março de 2006). Código das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei n.º 76-A/2006. *Código das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei n.º 76-A/2006*. Lisboa, Lisboa, Portugal. doi: <https://dre.pt/dre-legislacao-consolidada/decreto-lei1986-34443975-45996575>
- Português, G. (31 de Outubro de 2007). Código das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei nº 357-A/2007. *Código das Sociedades Comerciais - Decreto-Lei nº 357-A/2007*. Lisboa, Lisboa, Portugal. doi: <https://dre.pt/dre-legislacao-consolidada/decreto-lei1986-34443975-45996575>
- Rajan, R., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559-586.
- Rechner, P., & Dalton, D. (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. rhetoric. *Academy of Management Executive*, 3, 141-143.
- Rechner, P., & Dalton, D. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, Wiley Blackwell, 12(2), 155-160.
- Rodrigues, J. (2009). *Corporate governance: retomar a confiança perdida* (1 ed.). Lisboa: Escolar.

- Sheik, N., & Kahn, M. (2015). The Impact of board attributes and insiders' ownership on corporate cash holding: Evidence from Pakistan. *Journal of commerce and social science*, 9(1), 52-68.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO Involvement in the Selection of New Board Members. *The Journal of Finance*, 54 (5), 1829-1853.
- Silva, A., Guimarães, T., Oliveira, H., & Leite, A. (2021). Diversidade do conselho de administração das empresas cotadas no psi-20. *e³ – Revista de Economia, Empresas e Empreendedores na CPL*, 7(1), 51-96.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (fevereiro de 2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. Lisboa, Lisboa, Lisboa: Instituto Portugues de Corporate Governance. doi:https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/livro_branco_cgov_pt.pdf
- Triki, S. (2018). Gender diverse board and earnings management: evidence from French listed companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9 (3), 289-312.
- Walsh, J., & Seward, J. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15(3), 421–458.
- Waweru, N., & Prot, N. (2018). Corporate governance compliance and accrual earnings management in Eastern Africa: evidence from Kenya and Tanzania. *Managerial Auditing Journal*, 33 (2), 171-191.
- Wooldridge, J. (2001). *Econometric analysis of cross section and panel*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Wooldridge, J. (2006). *Introductory Econometrics* (3 ed.). Michigan: South-Western College Publishing.
- Wooldridge, J. (2013). *Introductory Econometrics a Modern Aproch* (5 ed.). Michigan: South-Western College Publishing.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

