

Marquinha Teixeira de Carvalho Zinga

CONFLITOS DE AGÊNCIA, MECANISMOS DE CONTROLO E PERFORMANCE DAS SOCIEDADES POR QUOTAS ANÓNIMAS DE PEQUENA E MÉDIA DIMENSÃO: UM ESTUDO EMPÍRICO NO CONTEXTO PORTUGUÊS

Tese de doutoramento em Gestão de empresas, especialização em Finanças, orientada pelos Professores Doutores Mário Augusto e Maria Elisabete Ramos e apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

Abril de 2015



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



FEUC FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

MARQUINHA TEIXEIRA DE CARVALHO ZINGA

**CONFLITOS DE AGÊNCIA, MECANISMOS DE CONTROLO E *Performance* DAS
SOCIEDADES POR QUOTAS E ANÓNIMAS DE PEQUENA E MÉDIA DIMENSÃO:
UM ESTUDO EMPÍRICO NO CONTEXTO PORTUGUÊS**

Tese de Doutoramento em Gestão de Empresas, na especialidade de Finanças,
apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do
grau de Doutor

Orientadores: Prof. Doutor Mário Augusto e Prof. Doutora Maria Elisabete Ramos

Coimbra, 2015

DEDICATÓRIA

À memória do meu pai Rui.

À minha mãe Rosita.

Ao meu esposo Afonso.

Aos meus filhos Elisandra, Alípio e Lyangi.

AGRADECIMENTOS

A conclusão de um programa doutoral é uma tarefa árdua e delicada que, para além da dedicação do candidato, depende da orientação e apoios de pessoas e instituições, aos quais quero expressar os meus sinceros agradecimentos.

Agradeço aos meus orientadores Professor Doutor Mário António Gomes Augusto e Professora Doutora Maria Elisabete Gomes Ramos pela orientação e apoio. As discussões, as sugestões, o acolhimento, a disponibilidade, o rigor científico e o trabalho paciente na leitura da tese foram determinantes para a conclusão desta investigação.

Agradeço ao Professor Doutor João Lisboa por ter acreditado, desde o início, na viabilidade deste projeto de investigação e por ter apoiado incondicionalmente o acesso e a recolha de dados sobre as PME's. Agradeço igualmente a colaboração do Professor Doutor António Martins, Coordenador do Programa de Doutoramento, por ter disponibilizado o seu tempo para atender as minhas inquietações. A sapiência, o pragmatismo e a franqueza que o caracterizam contribuíram significativamente para a conclusão deste trabalho. Os meus agradecimentos são extensivos ao Professor Doutor Filipe Coelho pelas sugestões muito oportunas e proveitosas no âmbito da análise dos resultados.

Endereço igualmente os meus agradecimentos ao Dr. Elias Chinguli de Oliveira pelo patrocínio na compra da base de dados. Ao Dr. Pedro Agostinho de Neri, Professor e amigo, agradeço o apoio incondicional nos momentos mais difíceis e exigentes da minha vida. Ao Dr. Francisco Costa agradeço o tempo que dispensou na leitura deste trabalho, a amizade e o carinho que dedicou à minha família. Aos meus amigos e colegas Dra. Sandra Gopaul, Doutora Eurídice Furtado Monteiro, Dra. Paulina Laura

Manuel, Dra. Dinalva Tavares, Dra. Laodicéia Weersma, Dr. João Gaspar, Dr. João Xavier Jorge, Doutor Juscelino Almeida Dias, Dr. José Yeze Zau, Dra. Isabel Coimbra e Dra. Antónia Miguelito agradeço pela ajuda, incentivo e camaradagem.

Agradeço à Dra. Céu Colaço por ter partilhado comigo momentos de angústias, inquietações, incertezas, desespero e de alegria, que são típicos de um programa de doutoramento. As longas horas de trabalho, as sugestões e o apoio moral contribuíram para este trabalho.

À minha amada mãe Rosita agradeço o seu apoio, orações, ensinamentos, dedicação e encorajamento que foram determinantes para o sucesso desta grande viagem.

Aos meus filhos Elisandra, Alípio e Lyiangi quero, aqui, exprimir a minha gratidão por me acompanharem neste desafio, por terem compreendido as razões que levaram muitas vezes a encurtar as nossas férias e, acima de tudo, agradeço pelos momentos felizes que me proporcionaram. Agradeço também aos meus irmãos Ramiro, João Romeu, Carla, Dinis Puna, Emanuel e Alípio o encorajamento e, sobretudo, o facto de terem cuidado muito bem da nossa mãe durante a minha ausência. Esses agradecimentos são extensivos à tia Marlene pelo carinho, palavras de conforto e alegria que me transmitiu, essencialmente, ao longo desta jornada.

Um especial agradecimento ao Afonso Zinga, meu esposo, companheiro e cúmplice por me ajudar a vencer mais um dos nossos desafios. A sua objectividade, bom senso, críticas contundentes e indicação de bibliografia contribuíram significativamente para a sistematização e conclusão deste trabalho.

Uma palavra de agradecimento à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra por me ter concedido a oportunidade de levar a cabo este projeto.

Expresso a minha gratidão, que é devida, à Fundação para a Ciência e a Tecnologia (FCT) pelo apoio e financiamento concedidos, no âmbito do Programa Ciência Global através da bolsa de estudo número SFRH / BD / 51461 / 2011, que foram cruciais para a conclusão desta investigação.

ÍNDICE

Resumo	xv
Abstract	xvii
Índice de Figuras	xix
Índice de Tabelas	xxi
INTRODUÇÃO	1
1 PROBLEMAS DE AGÊNCIA	9
1.1 Introdução	9
1.2 Teoria da agência	10
1.3 Teoria da <i>stewardship</i>	13
1.4 Problemas e custos de agência	15

1.4.1	Problemas de agência do capital	16
1.4.1.1	Conflitos de agência entre proprietários e gestores	17
1.4.1.2	Conflitos de agência entre os diferentes proprietários . .	20
1.4.1.3	Problemas de agência dos investidores institucionais . .	25
1.4.1.4	Problemas de agência nas empresas familiares	31
1.4.2	Problemas de agência da dívida	36
1.4.2.1	Substituição dos ativos	38
1.4.2.2	Diluição dos ativos e das dívidas	38
1.4.2.3	Subinvestimento	39
1.4.2.4	Custos de insolvência	40
2	ESTRATÉGIAS PARA LIDAR COM OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA	43
2.1	Introdução	43
2.2	Mecanismos de controlo externo	46
2.2.1	Leis e regulamentos	46
2.2.1.1	Mecanismos legais vigentes no contexto português, para proteger os interesses dos agentes económicos	52
2.2.2	Controlo pelo mercado	56
2.3	Mecanismos de controlo interno	59
2.3.1	Estrutura da propriedade	60
2.3.1.1	Concentração da propriedade	61
2.3.1.2	Sobreposição entre a propriedade e a gestão	64
2.3.2	<i>Board</i>	67

2.3.2.1	Dimensão e independência do <i>board</i>	71
2.3.2.2	Separação das funções do presidente do conselho de administração e do presidente da comissão executiva . .	75
2.3.3	Endividamento	76
2.3.4	Remuneração dos executivos	81
2.3.4.1	Perspetiva do contrato ótimo	84
2.3.4.2	Perspetiva do poder dos gestores	85
2.4	Lacunas observadas na literatura	89
2.5	Importância deste estudo face às lacunas observadas	90
2.6	Definição de PME	92
3	QUADRO CONCEPTUAL E HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO	97
3.1	Introdução	97
3.2	Modelos e hipóteses de investigação	97
3.2.1	Relações entre envolvimento familiar, custos de agência e <i>performance</i>	98
3.2.1.1	Relação entre envolvimento familiar e custos de agência do capital	98
3.2.1.2	Relação entre o envolvimento familiar e custos de agência da dívida	104
3.2.1.3	Relação entre o envolvimento familiar e a <i>performance</i> das empresas	107
3.2.2	A relação entre os mecanismos de controlo interno, custos de agência e <i>performance</i>	113
3.2.2.1	Relação entre os mecanismos de controlo interno e custos de agência do capital	113

3.2.2.2	Relação entre os mecanismos de controlo interno e custos de agência da dívida	122
3.2.2.3	Relação entre os mecanismos de controlo interno e a <i>performance</i>	132
4	METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	143
4.1	Introdução	143
4.2	Amostra	144
4.3	Método de recolha de dados	144
4.4	Variáveis e a sua operacionalização	146
4.4.1	Variáveis independentes	146
4.4.1.1	Estrutura de propriedade	146
4.4.1.2	<i>Board</i>	148
4.4.1.3	Envolvimento familiar	152
4.4.1.4	Endividamento	154
4.4.1.5	Remuneração	155
4.4.2	Variáveis dependentes	156
4.4.2.1	Custos de agência do capital	156
4.4.2.2	Custos de agência da dívida	157
4.4.2.3	<i>Performance</i>	163
4.4.3	Variáveis de controlo	165
4.5	Métodos de análise de dados	166

5 ESTUDO EMPÍRICO	169
5.1 Introdução	169
5.2 Caracterização da amostra	169
5.2.1 Estrutura de propriedade das PMEs	175
5.2.2 Estrutura de gestão das PMEs	179
5.2.3 Outras variáveis	180
5.3 Estudo comparativo entre os tipos de sociedades	183
5.3.1 Sociedades anónimas e sociedades por quotas	183
5.3.2 Sociedades por quotas pluripessoais e sociedades por quotas unipessoais	187
5.3.3 Sociedades com e sem estatuto de PME líder ou excelência . . .	191
5.4 Envolvimento familiar, os custos de agência e a <i>performance</i> das empresas	194
5.4.1 Envolvimento familiar e os custos de agência do capital	194
5.4.2 Envolvimento familiar e os custos de agência da dívida	200
5.4.3 Envolvimento familiar e <i>performance</i> das empresas	203
5.5 Mecanismos de controlo interno, os custos de agência e a <i>performance</i> .	206
5.5.1 Mecanismos de controlo e custos de agência do capital	207
5.5.1.1 Estrutura de propriedade e custos de agência do capital	207
5.5.1.2 <i>Board</i> e custos de agência do capital	209
5.5.1.3 Endividamento e custos de agência do capital	210
5.5.1.4 Remuneração dos gestores e custos de agência do capital	210
5.5.1.5 Outras variáveis e custos de agência do capital	211
5.5.2 Mecanismos de controlo e custos de agência da dívida	214

5.5.2.1	Estrutura de propriedade e os custos de agência da dívida	216
5.5.2.2	Dimensão do <i>Board</i> e custos de agência da dívida . . .	218
5.5.2.3	Endividamento e os custos de agência da dívida	219
5.5.2.4	Remuneração dos gestores e custos de agência da dívida	220
5.5.3	Mecanismos de controlo interno e <i>performance</i> das empresas . .	221
5.5.3.1	Estrutura de propriedade e a <i>performance</i>	221
5.5.3.2	<i>Board</i> e a <i>performance</i>	223
5.5.3.3	Endividamento e a <i>performance</i>	224
5.5.3.4	Remuneração dos gestores e a <i>performance</i>	225
CONCLUSÃO		229
Bibliografia		239
APÊNDICES		279
A ANÁLISES COMPLEMENTARES		281
B RESULTADOS REFERENTES AO PERÍODO DE 2005-2009		283
B.1	Estudo comparativo	283
B.1.1	Sociedades anónimas e sociedades por quotas	283
B.1.2	Sociedades por quotas pluripessoais e sociedades por quotas unipessoais	284
B.1.2.1	SPQUs detidas por pessoas coletivas e singulares . . .	286
B.1.3	Sociedades com e sem estatuto de PME líder ou excelência . . .	287

ÍNDICE	xiii
B.2 Envolvimento Familiar nos custos de agência e performance	289
B.3 Mecanismos de controlo interno, custos de agência e performance	292
C MATRIZES DAS CORRELAÇÕES	295

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar (i) os problemas de agência nas sociedades por quotas e anónimas de pequena e média dimensão não-cotadas; (ii) os efeitos do envolvimento familiar nos custos de agência e *performance* e, por fim, (iii) os efeitos dos mecanismos de controlo interno nos custos de agência e *performance* das PMEs. Utilizando uma amostra de 2978 PMEs, entre 2005-2011, os resultados obtidos revelam que, em virtude dos efeitos de alinhamento e entrincheiramento, a relação entre a rotação dos ativos e o envolvimento da família na propriedade é não-linear, predominantemente positiva (com valor máximo 41%), mas a propriedade familiar não tem efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores. Já a relação entre a rotação dos ativos e o envolvimento da família na gestão é predominantemente negativa (com valor mínimo 39%), mas a gestão familiar também não tem efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores. A interação entre a propriedade e a gestão familiar aumenta a rotação dos ativos, mas sem efeitos significativos sobre os custos discricionários. No entanto, está positivamente associada ao racionamento do crédito. A maturidade da dívida e os gastos com o financiamento dependem da liquidez financeira, das garantias patrimoniais, das oportunidades de crescimento, do nível de endividamento, da dimensão e idade da empresa. O envolvimento da família no negócio é irrelevante, quer para o acesso ao crédito em condições favoráveis, quer para a *performance* das PMEs. As relações entre os mecanismos de controlo interno e os custos de agência, além de variarem ao longo do tempo, não são monolíticos. Por fim, os resultados revelam que os efeitos dos mecanismos de controlo sobre a *performance*, além de serem cíclicos, variam de acordo com os indicadores da performance em análise.

Palavras chave: Custos de agência do capital e da dívida, envolvimento familiar, PMEs, mecanismos de controlo e *performance*.

ABSTRACT

This study aims to evaluate the agency problems within the Small and Medium Enterprises (SMEs), by examining the relationships between the agency costs of equity and debt, family involvement in ownership and management, internal mechanisms of control, and firm performance. Based on sample of 2,978 Portuguese non-listed SMEs, among 2005–2011, the results suggest that, due the incentives and entrenchment effects, family involvement in ownership increases predominantly the asset utilization efficiency, but does not serve as a significant deterrent to excessive discretionary expenses. Family involvement in management decreases predominantly the asset utilization efficiency, but also does not serve as a significant deterrent to excessive discretionary expenses. The interaction between family ownership and management increases the asset utilization without any significative effects over discretionary expenses, but increases the debt rationing. The debt maturity and costs of debt-financing depend essentially on the collateral, growth opportunities, liquidity, level of indebtedness and firm age. In addition, the results suggest insignificant effects of family involvement in business on firm performance. The effects of the internal control mechanisms on agency costs indicators are not monolithic and, while varying over the time. The effects of the internal control mechanisms on firm performance, besides being cyclic, depend on each performance indicator.

Key words: Agency costs of equity and debt, family involvement, SMEs, internal control mechanisms and performance.

ÍNDICE DE FIGURAS

1.1	Conflitos de interesses entre principais-agentes <i>versus</i> principais-principais	17
2.1	Escopo da governação de empresas	72
2.2	Determinantes da política remuneratória dos gestores	83

ÍNDICE DE TABELAS

1.1	O efeito do envolvimento da família na <i>performance</i> das empresas	35
1.1	– (Continuação da página anterior)	36
2.1	Proteção de credores e investidores em 2012	50
2.2	Algumas definições de inovação	94
2.2	– (Continuação da página anterior)	95
4.1	Estrutura de propriedade	147
4.1	– (Continuação da página anterior)	148
4.2	Estrutura governativa das sociedades por quotas	149
4.3	Estrutura governativa das sociedades anónimas	150
4.4	Operacionalização das variáveis em estudo	165
4.4	– (Continuação da página anterior)	166
5.1	Distribuição por distrito	170

5.2	Forma jurídica das sociedades	171
5.3	Distribuição por sectores de atividades	171
5.4	Número de colaboradores	171
5.5	Idade das empresas	172
5.6	Capital social	172
5.7	Volume de vendas médio anual (2005-2011)	172
5.8	Autonomia financeira	173
5.9	Maturidade da dívida	173
5.10	Remuneração	174
5.11	Distribuição da Remuneração média anual dos gestores	174
5.12	Número de sócios	177
5.13	Tipo de investidores <i>versus</i> forma jurídica	178
5.14	Concentração da Propriedade	178
5.15	Participação detida pela família <i>versus</i> forma jurídica	178
5.16	Diversificação da estrutura acionista	179
5.17	Administração e fiscalização das sociedades anónimas	179
5.18	Separação das funções do presidente do conselho de administração e do presidente da comissão executiva (CEO)	179
5.19	Administração e fiscalização das sociedades por quotas	180
5.20	Dimensão do conselho de administração ou gerência	181
5.21	Número de sócios gestores	182
5.22	Envolvimento da família na gestão	182
5.23	Comparação entre SA e SPQ (2010-2011)	186

5.23 – (Continuação da página anterior)	187
5.24 Comparação entre SPQ e SPQU (2010–2011)	189
5.24 – (Continuação da página anterior)	190
5.25 Comparação entre SPQUs detidas por pessoas coletivas e singulares (2010–2011)	190
5.25 – (Continuação da página anterior)	191
5.26 Comparação entre empresas com e sem estatuto de PME líder ou exce- lência (2010–2011)	192
5.26 – (Continuação da página anterior)	193
5.27 Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2010–2011)	198
5.28 Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2010–2011) – Ang <i>et al.</i> (2000)	199
5.29 Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2010–2011) – McKnight e Weir (2009)	200
5.30 Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar nos custos de agência da dívida (2010–2011)	203
5.31 Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar na <i>perfor-</i> <i>mance</i> (2010–2011)	205
5.32 Resumo das hipóteses corroboradas – envolvimento familiar	206
5.33 Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2010–2011)	212
5.34 Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2010–2011) – Ang <i>et al.</i> (2000)	213
5.35 Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2010–2011) – (McKnight e Weir, 2009)	214

5.36	Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência da dívida (2010-2011)	221
5.37	Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo na performance das Empresas (2010-2011)	226
5.38	Resumo das hipóteses corroboradas - mecanismo de controlo interno	227
A.1	Sócios com assento no <i>board</i> sem funções executivas formais	281
A.2	Representantes e administradores-legados	281
A.3	Representantes vs forma jurídica	282
A.4	Líder da empresa	282
A.5	Órgão fiscalizador	282
B.1	Comparação entre SA e SPQ (2005-2009)	283
B.1	- (Continuação da página anterior)	284
B.2	Comparação entre SPQ e SPQU (2005-2009)	285
B.2	- (Continuação da página anterior)	286
B.3	Comparação entre SPQUs detidas por pessoa coletiva e singular (2005-2009)	286
B.3	- (Continuação da página anterior)	287
B.4	Comparação entre empresas com e sem estatuto de PME líder ou excelência(2005-2009)	287
B.4	- (Continuação da página anterior)	288
B.5	Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2005-2009)	289
B.6	Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar nos custos de agência da dívida (2005-2009)	290

B.7	Análise <i>cross-section</i> : Influência do envolvimento familiar na performance (2005-2009)	291
B.8	Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2005-2009)	292
B.9	Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência da dívida (2005-2009)	293
B.10	Análise <i>cross-section</i> : Efeitos dos mecanismos de controlo na performance das empresas (2005-2009)	294
C.1	Matriz das correlações de Person (2005-2009)	296
C.2	Matriz das correlações de Person (2005-2009)- Continuação	297
C.3	Matriz das correlações de Person (2010-2011)	298
C.4	Matriz das correlações de Person (2010-2011) - Continuação	299

ABREVIATURAS E SIGLAS

CA - Capitais alheios

CACP - Capitais alheios de curto Prazo

CAMLP - Capitais alheios de médio e longo prazo

CC - Código civil

CE - Comissão Europeia

CEO - Chief executive officer

CMVM - Comissão do mercado de valores mobiliários

CP - Capitais próprios

CSC - Código das sociedades comerciais

CVM - Código dos valores mobiliários

EF - Empresa familiar

I & D - Investigação e desenvolvimento

INE - Instituto Nacional de Estatística

OLS - Ordinary least squares

PC - Passivo corrente

PC - Passivo corrente

PMEs - Pequenas e médias empresas

PNC - Passivo não corrente

RL - Resultados líquidos

ROC - Revisor oficial de contas

AS - Sociedade anónima

SGPS - Sociedades gestoras de participações sociais

SPQP - Sociedade por quotas pluripessoal

SPQU - Sociedade por quotas unipessoal

SPSS - Statistical Package for the Social Sciences

UE - União Europeia

INTRODUÇÃO

A problemática de agência é um fenômeno social que afeta todas as organizações e tem granjeado interesse da academia e de outras entidades, particularmente daquelas que se dedicam a promover as práticas de boa governação. Apesar de terem sido notabilizados no contexto anglo-saxónico, nos Estados Unidos da América¹, os problemas de agência têm sido apontados como um dos principais determinantes da decadência ou estagnação das empresas (Berle e Means, 1932; Jensen e Meckling, 1976; Schulze *et al.*, 2001). Como se observará mais adiante, esses problemas emergem das diferenças dos gostos e preferências (i.e. funções de utilidade) de cada indivíduo e manifestam-se através do incumprimento total ou parcial dos contratos (in)formais que os *stakeholders*² estabelecem com a empresa e/ou entre si. Por isso, não é de admirar que existam diversos tipos de problemas de agência.

Genericamente, distinguem-se três tipos de relações de agência (Armour *et al.*, 2009b). O primeiro tipo refere-se aos conflitos de interesses entre, por um lado, o principal (proprietário) e o agente (gestor) e, por outro lado, entre principal e principal³. O

¹Embora o problema de agência tenha sido inicialmente discutido por Berle e Means (1932) e Coase (1960), convém sublinhar que o seu quadro doutrinal foi fixado por Jensen e Meckling (1976). Estes autores procuraram identificar os fatores que favorecem a sua emergência, bem como avançaram estratégias para atenuar os seus efeitos negativos na *performance* das empresas.

²Nesta investigação entende-se por *stakeholders* as partes interessadas na empresa - que afetam a empresa e que por ela são afetadas.

³Por exemplo, os conflitos que surgem entre os sócios maioritários e minoritários. E, considerando a

segundo resulta dos conflitos de interesses entre o agente/principal e os credores. O último resulta dos conflitos entre a empresa - incluindo, sobretudo, o agente/principal - e demais *stakeholders* com os quais a empresa contrata, designadamente os colaboradores, os clientes e, de modo geral, a comunidade onde se encontra inserida. Obviamente que esses conflitos de interesses geram custos para as empresas (os chamados custos de agência), que, se não forem devidamente restringidos, podem comprometer a sua sustentabilidade.

Os dois primeiros tipos de relações de agência acima descritos receberam maior suporte doutrinal (Jensen e Meckling, 1976; Zingales, 1994, 1995; Shleifer e Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1997, 1998; Armour *et al.*, 2009b) de algumas escolas (e.g. europeia, americana e japonesa) e, de modo divergente, várias estratégias (i.e. mecanismos de controlo) têm sido sugeridas com vista a resolver ou minimizar os efeitos nefastos dessas relações. Aliás, não se afigura que exista um único conjunto ótimo de mecanismos de controlo (ou sistemas de governação) que sirva a todas as empresas. Isto porque a eficácia de cada modelo de governação depende de vários fatores, entre eles a tipicidade e a gravidade dos conflitos de interesses, o sistema legal e jurídico de cada país (La Porta *et al.*, 1998; Cuervo, 2002; Djankov *et al.*, 2008), os fatores políticos e culturais, os níveis de desenvolvimento dos mercados de capitais e de trabalho, a natureza e características de cada empresa (Chrisman *et al.*, 2004, 2012). Neste âmbito, distinguem-se três sistemas de governação de empresas: o sistema de governação da Europa continental, o sistema de governação anglo-saxónico e o sistema de governação asiático.

O sistema de governação da Europa continental, cujo protótipo é a Alemanha, privilegia a concentração de poderes (*controller-oriented system ou large-shareholders oriented*) enquanto mecanismo de controlo dos custos de agência (La Porta *et al.*, 2000b,a; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002; Goergen e Renneboog, 2003). Por isso é geralmente caracterizado por: (1) elevada concentração de propriedade, onde os maiores acionistas são geralmente as famílias, os bancos ou as empresas do grupo; (2) controlo/gestão assumido e exercido pelos acionistas majoritários; (3) conselho de

estrutura acionista, importa aqui distinguir os acionistas com perspetivas de curto prazo, dos acionistas com orientação de longo prazo (i.e. *short term shareholder* e *long term shareholders*, na terminologia anglo-saxónica). Os primeiros podem ser definidos como o conjunto de investidores institucionais (e.g. seguradoras, fundos de pensões), com obrigação de maximizar a rendibilidade dos seus investimentos em favor dos beneficiários finais dos fundos que administram. Já os segundos são os acionistas (institucionais ou não) que fixam os seus objetivos e metas numa perspetiva de longo prazo.

administração constituído por administradores internos e/ou administradores externos ligados ao acionista maioritário; (4) existência de contratos implícitos e relações íntimas entre os vários gestores do topo; (5) mercados de capitais poucos desenvolvidos, ilíquidos e passivos; (6) relação entre a remuneração dos gestores e *performance* das empresas relativamente inelástica; (7) monitorização das empresas tendencialmente assegurada pelas agências públicas de supervisão e regulação, principais acionistas, instituições financeiras (nomeadamente os bancos), onde as relações entre credores e devedores são pautadas por uma lógica de longo prazo¹ e, por fim, (8) baixa proteção dos investidores, resultante da fraca capacidade dos sistemas jurídicos comprovarem e punirem, atempadamente, os abusos de poder e dolo patrimonial inerente aos conflitos de agência (La Porta *et al.*, 1998, 2000b; Cuervo, 2002; Djankov *et al.*, 2008; Doing Business, 2012).

Do lado oposto encontra-se o sistema de governação anglo-saxónico (*market-oriented system*), de que são paradigmas os EUA e o Reino Unido. Este sistema de governação procura proteger os interesses dos acionistas, investidores externos e credores, através da concorrência dos mercados de capitais e laboral. Desta forma, é caracterizado por: (1) estrutura de propriedade relativamente dispersa, apesar de existirem *blockholders* na maior parte das organizações, (2) estrutura acionista predominantemente constituída por investidores institucionais, cujo objetivo principal consiste em rentabilizar as poupanças dos associados ou os *free cash-flows* gerados internamente, (3) controlo interno exercido pelo conselho de administração, com os administradores externos a assumirem um papel importante, (4) mercados de capitais bastantes desenvolvidos, líquidos e dinâmicos e, por fim, (5) proteção dos direitos dos investidores e redução dos conflitos de agência, geralmente garantida através da divulgação pública de informação, auditoria externa, regulação dos mercados de capitais e aquisições hostis (Cuervo, 2002; Faccio e Lang, 2002; Goergen e Renneboog, 2003).

Numa posição intermédia encontra-se o sistema de governação asiático, cujo protótipo é o Japão, que procura conjugar os dois sistemas de governação descritos anteriormente. Assim, esse sistema de governação privilegia, essencialmente, as redes de relações (*relation-oriented system*) na determinação da estrutura de propriedade, conselho de administração e outros mecanismos de controlo (Kato, 1997; Claessens

¹Neste sistema, os bancos desempenham um papel importante na governação das grandes sociedades porque são normalmente acionistas das empresas financiadas e, por conseguinte, controlam e fiscalizam-nas quer como acionistas, quer como credores.

et al., 2000, 2002; Kato e Kubo, 2006; Kang *et al.*, 2007). Nota-se, por exemplo, que as empresas asiáticas se organizam em forma de constelações ou conglomerados de modo a beneficiarem conjuntamente dos recursos e sinergias existentes. Como resultado, alguns estudos revelam que a sensibilidade entre determinados mecanismos de controlo (e.g. políticas de endividamento e remuneratória) e a *performance* das empresas depende do tipo de acionista maioritário e/ou grupos económicos que se encontram filiados (Kato, 1997; Firth *et al.*, 2006; Kato *et al.*, 2007; Unite *et al.*, 2008).

Convém salientar que nenhum dos três sistemas referidos é perfeito. Por exemplo, a propriedade dispersa e a separação entre a propriedade e a gestão predominante no modelo anglo-saxónico é, em si, um indutor de conflitos de interesses, uma vez que se transfere, como se observará nos próximos capítulos, uma parte significativa do poder para o agente que agirá tendencialmente de acordo com os seus interesses. Por outro lado, a concentração da propriedade e a gestão assinalada nas empresas da Europa continental (La Porta *et al.*, 1997, 1999, 2000b; Faccio e Lang, 2002), embora reduza em parte os conflitos de agência entre o principal e o agente, agrava, em contrapartida, os problemas entre principais (maioritário *versus* minoritário) (Peng, 2004; Young *et al.*, 2008), na medida em que o acionista controlador (*controlling owner*) assume o papel de agente perante os demais (*noncontrolling owners*). Em geral, esta situação dá lugar à expropriação ou à negligência (o chamado *free-riding problem*), problemas que se agravam com o aumento das discrepâncias entre o direito de voto e os direitos sobre os *cash-flows* (Zingales, 1994, 1995; Claessens *et al.*, 2000). A concentração da propriedade e as participações cruzadas muito comuns nessas organizações constituem fortes impedimentos das mudanças estruturais que aumentem a proteção dos acionistas minoritários, bem como da transparência das operações e a responsabilização dos gestores ou acionistas controladores pelo incumprimento dos deveres fiduciários. Tal realidade significa que os problemas de agência não se esgotam, nem se resolvem exclusivamente pela definição da estrutura acionista e de gestão típica de cada paradigma axiomático do governo das sociedades (continental, anglo-saxónico ou asiático).

A resolução desses problemas implica, não só, a adoção de políticas de incentivos e de alinhamento de interesses (ex. remuneração, endividamento e distribuição dos lucros), mas também de políticas da concorrência dos mercados de capitais, de trabalho e de bens/serviços. Todavia, não devem ignorar os instrumentos jurídicos, particularmente os deveres fiduciários dos agentes, de modo a acautelar os direitos dos acionistas da expropriação, tal como os dos credores, que, por razões transacionais, estão também

sujeitos aos problemas de agência, neste caso, da dívida (Jensen e Meckling, 1976; Brau, 2002; Wu *et al.*, 2007).

Revisitada a literatura em torno dessa temática, cumpre assinalar que os problemas de agência têm sido analisados, em boa parte, no âmbito das grandes empresas (Singh e Davidson, 2003; Florackis e Ozkan, 2009; Setia-Atmaja, 2009; McKnight e Weir, 2009) ou empresas familiares cotadas (Anderson e Reeb, 2004; Chu, 2009; Breton-Miller, 2009; Miller *et al.*, 2010). Tal significa que grande parte dos estudos empíricos existentes circunscrevem-se às sociedades de capitais (abertos), onde a gestão está separada da propriedade, e, geralmente, são caracterizadas por empresas de capitais dispersos, equipa de gestão profissionalizada, orientadas para a maximização da riqueza acionista e com elevado escrutínio interno e externo.

No entanto, apesar dos problemas de agência serem transversais a todas organizações, poucos estudos empíricos examinam estes problemas no contexto das pequenas e média empresas (PMEs). Dos poucos estudos existentes realçam-se, por exemplo, Ang *et al.* (2000), McMahon (2004), Fleming *et al.* (2005), Voordeckers e Steijvers (2006), Chu (2009) e Mazzola *et al.* (2012).

Pelo exposto, em termos gerais, é de assinalar que este estudo pretende analisar, por um lado, os problemas de agência no âmbito das sociedades por quotas e anónimas de pequena e média dimensão não cotadas e, por outro lado, verificar em que medida os mecanismos de controlo interno, desenvolvidos para atenuar esses problemas no contexto das grandes empresas, atenuam os custos de agência e melhoram a *performance* das PMEs. Importa realçar que na presente investigação considera-se PMEs as empresas que tenham de 10 à 249 colaboradores, não descurando a discussão em torno desta temática que será objeto de análise no capítulo metodológico.

Face ao acima exposto, levantam-se as seguintes questões de investigação:

- 1) Existem ou não problemas de agência do capital e da dívida nas PMEs?
- 2) Qual é o efeito do envolvimento da família no negócio sobre os custos de agência do capital e da dívida das PMEs?
- 3) Qual é o efeito do envolvimento familiar no negócio sobre a *performance* das PMEs?

- 4) Qual é o impacto dos mecanismos de controlo sobre os custos de agência do capital e da dívida das PME's?
- 5) Qual é o impacto dos mecanismos de controlo sobre a *performance* das empresas?

Mais especificamente, este estudo pretende:

- ⌘ Verificar se existem diferenças significativas em termos de estrutura de propriedade, estrutura administrativa, custos de agência e *performance* entre os tipos de sociedades em análise.
- ⌘ Analisar os efeitos do envolvimento familiar no negócio sobre os indicadores dos custos de agência e *performance* das PME's.
- ⌘ Verificar em que medida os mecanismos de controlo interno, desenvolvidos no contexto das grandes empresas cotadas (tais como, estrutura de propriedade, dimensão e composição do órgão de gestão, endividamento da empresa) afetam os indicadores relacionados com os custos de agência do capital e da dívida, bem como a *performance* das PME's.

A relevância deste estudo reside não só no facto dos problemas de agência e respetivos mecanismos de controlo serem pouco estudados no contexto das PME's¹, mas, também, na importância que essas empresas têm na dinamização das economias (Ayyagari *et al.*, 2011). Note-se, por exemplo, que o tecido empresarial português é representado maioritariamente por PME's (99.9%), que empregam mais de 70% da população ativa (INE, 2010a). A necessidade de estudar o tema, particularmente na realidade portuguesa, justifica-se, também, porque os estudos empíricos que analisam as relações de agência são escassos, quer nas ciências jurídicas, quer nas ciências económicas. Dos poucos estudos encontrados, cumpre salientar o trabalho de Martins (1998) que analisou as relações de agência e a estrutura do capital, relevando a reforma fiscal de 1988, bem como os de Gama (1999) e Augusto (2003) que abordaram também as relações de agência enquanto fatores determinantes da estrutura do capital e, recentemente, o estudo de Pinto e Augusto (2014), que avalia a endogeneidade entre a concentração da propriedade, as relações bancárias e a *performance* das PME's.

¹Muito embora se conjecture que esta temática já tenha sido sobejamente estudada nas grandes empresas cotadas, quer no contexto internacional, quer no contexto nacional.

Esta tese encontra-se estruturada da seguinte forma: no capítulo 1 apresentam-se os fundamentos teóricos dos problemas de agência. No capítulo 2 apresentam-se as estratégias identificadas na literatura para lidar com esses problemas, designadamente os mecanismos de controlo interno e externo. De seguida, são apresentadas as lacunas identificadas na literatura sobre *Corporate Governance* e a importância deste estudo face às lacunas observadas. No capítulo 3 apresentam-se os modelos econométricos e as hipóteses de investigação. No capítulo 4 descrevem-se os aspectos metodológicos que suportam a presente tese. No capítulo 5 apresentam-se os resultados obtidos das inferências estatísticas. Por último, na parte final da tese apresentam-se as conclusões, os contributos, as limitações, bem como as linhas para investigações futuras.

CAPÍTULO 1

PROBLEMAS DE AGÊNCIA

1.1 Introdução

Em termos gerais, não há uma única abordagem teórica, consensualmente aceita, capaz de especificar e explicar inequivocamente os determinantes do desenvolvimento, da estagnação ou insolvência das empresas. No entanto, encontram-se na literatura cinco teorias principais que procuram explicar “porquê” e “quando” determinadas empresas são mais bem-sucedidas do que outras, designadamente: (i) a teoria de agência, (ii) a teoria da *stewardship*, (iii) a teoria baseada nos recursos (*resource based theory*), (iv) a teoria dos *stakeholders* e (v) a teoria do ciclo de vida da empresa. Com exceção da última, todas essas teorias se centram, essencialmente, nas estruturas administrativas das empresas, ou seja, nos atributos e funções dos órgãos de gestão.

A presente investigação utiliza apenas a teoria de agência e a teoria da *stewardship*, dando maior destaque à primeira, para desenvolver as hipóteses de investigação e explicar os resultados obtidos. Privilegia-se a teoria de agência, não só, porque tem sido sobejamente utilizada no contexto das grandes empresas cotadas em bolsa, mas também porque tem oferecido valiosos *insights* teórico-práticos que permitem

entender melhor os comportamentos organizacionais, especialmente quando combinada com perspectivas complementares (Eisenhardt, 1989).

Nestes termos, o presente capítulo visa apresentar o quadro teórico dos problemas de agência, assim como as facetas que estes podem assumir. Algumas destas facetas servirão de base para a formulação das hipóteses de investigação.

1.2 Teoria da agência

Apesar da relação de agência estar manifestamente presente no quotidiano de qualquer empresa (Smith, 1776)¹, ela foi identificada por Berle e Means (1932) no contexto das grandes empresas que procuraram reduzir os riscos de negócio e aumentar os seus retornos, via dispersão do capital e separação entre propriedade e gestão. Jensen e Meckling (1976), no seu trabalho seminal intitulado "*Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure*", aprofundaram o estudo do tema.

Segundo Jensen e Meckling (1976), a relação de agência surge de um contrato no qual alguém ("o principal") mandata outrem ("o agente") para, em seu nome, administrar o património da empresa. Se as partes do relacionamento tentarem maximizar as suas funções de utilidade e partindo do princípio que cada uma tem preferências e função de utilidade diferentes, haverá, porventura, boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal.

Por outras palavras, Jensen e Meckling (1976) defendem que os acionistas (principal) delegam, de facto e de direito, funções e autonomia divisional aos gestores (agentes). Essa delegação de responsabilidades exige esforço e expõe os gestores a riscos para os quais não são totalmente recompensados. A não recompensa desses riscos aliada à divergência de interesses² entre as partes pode incentivar os agentes a esquivarem-se das suas responsabilidades e a utilizarem a liberdade e a informação

¹De uma maneira simplista, Smith (1776) assinala que não se pode esperar que um indivíduo cuide do dinheiro de outro tão bem quanto cuidaria do seu próprio dinheiro.

²A divergência de interesses ocorre, por exemplo, pelo facto dos acionistas procurarem obter o máximo proveito a um nível de risco razoável, distribuírem generosa e equitativamente os proveitos obtidos entre os proprietários e manterem as condições de mercado favoráveis para os investimentos. E, por outro lado, os gestores procurarem prestígio, poder ou gratificação pelo seu zelo profissional (Walsh e Seward, 1990).

de que dispõem para tomar decisões que maximizem a sua própria riqueza, em vez de procurarem maximizar a riqueza dos principais¹.

Deste modo, Chrisman *et al.* (2007) consideram que a teoria de agência assenta essencialmente em cinco pressupostos: 1 - divergência de objetivos entre gestores e proprietários, 2 - existência de assimetrias de informação entre proprietários² e gestores, 3 - liberdade para os gestores prosseguirem com os seus objetivos mesmo que estes prejudiquem os interesses dos proprietários (e.g. *self-dealing*)³, 4 - racionalidade limitada dos proprietários (*bounded rationality*) e 5 - impossibilidade de elaborar contratos completos (Eisenhardt, 1989; Shleifer e Vishny, 1997).

Tal significa que os conflitos de agência emergem do facto dos proprietários e gestores apresentarem interesses e funções de utilidade diferentes (muitas vezes divergentes⁴). Além disso, os gestores conhecem melhor as suas próprias competências, motivações, zelo, criatividade, esforço e limitações do que os proprietários (Akerlof, 1970). Consequentemente, possuem mais informação do que o principal, sobretudo, acerca de si, da situação em que as decisões são tomadas, ou das consequências das suas ações (Ross, 1973).

Das assimetrias de informação entre principais e agentes resultam os problemas da seleção adversa e do risco moral (Stiglitz e Weiss, 1981). O problema da seleção adversa deriva do facto do gestor possuir informação que o proprietário não possui, podendo ocultá-la com o objetivo de aumentar a sua função utilidade (Akerlof, 1970). Nessa hipótese, o principal pode, inadvertidamente, estabelecer um vínculo com um agente incapaz, descomprometido, negligente, pouco ético ou cujos interesses não correspondam às suas expectativas. O risco moral, por outro lado, é o termo económico usado para descrever as situações em que o agente omite atos resultantes da perverção de contratos (in)formais pré-estabelecidos, com o intuito de beneficiar a si próprio,

¹Nomeadamente, quando os acionistas, em virtude da dispersão do capital e separação entre as propriedade, perdem o controlo direto sobre os seus recursos e enfrentam sérias dificuldades para vigiar as carteiras de negócios das suas empresas.

²Nesta investigação utiliza-se o termo proprietário para referir os sócios ou acionistas que detêm direitos de voto e/ou direitos sobre os *cash-flow* (Ross, 1973; Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b; Chua *et al.*, 2009)

³De acordo com Lopes (2013), o termo "*self-dealing*" é a expressão jurídica geralmente usada nos países anglo-saxónicos para descrever situações em que os administradores e acionistas negociam com a sociedade, estando por isso *on both side of the transaction*.

⁴Neste alinhamento, convém salientar que é expectável a inexistência de qualquer conflito e problema de agência, se ambas partes tiverem interesses comuns (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b; Ang *et al.*, 2000; Chrisman *et al.*, 2003, 2004).

mesmo que em prejuízo dos *stakeholders* (Ross, 1973; Jensen e Meckling, 1976). Portanto, o risco moral consiste na probabilidade do proprietário não possuir informação relevante e, assim, não poder avaliar adequadamente a eficiência das ações do gestor ou os resultados dessas ações.

Ao mencionar que os proprietários têm racionalidade limitada (*bounded rationality*), pretende-se dizer que os acionistas revelam alguma incapacidade para prever todos os eventos futuros que possam assegurar que os seus recursos não serão expropriados ou desperdiçados em projetos pouco atrativos. Ainda que consigam prever tais eventos, estão limitados no que diz respeito ao processamento dessa informação e, também, à identificação e prossecução de soluções ótimas (Simon, 1957; Shleifer e Vishny, 1997). Acresce, ainda, que o pressuposto da racionalidade limitada impossibilita a elaboração de contrato completo e abrangente, capaz de atenuar ou eliminar totalmente os conflitos de interesses que podem surgir entre as partes (Simon, 1957). Mesmo que tal fosse possível, os custos de elaboração e controlo de um contrato, o mais completo possível, poder-se-iam revelar incomportáveis (Shleifer e Vishny, 1997).

Dada a impossibilidade de se estabelecer regras contingentes que moldam a relação de agência nas organizações, o agente possui margem suficiente para, na gestão do património do principal, agir de acordo com o seu próprio interesse em detrimento dos interesses do principal (Shleifer e Vishny, 1997). Esses conflitos de interesses podem gerar custos e desequilíbrios para a empresa, caso não sejam devidamente acautelados. A sua resolução desencadeia um novo paradigma de gestão, geralmente discutido no âmbito da *corporate governance*.

Em face disso, a teoria de agência tem sido discutida e desenvolvida em duas vertentes (Eisenhardt, 1989): a) a relação *principal-agente* e b) a positivista. Ambas partilham os mesmos pressupostos (tais como pessoas, organização e informação), mas diferem no rigor matemático, variáveis dependentes e modelos. A vertente *principal-agente* preocupa-se com as fundamentações teóricas aplicáveis às diversas relações de agência existentes entre os *stakeholders*, nomeadamente as relações entre: (i) proprietários/gestor, (ii) acionistas maioritários/minoritários, (iii) gestores/colaboradores e (iv) credores/devedores, visto que as características e os paradigmas dessas relações envolvem especificações e assunções que devem ser seguidas através de deduções lógicas e testes matemáticos (Eisenhardt, 1989). A perspetiva positivista, para além de identificar as situações suscetíveis de gerarem conflitos de interesses, descreve os mecanismos

de governação que podem limitar os comportamentos oportunistas (Jensen e Meckling, 1976).

1.3 Teoria da *stewardship*

Contrariamente à teoria reportada anteriormente, a teoria da *stewardship*¹ contrapõe a ideia de que os gestores se comportam como *homo economicus*. Isto é, são motivados unicamente por aspetos de ordem económica. Os defensores da teoria da *stewardship* postulam que os líderes e executivos têm aspirações ao mais alto nível, que os induzem a não serem indivíduos economicamente egocêntricos (*self-serving economic individuals*), pelo contrário motiva-os a agirem altruisticamente em benefício da organização e dos acionistas (Davis *et al.*, 1997).

Por exemplo, Davis *et al.* (1997) defendem que os gestores são verdadeiros *stewards* de patrimónios. De acordo com esses autores, os gestores são, em regra, indivíduos com valores morais e éticos (e.g., honestidade, integridade, cooperação, profissionalismo) que os coíbem de embarcar em ações que prejudiquem os acionistas, nomeadamente aqueles que neles depositaram votos de confiança. Além disso, estão intrinsecamente motivados, por necessidades ao mais alto nível, a agirem altruisticamente em prol do bem coletivo e da organização.

O altruísmo é, aliás, a palavra-chave da teoria da *stewardship* e consiste no valor moral que motiva os indivíduos a realizarem ações que beneficiam outrem, sem expectativa de qualquer recompensa externa (Schulze *et al.*, 2002). O altruísmo faz com que comportamentos pro-organizacionais e coletivistas tenham maior utilidade do que os comportamentos individualistas (Davis *et al.*, 2000). Deste modo, os gestores identificam-se com a organização e assimilam os objetivos organizacionais como seus. Por isso, esforçam-se e atualizam-se (*self-actualizing*) constantemente, no sentido de atingir as metas da empresa, porque acreditam que a maximização da *performance* da organização será benéfica para todos. Como resultado, reduz-se a necessidade da organização incorrer constantemente em custos de controlo e monitorização dos

¹A teoria da *stewardship* tem as suas raízes na psicologia e sociologia e foi desenvolvida para analisar situações em que os executivos, enquanto *stewards*, agem no melhor interesse dos principais (Donaldson e Davis, 1991). Tal como o próprio nome indica, a *stewardship* vem da palavra *stewards* que significa administradores.

gestores.

Davis *et al.* (1997) defendem ainda que o desempenho dos gestores aumenta, ou reduz, à medida que estrutura organizacional em que se encontram inseridos facilita, ou não, a implementação das estratégias delimitadas. Assim, sugerem que, se as motivações dos gestores se ajustarem ao modelo concebido pela teoria da *stewardship*, as estruturas e mecanismos de *empowerment* serão as mais adequadas para a organização. Para estes autores, a autonomia dos gestores deve ser deliberadamente aumentada com vista a maximizar os seus benefícios, porque estes são confiáveis. Acreditam ainda que, diante da escolha entre comportamentos *self-serving* e comportamentos pro-organizacionais, os gestores (*stewards*) não se irão desviar, significativamente, dos interesses da sua organização (Davis *et al.*, 1997).

Por essa razão, Davis *et al.* (1997) consideram que estruturas administrativas centradas essencialmente na vigilância dos gestores podem afetar negativamente a capacidade destes cumprirem com os seus deveres (de cuidado), na medida em que limitam as iniciativas e a reduzem as motivações intrínsecas dos executivos, pelo que deve ser dada total autonomia na gestão e controlo aos líderes. Nessa linha, os autores entendem que a dualidade de funções do CEO aumenta a capacidade dos administradores de maximizar tanto o valor da organização, como os benefícios dos acionistas e gestores, uma vez que as decisões são tomadas sem medo nem restrições de uma autoridade externa (e.g. o *chairman*). Como resultado, a empresa beneficia da unicidade do comando e controlo, assim como os acionistas beneficiam de retornos superiores, comparativamente aos das empresas sem dualidade de funções.

Portanto, partindo do princípio de que os comportamentos dos CEO são mais coletivistas do que individualistas, Donaldson e Davis (1991) e Davis *et al.* (1997) realçam o importante papel que a estrutura organizacional desempenha na autonomia, facilitação e fortalecimento do poder dos gestores, por oposição do papel controlador e monitorizador que cria vários problemas/custos de agência.

Prosseguindo na contextualização e definição do quadro conceptual da presente tese, cumpre abordar, em seguida, os tipos de problemas de agência que podem surgir nas empresas.

1.4 Problemas e custos de agência

Jensen e Meckling (1976), entre outros autores (Fama e Jensen, 1983b; Ang *et al.*, 2000) postulam basicamente que, por causa das divergências de interesses entre proprietários e gestores e das diferenças nos níveis de assunção de riscos que cada uma das partes comporta, os gestores que não detêm participação no capital social são menos diligentes na gestão da empresa, e têm maior propensão para atribuírem a si próprios regalias e recompensas excessivas, em prejuízo dos interesses dos acionistas. Estes conflitos são conhecidos, na literatura como *principal-agent problem* (Ross, 1973; Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b; Ang *et al.*, 2000) e podem resultar em custos substanciais, denominados custos de agência (*agency costs*).

Seguindo a perspectiva de Jensen e Meckling (1976), os custos de agência podem ser definidos como o conjunto de atividades e sistemas operacionais desenvolvidos com o fito de alinhar os interesses dos gestores com os dos proprietários. Ou seja, é o somatório dos seguintes custos:

- custos de controlo suportados pelos proprietários de forma a limitar o comportamento oportunista dos gestores (e.g. restrições orçamentais, políticas remuneratórias, sistemas administrativos sofisticados);
- custos suportados pelos gestores de forma a convencer os proprietários que eles prosseguem os objectivos contratados (e.g. recolha e tratamento da informação);
- perdas residuais.¹

Apesar de se focar geralmente na tradicional relação de agência entre gestores e proprietários, convém referir que esta perspectiva ignora as outras modalidades de conflitos de agência que podem surgir nas organizações, nomeadamente aqueles que estão associados à concentração da propriedade (La Porta *et al.*, 1997; Young *et al.*, 2008), ao endividamento (Myers, 1977) e à violação dos direitos de outros *stakeholders*. Especificamente, está-se a falar dos problemas de agência do capital (*agency cost of equity*), da dívida (*agency cost of debt*) e da irresponsabilidade social (*agency*

¹De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos residuais referem-se «*The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal as a result of this divergence.*»

*cost of social irresponsibility*¹). Os dois primeiros são de particular interesse nesta investigação.

1.4.1 Problemas de agência do capital

Ao contrário daquilo que os estudos de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983b), e Ang *et al.* (2000) sugerem, qualquer empresa é suscetível de ter problemas de agência, independentemente da sua estrutura de propriedade e de gestão. A única diferença consiste nas fontes dos problemas de agência de cada uma das organizações (Schulze *et al.*, 2001, 2002).

Para um melhor enquadramento das discussões científicas em torno desta temática, optou-se por apresentar e discutir não só os tradicionais problemas de agência do capital (i.e., proprietários e gestores), mas também os outros tipos de relações de agência e as respetivas fontes, designadamente os problemas de agência no âmbito dos acionistas controladores/não-controladores, investidores institucionais e empresas familiares. Seguindo Gogineni *et al.* (2009) e Ward e Filatotchev (2010), dividiu-se os problemas de agência em duas dimensões: vertical e horizontal.

Como se pode observar na Figura 1.1, a dimensão vertical trata dos problemas de agência entre principal e agente, o que, desde logo, serviu de base para o desenvolvimento da teoria de agência (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b). Estes conflitos encontram-se, em regra, nas empresas com estrutura de propriedade dispersa, cuja gestão é profissionalizada e claramente separada da propriedade (La Porta *et al.*, 1997). A dimensão horizontal representa os problemas de agência que podem emergir entre os proprietários, designadamente entre maioritários e minoritários, ou entre acionistas controladores e não-controladores (Becht e Röell, 1999; Young *et al.*, 2008), problemas esses característicos das empresas onde existe uma concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão.

¹*Agency costs of social irresponsibility or unsocial behaviors* reporta-se aos conflitos entre a empresa - incluindo os proprietários - e os demais *stakeholders*, com os quais a empresa se relaciona; tais como colaboradores, clientes, comunidade, Estado, ambiente, entre outros. Nestas relações de agência, os conflitos surgem da dificuldade da empresa assegurar, enquanto agente, que não irá assumir qualquer comportamento menos ético e que colida com os interesses legítimos dos outros *stakeholders* (Baumol, 1990). Por exemplo, poluição do ambiente, fuga ao fisco, remuneração precária dos seus colaboradores, a publicidade enganosa de um determinado serviço/bem ou a contribuição para a violação dos direitos humanos nos países menos favorecidos. Este problema ultrapassa o âmbito desta investigação e, por isso, não irá merecer qualquer tratamento.

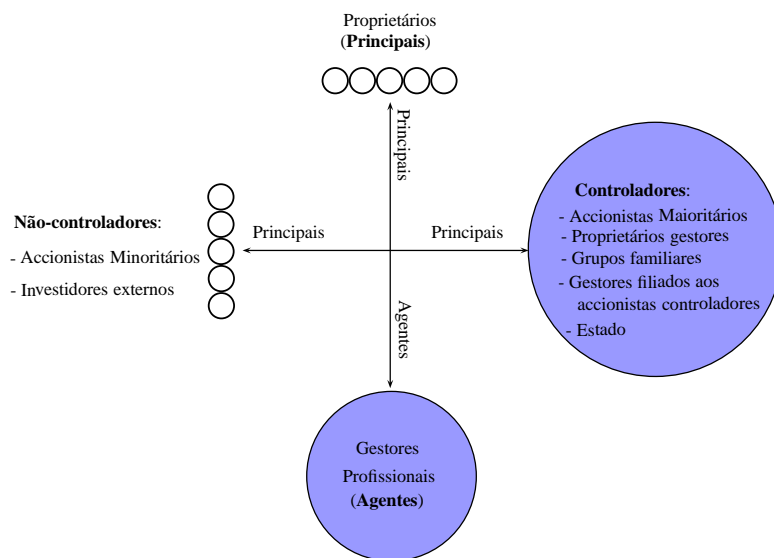


Figura 1.1: Conflitos de interesses entre principais-agentes *versus* principais-principais

Fonte: Baseado em Young *et al.* (2008), p. 200

1.4.1.1 Conflitos de agência entre proprietários e gestores

Tem-se assistido à proliferação de empresas que abrem o seu capital aos potenciais investidores, visando essencialmente a captação de financiamentos para os projetos rentáveis mas de elevados riscos, expansão da empresa, diversificação do negócio ou mesmo a reestruturação dos seus passivos financeiros (Berle e Means, 1932), o que consequentemente, resulta na dispersão do capital.

Todavia, a reunião de capitais em grande escala torna quase impossível aos numerosos acionistas tomarem as decisões operacionais necessárias para o desenvolvimento do negócio, desde logo, porque têm interesses e expectativas heterogêneas, mas também porque nem todos podem, ou querem, participar nas atividades diárias das organizações¹ (Fama, 1980), tornando-se em investidores passivos, cujo direito de participação acaba por ser exercido apenas quanto às decisões mais estruturantes, tais como fusões, aquisições ou dissoluções.

¹A separação entre gestores e acionistas tem vantagens para as ambas partes, pois permite aos acionistas rentabilizar os seus capitais sem despendem tempo na administração da empresa, ou quando não têm competências para gerir o negócio. Por outro lado, permite que os profissionais possam desenvolver e concretizar projetos rentáveis, mesmo que não disponham de riquezas acumuladas (Alves, 2005).

Uma das desvantagens dessa separação (entre propriedade e gestão) é que, por um lado, os acionistas perdem o controlo direto sobre os seus recursos e, por outro, enfrentam dificuldades para controlar, individual ou coletivamente, a sua carteira de negócios (Kraakman *et al.*, 2009). Ademais, dificilmente conseguem assegurar que o desempenho dos gestores se aproxima realmente dos objetivos e compromissos estabelecidos, na medida em que os segundos estão geralmente mais e melhor informados do que os primeiros relativamente aos factos relevantes da organização. Daí advém, para os gestores, maior controlo efetivo e poder, do que para os proprietários.

Esse desequilíbrio de forças verifica-se também porque os investidores, ávidos por rentabilizar as suas poupanças (designadamente os fundos de pensões e companhias de seguros), diversificam os seus portfólios de investimentos, procurando, simultaneamente, protegerem-se contra os riscos sistémicos e específicos, e maximizar os seus lucros (Fama, 1980). Afigura-se, todavia, que a abertura e a dispersão do capital social tornam esses investidores mais vulneráveis, na medida em que o poder e os direitos que têm sobre o património da empresa se diluem entre os vários investidores (Berle e Means, 1932), aumentando, conseqüentemente a influência e arbitrariedade dos gestores (Zingales, 1995; La Porta *et al.*, 2002).

No entanto, observa-se que, enquanto os acionistas procuram obter o máximo proveito e um nível de risco razoável, distribuir generosa e equitativamente os proveitos obtidos entre os proprietários e manter as condições de mercado favoráveis para os investimentos, os gestores, por seu turno, procuram prestígio, poder ou gratificação pelo seu zelo profissional (Walsh e Seward, 1990). Face à excessiva autonomia dos gestores e do fraco controlo por parte dos proprietários, aqueles tendem a preocupar-se unicamente em manter níveis de rendimentos que satisfaçam alguns acionistas, ao mesmo tempo que buscam a autorrealização, regalias, poder, fama e outras gratificações.

O que significa que, quando os acionistas não são capazes de realizar um controlo eficaz dos gestores, estes tendem a assumir um comportamento que se manifesta de diversas maneiras; por exemplo, atribuem a si próprios compensações injustificadas; afetam os ativos da empresa para fins pessoais; realizam negócios com a empresa para proveito próprio; celebram contratos que visam a sua perpetuação no poder ou que garantem o seu futuro na eventualidade de saírem da empresa; assumem uma postura filantrópica com o intuito de melhorar a sua imagem e reputação perante a comunidade; consomem bens de luxo às custas da empresa; entre outros.

No caso das empresas cotadas podem ainda observar-se comportamentos aparentemente construtivos, mas que são, porventura, mais penalizantes para os acionistas (Farinha, 2003). É o caso da acumulação de riqueza, resultante do sobreinvestimento e de estratégias de diversificação para além do nível ótimo da empresa, sobretudo quando as remunerações dos gestores estão indexadas à *performance*; assim como o recurso a procedimentos que permitem reduzir a possibilidade de uma potencial oferta pública de aquisição hostil¹, ou a adoção de medidas destinadas a impossibilitar o despedimento dos gestores.

Cumprir observar que a literatura documenta evidências de relações de agência (Shleifer e Vishny, 1997; Su *et al.*, 2008) com custos elevadíssimos para os *stakeholders* principalmente quando os gestores detêm uma menor participação no capital da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Ang *et al.*, 2000; Florackis, 2008), quando se abandona a regra “uma ação - um voto” e quando se transacionam as ações com direitos de voto a preços superiores às ações sem direitos de voto (Zingales, 1994; Faccio e Lang, 2002; Goergen e Renneboog, 2003). Mais, os estudos de Dieleman e Sachs (2006), Dieleman e Sachs (2008) e Su *et al.* (2008) documentam que as relações de agência são ainda mais graves na esfera do sector público devido à promiscuidade existente entre os interesses públicos e privados

O desafio que se coloca a qualquer empresa, e respetivos proprietários, é o de asseverar o empenho e a responsabilização (*accountability*) dos seus agentes (Kraakman *et al.*, 2009). Primeiro, porque a diversificação da estrutura acionista e a separação entre a propriedade desencadeiam jogos de interesses que requerem que a empresa incorra constantemente em custos de vigilância, de modo a salvaguardar os interesses dos seus associados. Quanto maior for a relação custo/benefício menor será a predisposição de cada acionista para se empenhar em ações coletivas, no sentido de resolver os

¹Como por exemplo, *poison pill*, *golden parachute* e *pac-man defense*. De acordo com Morcillo e Aparicio (1998), a *poison pill* (pílula envenenada) é um conjunto de medidas defensivas que podem ser adotadas, por uma empresa, como estratégia para dificultar e encarecer de forma significativa uma compra hostil das suas ações. As medidas mais utilizadas neste âmbito incluem: dividendos em forma de ações preferenciais convertíveis, bónus convertíveis, opções de compra sobre as ações e a apensação de uma cláusula estatutária que obriga a qualquer pessoa que venha controlar a empresa pagar a totalidade da dívida contraída, assim como os respetivos juros. *Golden parachute* (paraquedas dourado) consiste na definição de compensações sob a forma de indemnizações ou pensões para os executivos, no sentido de os ressarcir de possíveis prejuízos causados pela empresa objeto de aquisição hostil. *Pac-man defense* é outro mecanismo de defesa contra aquisição hostil e consiste basicamente no contra-ataque da empresa visada, através da compra direta ou indireta (mediante terceiros e *lobbies*) das ações da empresa que pretende comprá-la.

problemas de agência existentes, dando lugar ao *free-rider problem*¹. Segundo, porque a descoordenação entre os acionistas reduz a capacidade de coordenar os objetivos e metas que devem ser atingidas e, obviamente, reduz a capacidade de vigilância sobre os gestores (Buchanan e Tullock, 1962). A contínua descoordenação entre os acionistas grava, geralmente, o fosso entre os interesses dos gestores e proprietários.

A redução desses conflitos gera custos para as empresas, quer pela implementação de estratégias jurídicas (Kraakman *et al.*, 2009), quer pela adoção de medidas internas (i.e., de políticas remuneratórias, de financiamentos e de dividendos) que permitam vigiar e alinhar os interesses proprietários e gestores (Agrawal e Mandelker, 1987; John e John, 1993; Borokhovich *et al.*, 2005).

1.4.1.2 Conflitos de agência entre os diferentes proprietários

Vários autores defendem que os problemas de agência resultantes da dispersão do capital e, também, da separação entre a propriedade e a gestão, podem ser mitigados através da concentração do capital (Morck e Vishny, 1988; Ang *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003). Isto porque a criação de blocos controladores (*controller blockholders*) ou concentração dos direitos de voto e dos direitos sobre os *cash flows* aumenta os incentivos de monitorização e, conseqüentemente, reduz a propensão de expropriação por parte dos gestores e o *free-rider problem* (Anderson *et al.*, 2003a; Villalonga e Amit, 2006; Sraer e Thesmar, 2007; Setia-Atmaja *et al.*, 2009; Setia-Atmaja, 2009).

Estes estudos mostram que à medida que aumenta a concentração da propriedade num determinado grupo de indivíduos, a probabilidade destes virem a gerir a empresa aumenta (i.e. *management ownership*). Nesta ordem de ideias, Ang *et al.* (2000) ao analisar as pequenas empresas americanas não cotadas verificou que os custos de agência são significativamente maiores nas empresas cujos gestores detêm menor participação no capital social. Já Anderson *et al.* (2003a) observaram que as empresas maioritariamente detidas por membros da mesma família apresentam melhor

¹O termo "*free-rider problem*" é a expressão anglo-saxónica geralmente usada para descrever situações em que os administradores se esquivam das suas responsabilidades. Tal como se referiu anteriormente, o *free-rider* pode, por exemplo, resultar do facto da diversificação e dispersão da estrutura de propriedade reduzir o incentivo de cada acionista incorrer em todos os custos necessários para vigiar os agentes, porque os benefícios associados a tal vigilância são proporcionais à percentagem do capital social detido. O incentivo dos acionistas, individualmente, contribuirá para o monitoramento diminuído à medida que a dispersão do capital aumenta, dando lugar a uma postura de *laissez faire, laissez passer*.

performance quando são geridas por membros da família do que quando são geridas por agentes externos.

De igual modo, Sraer e Thesmar (2007), ao analisarem as empresas cotadas em França, verificaram que as empresas com elevada concentração do capital familiar apresentam melhor *performance* do que as empresas de capitais dispersos. O que sugere que os gestores que detêm a maior fatia do capital social são mais vigilantes (Villalonga e Amit, 2006) e menos propensos a engajarem-se em atividades que reduzam o valor das suas ações.

Contudo, outros estudos indicam que a concentração da propriedade ou a criação de *blockholders* gera os seus próprios problemas de agência (Walsh e Seward, 1990; Dharwadkar *et al.*, 2000; Su *et al.*, 2008; Young *et al.*, 2008), talvez mais severos do que aqueles que se verificam entre acionistas e gestores ou entre gestores e credores (Schulze *et al.*, 2002). Primeiro, porque os acionistas não são necessariamente entidades singulares com interesses comuns; pelo contrário tendem a divergir no que refere às suas preferências de risco e retorno, custos privados de monitorização e motivações estratégicas em termos de investimento empresarial. Segundo, porque a concentração da propriedade, aliada à ausência de mecanismos de controlo (interno e externo) eficazes, pode potenciar comportamentos oportunistas e entrincheiramento¹ por parte dos acionistas controladores (Su *et al.*, 2008; Ward e Filatotchev, 2010). Terceiro, e como corolário dos anteriores, a ausência de proteção legal dos investidores sujeita os acionistas minoritários à expropriação por parte dos maioritários, quer através da sua participação direta na gestão da empresa (La Porta *et al.*, 1999), quer através dos gestores que atuam em prol dos acionistas controladores (Su *et al.*, 2008), subalternizando os interesses dos demais acionistas e a sustentabilidade da própria empresa.

Neste alinhamento importa referir que Faccio *et al.* (2001), com base numa amostra de empresas da Europa Ocidental e do leste da Ásia, cujas estruturas da propriedade estão predominantemente concentradas em grupos controladores (nomeadamente famílias), encontraram evidências de expropriações sistemáticas dos investidores externos pelos acionistas controladores através de estruturas piramidais e participações cruzadas. Estes autores verificaram também que as expropriações são mais severas em países com elevados índices de corrupção e fraca proteção dos investidores minoritários.

¹O entrincheiramento refere-se as ações (premeditadas) dos gestores que reduzem a efetividade dos mecanismos de controlo desenvolvidos pela organização para regular o comportamento oportunístico dos órgãos de gestão (Walsh e Seward, 1990).

Estas observações nutriram uma nova perspectiva das relações de agência, conhecida na literatura como *principal-principal problem* (Dharwadkar *et al.*, 2000; Young *et al.*, 2008; Ward e Filatotchev, 2010). Em sentido restrito, os problemas de agência entre principal-principal referem-se à apropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários. Geralmente, esta expropriação ocorre por intervenção direta dos acionistas majoritários com funções administrativas que, utilizando os poderes que têm sobre as empresas, persuadem o conselho de administração a deliberações favoráveis aos projetos que atendam aos interesses dos majoritários, independentemente dos prejuízos que tais decisões possam causar aos acionistas minoritários. Destarte, a relação de agência entre minoritários e majoritários não pode ser negligenciada, visto que a coexistência de ambos é uma constante em grande parte das empresas. Aliás, vários estudos têm vindo a documentar evidências de que a concentração da propriedade existe independentemente da dimensão e do tipo de sociedades (La Porta *et al.*, 1999; Becht e Mayer, 2002; Claessens *et al.*, 2000; Truong e Heaney, 2007; Holderness, 2009).

Holderness (2009), por exemplo, concluiu que 96% das empresas americanas cotadas que constituem a sua amostra (375) tem *blockholders* e apresenta uma concentração da propriedade similar, e nalguns casos superior, às que são observadas nas empresas de dimensões idênticas na Europa continental. Estas evidências mudam, efetivamente, o foco dos tradicionais conflitos de agência entre principais e agentes para, outros não menos importantes, os conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários ou entre os controladores e não-controladores.

Problemas de agência entre acionistas controladores¹ e não-controladores

A concentração da propriedade é uma realidade incontestável, mesmo nas grandes empresas cotadas em bolsa (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Holderness, 2009), onde os acionistas majoritários detêm geralmente mais direitos de votos do que direitos sobre os *cash flows*, o que Cronqvist e Nilsson (2003) designaram de *controlling minority shareholders*.

Em regra, quando a propriedade (ou o poder de voto) está concentrada nas

¹Acionistas controladores referem-se aos accionistas que através da sua participação social, poder de voto ou de outros instrumentos estão em condições de exercer uma influência dominante sobre a sociedade, i.e., de a controlar (Neves, 2011).

mãos de um número reduzido de acionistas estes têm o direito de controlar diretamente o negócio e/ou de delegar funções administrativas a um grupo de indivíduos da sua conveniência (Cronqvist e Nilsson, 2003) com intuito de proteger os seus interesses e, por essa via, manter ou perpetuar a sua influência nos órgãos de gestão.

Shleifer e Vishny (1997), entre outros autores (Claessens *et al.*, 2002; Faccio, 2006; Maury, 2006; Faccio, 2010), destacam que a intervenção direta ou indireta dos acionistas controladores na governação das sociedades tanto pode ser vantajosa como prejudicial para os não-controladores. As vantagens decorrem, em primeiro lugar, do facto de que os acionistas controladores estarem mais motivados para recolher informação acerca da empresa, vigiar os administradores e, conseqüentemente, reduzir os conflitos de agência verticais e maximizar o valor da empresa. Em segundo lugar, os acionistas controladores colocam as suas redes de relações (nomeadamente, as redes de relações familiares, empresariais, políticas e ocasionais) ao dispor da organização. E, por último, têm maior propensão para criar alianças e angariar recursos necessários para o sucesso das empresas.

Todavia, o facto de os acionistas controladores decidirem regular e “unilateralmente” sobre os ativos e destinos da empresa pode lesar os interesses dos acionistas não-controladores (Shleifer e Vishny, 1997; Cronqvist e Nilsson, 2003; Thomsen *et al.*, 2006), particularmente quando os seus direitos de voto superam os direitos sobre os *cash-flows* futuros (Becht e Röell, 1999; Claessens *et al.*, 2002; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002). Por exemplo, Claessens *et al.* (2002) encontraram evidência de que a variação do valor da empresa é proporcional à variação dos direitos sobre os *cash-flows* dos acionistas maioritários. Isto porque quanto maior é o direito sobre os resultados, maior é o incentivo para adotarem comportamentos empreendedores e gerir adequadamente os bens da empresa. Do mesmo modo, a probabilidade de se extrair benefícios privados é menor quando os acionistas controladores detêm elevado direito sobre os *cash-flows*; caso contrário reduziria a sua riqueza. Nestes termos, os autores concluíram que o valor da empresa decresce quando o direito de voto (controlo) dos maiores acionistas excede o direito sobre os *cash-flows*, o que significa que os acionistas com mais votos, não podendo usufruir diretamente de grande parte dos resultados gerados, neutralizam os mecanismos de controlo existentes (Walsh e Seward, 1990) – efeito entrincheiramento – e obtêm ganhos privados, expropriando os bens da empresa (“*empire building*”) e/ou aumentando os custos discricionários, no sentido de melhorar o seu *status*, poder, recompensa e prestígio (Chen *et al.*, 2012).

Segundo alguns autores, a expropriação dos acionistas não-controladores pelos controladores pode ocorrer a dois níveis: económico e social. No nível económico a expropriação pode ser materializada na redução dos dividendos, retenção dos lucros, aproveitamento de oportunidades de negócio da empresa, compensação excessiva dos órgãos de gestão, sobreinvestimento, transferência de ativos, preços, réditos ou prejuízos entre as empresas do mesmo grupo (*tunneling*¹) em benefício dos acionistas controladores (Johnson *et al.*, 2000). A nível social materializa-se no recrutamento ou nomeação de familiares ou amigos (muitas vezes sem qualificação necessária) para cargos de gestão do topo ou na prossecução de objetivos não-financeiros (e.g., manutenção do *status* social e controlo da empresa).

Estes comportamentos não só tornam a empresa menos atrativa e competitiva, mas também inibem o seu crescimento e, assim, a sua sustentabilidade. Thomsen *et al.* (2006) são também dessa opinião, pois concluíram que, no contexto anglo-saxónico, a presença de *blockholder* não tem qualquer efeito sobre a *performance* das empresas, mas afeta negativamente a *performance* das empresas que operam na Europa continental; por isso desaconselha a existência de um único *blockholder* nas organizações.

Nesta ordem de ideias, Maury e Pajuste (2005) advogaram que os conflitos de agência entre acionistas controladores e não-controladores podem ser minimizados através da criação de múltiplos *blockholders* internos e externos (tais como, investidores institucionais), com idênticos poderes de voto, o que se harmoniza com o estudo de Zahra (1996) que revela que a presença dos fundos de investimento e de pensões na estrutura da propriedade das sociedades estimula a propensão ao risco e o desenvolvimento de estratégias assentes na inovação, afetando a *performance* da empresa de forma positiva.

Contudo, e apesar de existirem fortes probabilidades de os *blockholders* entrarem em conluio e, por essa via, deteriorarem o valor da empresa (Thomsen *et al.*, 2006), as evidências de estudos recentes revelam que estruturas de propriedade diversificadas (nomeadamente aquelas que incluem capitais de risco e investidores institucionais) estão em melhores condições para pressionar, diretamente, quer os acionistas controladores, quer o conselho de administração a cumprir os seus deveres fiduciários (Chen e Yur-Austin, 2007; Gao e Kling, 2008). Reduzindo, deste modo, o *free-rider problem* e aumentando, por conseguinte, o zelo pelos interesses da maioria, inclusive daqueles

¹O termo *tunneling* é uma expressão usada na literatura anglo-saxónica para descrever situações de transferência de recursos e proveitos/prejuízos entre sociedades com o objectivo de beneficiar essencialmente os acionistas controladores e gestores (Johnson *et al.*, 2000).

que não têm condições económicas nem formação e informação suficientes para exercer ativa e conscientemente os seus direitos de controlo.

Importa, ainda, realçar que a presença de diferentes *blockholders* no capital da empresa ajuda a mitigar os problemas de agência entre maioritários e minoritários, embora possam ter custos de vigilância, motivações e objetivos estratégicos diferentes. Esta ideia encontra suporte em Chen e Yur-Austin (2007) que concluíram que os *blockholders* externos tendem a ser mais eficientes em termos de vigilância da extravagância dos administradores, nomeadamente no que se referem aos custos discricionários. Ao passo que os *blockholders* internos, especificamente os *managerial blockholders* desempenham um papel importante na melhoria da eficiência e utilização dos ativos da empresa.

Estes resultados são também suportados por Gao e Kling (2008) que concluíram que a participação de vários *blockholders* no capital social reduz a probabilidade de expropriação do património da empresa, embora tenham, também, verificado uma fraca eficácia dos investidores institucionais na redução dos custos de agência. Em face disso, os autores concluíram que a relação negativa entre os custos de agência e a participação dos investidores não resulta da sua capacidade de vigilância, mas sim da tendência para aplicar o seu capital somente nas empresas com historial de boa governação.

Contudo, depreende-se que cada empresa deve manter apenas o nível de concentração e diversificação da propriedade que maximiza a sua *performance*, porque os investidores minoritários obtêm, de igual modo, benefícios privados quando os *blockholders* têm um determinado nível de controlo (Thomsen *et al.*, 2006).

Estas evidências levam a refletir sobre o papel dos investidores institucionais no governo das sociedades, matéria que se trata no ponto seguinte.

1.4.1.3 Problemas de agência dos investidores institucionais

Em termos gerais, investidores institucionais ou investidores qualificados (art. 30º do código dos valores mobiliários)¹ são entidades legais que reúnem e administram um con-

¹O referido artigo considera investidores qualificados, por exemplo, as seguintes entidades: a) instituições de crédito; b) empresas de investimento; c) empresas de seguros; d) instituições de investimento

junto de fundos, que investem em diversos instrumentos financeiros e classes de ativos (Fama, 1980; Macey, 1997; Gillan e Starks, 2003), tendo como objetivo a maximização do retorno dos seus investimentos em favor dos beneficiários finais.

A realidade mundial das duas últimas décadas ilustra que o total de ativos financeiros detido por estes investidores cresceu de forma significativa nos Estados Unidos bem como noutros países (Coffee, 1991; FESE, 2004, 2008; Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004, 2011; Gonnard *et al.*, 2008; Tonello e Rabimov, 2010; EFAMA, 2011)¹. Daí que os investidores institucionais exerçam controlo e influência nos mercados de capitais, não apenas nos Estados Unidos, mas também na Europa, embora, no caso específico de Portugal seja pequena a percentagem de ativos detidos por estes investidores, (Gonnard *et al.*, 2008; EFAMA, 2011).

Nesse quadro, e em face das diferenças de estruturas de propriedade, bem como das limitações dos outros mecanismos de controlo, a literatura refere que a intervenção dos investidores institucionais no governo das sociedades participadas pode resolver os problemas de agência (Brickley *et al.*, 1988; Black, 1990, 1992; Macey, 1997; Gillan e

colectivo e respectivas sociedades gestoras; e) fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras; f) outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas, designadamente fundos de titularização de créditos, respectivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei, sociedades de titularização de créditos, sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respectivas sociedades gestoras; g) instituições financeiras de Estados que não sejam membros da União Europeia que exerçam actividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores; i) governos de âmbito nacional e regional, bancos centrais e organismos públicos que administram a dívida pública, instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

¹De acordo com o relatório do Federal Reserve Bank, a percentagem de ativos financeiros detidos por investidores institucionais nos Estados Unidos, entre 1995 a 2004, cresceu de 35.98% para 42.43%, enquanto as participações dos *mutual funds*, *closed-open funds* e *exchange-traded funds* cresceram de 13.89% para 26.87%, embora se tivesse observado um maior crescimento dos fundos mútuos (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004). Esta tendência é também observada no recente relatório do Federal Reserve Bank (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011). De acordo com Conference Board, os investidores institucionais controlavam em finais de 2009 cerca de 17.4% de todos os ativos financeiros dos EUA, sendo o investimento institucional médio nas 1000 maiores empresas de 73% no final de 2009, comparativamente aos 46.6% do capital detido em 1987 (Tonello e Rabimov, 2010). Noutros mercados assistiu-se também a um incremento bastante significativo do peso destes investidores no capital das empresas. De acordo com Federation of European Securities Exchanges (FESE), a participação média dos investidores institucionais na Europa foi de 25% no final de 2003 (FESE, 2004). No entanto, as diferenças entre países são elevadas. No Reino Unido cerca de 47.5% do capital é detido por investidores institucionais e 26% na Suécia, enquanto no resto da Europa continental estão abaixo da média e 13 dos 17 países estão abaixo de 15% (FESE, 2004). Apesar desses resultados ilustrarem uma imagem comparativamente baixa para a Europa continental, deve sublinhar que eles indicam um considerável crescimento e influência destes investidores institucionais no capital das empresas (FESE, 2008). Por exemplo, os ativos totais (em percentagem do PIB) detidos por investidores institucionais, dentre os países da OCDE, cresceu mais de 162% entre 1995 e 2005 (Gonnard *et al.*, 2008), com os fundos de investimento a desempenhar um papel dominante.

Starks, 2000, 2003; Maury e Pajuste, 2005; Hadani *et al.*, 2011). Por exemplo, Brickley *et al.* (1988) observaram que os investidores institucionais votam mais ativamente nas alterações relacionadas com as medidas *anti-takeover* do que os outros acionistas e que eles são mais propensos à oposição de propostas que parecem ser prejudiciais aos acionistas. Com base na hipótese de controlo eficaz, Pound (1988) defende que os investidores institucionais têm, à partida, maior experiência e recursos para vigiar os gestores a mais baixos custos¹. Noe (2002), por sua vez, defende que somente os grandes investidores possuem incentivos suficientes para vigiar e proporcionar uma solução para os problemas inerentes à estrutura da propriedade.

Noutro plano, alguns autores defendem que os investidores institucionais podem ser menos eficientes no controlo dos problemas de agência, pois tendem a canalizar pouco tempo e recursos para vigiar as ações e comportamentos dos gestores (Doukas *et al.*, 2000; McKnight e Weir, 2009). Esses autores encontram, por exemplo, relações positivas entre as participações detidas pelos investidores institucionais e os indicadores dos custos de agência do capital, principalmente no que refere os *free cash flows*.

Trata-se, todavia, de um tema que carece de mais investigação. Desde logo, alguns investigadores indagam se envolvimento ativo dos investidores institucionais é eficaz e compatível com a sua vocação e os seus objetivos ou se tal envolvimento não é, em si, parte e causa dos problemas (Coffee, 1991; Romano, 1993b,a; Fisch, 1994; Webb *et al.*, 2003). Estes autores questionam também as condições em que se recomendam essa intervenção, de modo que esta se faça em benefício dos detentores finais dos fundos administrados, em oposição à simples lealdade ou abandono da propriedade.

Destas indagações, concluí-se que não há consenso entre os vários autores quanto ao papel dos investidores institucionais no governo das sociedades. Por exemplo, Romano (1993a,b) reportou que os fundos de pensões públicos enfrentam restrições políticas relativamente ao seu envolvimento ativo na gestão das empresas participadas. Os fundos de pensões e as instituições financeiras têm sido, de facto, associados aos conflitos de interesses que impedem a efetiva representação dos interesses dos demais acionistas (Macey, 1997; Webb *et al.*, 2003; Camara *et al.*, 2010). No entender de Coffee (1991), os bancos e as companhias de seguros são os investidores institucionais que menos se opõem às administrações das sociedades². Em geral, a razão apontada para

¹O recente estudo de Hadani *et al.* (2011) mostra, por exemplo, relações inversas entre o capital detido pelos investidores institucionais e a remuneração dos gestores.

²Neste âmbito, cumpre relevar que os bancos têm outros interesses além da gestão de carteiras, uma

esta relutância remete para o receio da perda do negócio no futuro, por retaliação, quer de uma empresa específica, cuja gestão se opuseram, quer da comunidade empresarial, se for percebido como ativista.

Além do mais, os investidores institucionais, especificamente as instituições financeiras, são persuadidos pelos mercados de capitais a maximizar a *performance* em favor dos seus beneficiários finais num menor prazo possível, ou seja, a adoção da perspectiva *short-termist*. Logo, não é expectável que o seu envolvimento seja ativo e contínuo, porque esta perspectiva contrasta com a *long-termist*, que privilegia as decisões de maximização do valor a longo prazo e é, supostamente, onerosa para os investidores (Coffee, 1991), que podem reduzir a sua rendibilidade e competitividade comparativamente aos seus concorrentes. Por outro lado, podem também deparar-se com o *free-rider problem* por não suportarem qualquer custo inerente à melhoria do governo da sociedade, os quais são arcados totalmente pelo investidor ativo, embora beneficiem da valorização dessa mesma sociedade. É de salientar que esta situação é particularmente desincentivadora se os beneficiários forem investidores rivais (Macey, 1997). Nessa linha, Fisch (1994) reiterou que os investidores institucionais podem não considerar racional o envolvimento na chamada "*relational investing*", sem qualquer outra utilidade que não seja originar mais-valias ou receber benefícios especiais, que, porventura, não recebem.

A intervenção dos investidores institucionais no governo das sociedades enfrenta, ainda, obstáculos de ordem legal a diversos níveis, entre os quais se inclui o facto de o envolvimento ativo implicar, geralmente, o aumento dos custos de administração do portfólio de negócio e responsabilidades fiduciárias perante os outros acionistas (Coffee, 1991; Black e Coffee, 1994), cuja decisão é incompatível com a vocação e motivação dos investidores institucionais e dos respetivos colaboradores (Macey, 1997; Mahoney, 2004; Alves, 2005). Tal facto leva a argumentar que os investidores institucionais, assim como outros acionistas, centram-se nas forças do mercado, em particular nas forças sob a forma de mecanismos de controlo do mercado, uma vez que não uti-

vez que as empresas são, por exemplo, fontes de depósitos e de crédito. Daí que Morck e Nakamura (1999) e Morck *et al.* (2000) argumentem que a intervenção dos bancos serve apenas os seus interesses numa ótica *short-termist*, em detrimento dos interesses dos demais acionistas. As companhias de seguros também têm relações comerciais com as empresas que fazem parte das suas carteiras de investimentos. É de referir, ainda, que existe a suspeição de que os investidores, por força dos seus interesses comerciais, mesmo que por via indireta, possam optar por não confrontar as administrações, ou por usar a sua influência para extrair benefícios privados à semelhança dos grandes investidores particulares (Alves, 2005).

lizam a estratégia de aconselhamento e orientação sobre o governo das sociedades participadas, como veículo para maximizar o retorno da sua carteira de investimento.

Há, contudo, razões que concorrem para a assunção do comportamento passivo. A primeira inside no facto dos investidores institucionais operarem em ambientes altamente competitivos, onde a informação disponibilizada facilita a avaliação e a comparação das respetivas *performances*. A moderna teoria de gestão de carteiras e a hipótese de eficiência do mercado de capitais, que constituem os fundamentos teóricos da atuação e da avaliação desses investidores, defendem que o risco específico da empresa pode ser reduzido por diversificação (Brealey e Myers, 1988, 1996) e que o investidor será compensado apenas pela assunção do risco não diversificável (Sharpe, 1964; Lintner, 1965). Estas vertentes filosóficas sugerem, ainda, que não se conseguem obter ganhos superiores ao esperado pela remuneração do risco sistémico assumido (Jensen e Smith, 1984). Nesta linha, Macey (1997) sublinhou que o investidor institucional deve concentrar-se em produzir e desenhar, ao mais baixo custo possível, carteiras de ações tendo em vista a eliminação do risco específico. Ainda assim, convém referir que nenhuma dessas estratégias é consistente com a vigilância ativa e continuada na sociedade¹

A segunda razão consiste no facto de qualquer rendimento associado ao ativismo deve, em princípio, ser partilhado com os demais accionistas, incluindo os fundos rivais que estiverem vinculados à sociedade em causa, sendo que a sua *performance* é geralmente comparada com a da concorrência (Fisch, 1994). Apesar do investidor institucional poder assumir o ativismo do tipo *voice*² no intuito de melhorar a *performance*, não se espera que venha partilhar os custos totais deste investimento, mas sim o retorno.

Como resultado, os investidores institucionais podem não estar motivados para sacrificar a sua rentabilidade com o fito de assumir uma atuação mais ativa, reclamando alterações na empresa, designadamente ao nível da administração, lutando contra al-

¹Webb *et al.* (2003) advogaram que, se os investidores institucionais aumentarem as participações para efeitos de ativismo podem, à partida, gerar anomalias ao nível da eficiência do mercado de capitais, exacerbando os custos, a volatilidade bem como os *free rider problems*. O que se harmoniza com os argumentos de Gorton e Kahl (1999) que apontam no sentido de os investidores institucionais poderem ser tidos como vigilantes imperfeitos devido aos seus próprios problemas de agência.

²O termo "*voice*" é a expressão anglo-saxónica geralmente usada para descrever situações em os accionistas têm uma forte intervenção nos destinos das empresas, designadamente através do direito de voto.

terações estatutárias, pugnando por uma mais justa política de dividendos, fazendo comentários adversos às decisões tomadas pelos gestores ou contestando as respectivas remunerações (Macey, 1997; Alves, 2005). É de referir que, o elevado envolvimento dos investidores institucionais no governo das sociedades resulta sempre em custos não despididos, que incluem: (i) novos investimentos em capital humano, (ii) perda de liquidez, e (iii) potenciais responsabilidades fiduciárias.

Porém, cumpre assinalar que, atendendo aos potenciais benefícios, o envolvimento dos investidores institucionais no governo das sociedades deve ser considerado. E, neste plano, as evidências empíricas apontam no sentido de que os investidores institucionais podem ser indutores da competitividade das empresas, assim como de mecanismo de controlo dos problemas de agência. Por exemplo, Bushee (1998) observou que a intervenção dos investidores institucionais, especialmente dos fundos de pensões, está associada positivamente com elevados níveis de despesas em investigação e desenvolvimento (I&D). Nesta linha de evidências insere-se o estudo de Zahra (1996) que indica que a propriedade institucional, assente na perspetiva a longo prazo, está positivamente associada com estratégias empreendedoras, ao passo que a propriedade institucional *short-termist* está associada negativamente. Idênticas conclusões são apresentadas por Hoskisson *et al.* (2002) que sublinham a importância desses investidores nos processos de inovação interna e externa. Adicionalmente, Hartzell e Starks (2003) apresentam resultados que sugerem que os investidores institucionais são vigilantes eficientes relativamente à compensação dos executivos. Estes autores evidenciam, por um lado, a existência de associações positivas entre a concentração da propriedade institucional e a compensação dos executivos, tendo em vista a sua *performance* e, por outro lado, destacam, também, associações negativas entre a concentração das participações dos investidores institucionais e a remuneração excessiva dos gestores. Na mesma linha, Chung *et al.* (2002) concluem que o oportunismo dos gestores, em termos salariais (i.e., maior utilização do poder discricionário), é reduzido quando os investidores institucionais detêm a maior parte do capital. Esta evidência é também corroborada por Hadani *et al.* (2011) ao concluírem que o controlo exercido pelos investidores institucionais está negativamente relacionado com a compensação dos executivos, o que sugere que o ativismo desses investidores reduz os problemas de agência resultante dos *free cash flows*.

Apesar de não existir consenso em torno do envolvimento dos investidores institucionais no alinhamento de interesses e controlo dos custos de agência; dado ao

elevado crescimento evidenciado em países que apostaram nos mercados de capitais assim como os efeitos nefastos que estes causaram as grandes economias por via da crise financeira de 2007-2009 (Camara *et al.*, 2010), importa realçar que a intervenção desses investidores depende das restrições a que está sujeita, dos seus objetivos, bem como das suas preferências em termos de liquidez. São estes fatores que podem, ou não, afetar o seu envolvimento, assumindo, por um lado, o ativismo do tipo *voice*, ou, por outro, um comportamento de lealdade ou de abandono.

1.4.1.4 Problemas de agência nas empresas familiares

A literatura sobre empresa familiar¹ (EF) é vasta. Contudo é difícil encontrar uma única definição que seja consensualmente aceite por todos os investigadores (Ang *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Barontini e Caprio, 2006; Villalonga e Amit, 2006), embora se observe um certo consenso em torno das suas características, nomeadamente a concentração da propriedade e/ou da gestão nas mãos de um único indivíduo ou família (Gersick *et al.*, 1997a). Ainda assim, deve sublinhar-se que a operacionalização de EF tem variado conforme o âmbito e domínio do estudo. Por exemplo, Ang *et al.* (2000), tendo em conta uma amostra de 1708 PME americanas não cotadas, definiram as EF como aquelas em que uma única família detém mais de 50% do capital social.

Na mesma linha, Claessens *et al.* (2002) analisaram as empresas cotadas em 8 países asiáticos, tendo por seu turno definido as EF como aquelas que têm um conjunto de indivíduos relacionados entre si, por via sanguínea ou matrimonial. Já Anderson *et al.* (2003b,a) e Anderson e Reeb (2004), utilizando uma amostra de empresas incluídas no

¹As empresas familiares têm assumido particular importância na dinamização das economias de vários países, inclusive naqueles onde os níveis de proteção dos acionistas minoritários são elevados (La Porta *et al.*, 2000a; Astrachan e Shanker, 2003; Anderson *et al.*, 2003a; Villalonga e Amit, 2006, 2010). O estudo de Astrachan e Shanker (2003), por exemplo, indica que as EF representam cerca de 80%-90% do universo das empresas americanas. Anderson *et al.* (2003a) verificaram que um terço das empresas incluídas no índice *Standard and Poor's 500* são familiares. Maury (2006) analisaram empresas não-financeiras e cotadas em 13 países europeus, tendo verificado que as famílias controlam aproximadamente 63% dessas empresas. Villalonga e Amit (2006) verificaram que 37% das 500 maiores empresas classificadas pela *Fortune review* são familiares. Recentemente, estes autores reportaram que mais de 55% das empresas cotadas que constituem a sua amostra (8104) são familiares (Villalonga e Amit, 2010). Na mesma linha, Anderson *et al.* (2009) documentaram que as EF representam aproximadamente 48% das 2000 maiores empresas norte-americanas. Essas evidências confirmam a ideia de que a propriedade familiar é prevalente e que, certamente, essas percentagens seriam maiores se se tivesse em consideração as empresas dos vários continentes (Abor e Biekpe, 2007; Chen e Nowland, 2010), nomeadamente as pequenas e média empresas. Chrisman *et al.* (2012), por exemplo, observaram que entre as 1060 PMEs, da amostra, a participação média da família na sociedade é de 90%.

índice S&P 500, descreveram a EF como sendo empresas em que as famílias fundadoras detêm uma fração do capital social e/ou têm assentos nos conselhos de administração. Chrisman *et al.* (2004), por sua vez, consideraram EF àquelas que são detidas e geridas por membros da mesma família e que procuram assegurar o envolvimento transgeracional através da sucessão familiar. Barontini e Caprio (2006), com base em 675 maiores empresas de 11 países da Europa continental, definiram EF como sendo as que o maior acionista detém pelo menos 10% dos direitos de propriedade ou se a família ou maior acionista controla mais de 51% dos direitos de voto. Para uma amostra de 500 maiores empresas americanas, Villalonga e Amit (2006) consideraram EF aquelas em que os fundadores ou seus membros familiares são administradores, diretores ou detêm mais do 5% do capital social.

Especificamente no campo da análise dos custos de agência e *performance* das EF também se verifica uma divisão doutrinal. Por um lado, os estudos seminais de Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983a) defendem que os custos de agência do capital próprio são nulos ou insignificantes quando existe concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão. O que significa que a família com elevado direito de voto e direito sobre os *cash flows* futuros tem maior incentivo e motivação tanto para monitorizar as ações dos gestores como para aumentar o valor da empresa (Anderson *et al.*, 2003a; Villalonga e Amit, 2006). Isto porque a coincidência entre o risco do capital e a direção efetiva da empresa permite alinhar as atitudes dos gestores em relação às oportunidades de crescimento e o risco que incorrem da exploração dessa oportunidade, diminuindo assim os custos de monitorização e incentivos que visem a melhoria da *performance* das empresas. É, nesta perspetiva, que Fama e Jensen (1983b) defendem que o proprietário-gestor (*owner management*) pode substituir os dispendiosos mecanismos de controlo utilizados nas grandes empresas para atenuar os problemas de agência entre principal-agente. Por equiparação, a *family owner management* é, nestes termos, considerada um modelo de gestão eficiente não só pelo que já foi exposto, mas também pela elevada rotatividade dos membros familiares ao longo do ciclo de vida da empresa que permitem um maior conhecimento sobre os fatores críticos do negócio, assim como melhor vigilância e disciplina dos gestores não-familiares (Villalonga e Amit, 2006). Adicionalmente, a intimidade e a confiança típicas dos laços familiares reduzem as assimetrias de informação e, conseqüentemente, os problemas de seleção adversa e risco moral, assim como facilitam a cooperação e o comprometimento na tomada de decisões estratégicas para a empresa, principalmente

no estágio inicial (i.e. na primeira geração)¹

De acordo com os defensores da teoria da *stewardship*, essas atitudes de cooperação e comprometimento com o sucesso da empresa são geralmente influenciadas pelas motivações intrínsecas (e.g. o bem-estar comum e a harmonia familiar), altruísmo, confiança e laços fortes: os gestores identificam-se com os valores e crenças da organização e assimilam os objetivos organizacionais como seus, sacrificando por vezes os objetivos pessoais, porque acreditam que a maximização da *performance* da organização será benéfica para todos (Davis *et al.*, 2000). Neste quadro, a colaboração entre os membros da família permite a transferência de conhecimento operacional e de gestão entre as várias gerações e o aprimoramento das competências indispensáveis à sustentabilidade das empresas.

Acresce, ainda, que as famílias dispõem de recursos tangíveis e intangíveis (Dyer, 2006) que são, muitas vezes, raros, valiosos e inimitáveis (Barney, 1991), nomeadamente: (i) talento, (ii) experiência, (iii) flexibilidade e motivações, (iv) valores e reputação da família, (v) relações de confiança criadas com os colaboradores, clientes, credores, políticos, entre outros, (vi) ativos físicos e (vii) ativos financeiros, que são colocados ao dispor da empresa. Aliás, o facto da riqueza familiar e empresarial geralmente se (con)fundirem aumenta a propensão dos membros familiares disponibilizarem os seus ativos físicos (e.g. terras, edifícios, etc.) e financeiros em prol dos objetivos da empresa, principalmente em momentos de grande fragilidade, incentivando os gestores familiares a serem mais prudentes e eficientes na administração do património familiar (James, 1999).

Por outro lado, autores como Schulze *et al.* (2001); Dyer (2006) entendem que as empresas familiares constituem terrenos férteis para tensões e conflitos familiares: diferentes pontos de vista relativos à distribuição da propriedade, compensação de risco, processos de sucessão, partilha e disputa de poder podem fazer da empresa um campo de batalha onde os membros da família competem e guerreiam uns contra outros, descurando, geralmente, a missão e objetivos da organização (Schulze *et al.*, 2003a).

¹As empresas familiares são geralmente retratadas como sendo governadas com base na confiança mútua, respeito, devoção aos outros e colegialidade baseada no clã (Corbetta and Salvato, 2004). Portanto, presume-se que os membros familiares subordinem os interesses pessoais aos interesses coletivos (e.g. identidade do grupo, *status* e harmonia familiar, intensão de passar a empresa para as gerações futuras) e respeitem os contratos que potenciam a rendibilidade e perpetuidade da empresa (Corbetta e Salvato, 2004a).

Outra razão que leva as EF a não serem, por excelência, minimizadoras de custos de agência reside no facto de as ações altruístas envolverem necessariamente um certo grau de interesse pessoal. Por exemplo, o altruísmo parental que resulta quer das obrigações parentais (i.e. educação, auxílio, assistência e segurança), quer do vínculo da riqueza dos proprietários à dos seus descendentes, permite que membros familiares (designadamente descendentes) tenham direitos de preferência nos cargos diretivos, mesmo não tendo competência para o exercício de tais cargos. Uma vez que, por inerência do direito de propriedade e correlação do bem-estar de pais e filhos, são-lhes reservados os cargos (ou sucessão nos cargos) de gestão do topo das empresas familiares (Chua *et al.*, 1999; Klein *et al.*, 2005; Chrisman *et al.*, 2012).

No entanto, como se pode observar, a integração de membros familiares na empresa devido ao altruísmo parental tem vantagens e desvantagens em matéria de problemas de agência. Entre as vantagens salientam-se o aumento da comunicação e da cooperação, a redução das assimetrias de informação, a facilitação dos acordos informais, o compromisso e interdependência dos membros familiares. Como desvantagens apontam-se, por exemplo, o dilema do samaritano¹, o fortalecimento de gestores-proprietários incompetentes, o parasitismo familiar (*family free riding problems*) e a incapacidade do fundador para vigiar e punir os seus parentes pela má gestão. Gomez-Mejia *et al.* (2001), por exemplo, verificaram que o altruísmo parental torna os membros familiares generosos e envia as perceções que têm sobre o CEO-parente relativamente à *performance*. O que dificulta a punição pela má *performance*, especialmente quando a tal punição pode manchar o bom nome da família (reputação) e/ou deteriorar as relações familiares (Schulze *et al.*, 2002; Chrisman *et al.*, 2004). Estas ações levam a evocar a observação feita por Rosenblatt *et al.* (1985), no seu extenso trabalho em torno da dinâmica das empresas familiares, para explicar por que o nível de vigilância e punição dos gestores familiares deve ser diferente dos demais gestores ou colaboradores:

"If my sons or my wife make mistakes, I let it go, because it's not worth fighting over. You have to live with your family. A non family member, you can fire him" (Rosenblatt *et al.*, 1985, p.11).

¹O dilema do samaritano postula que existe uma relação positiva entre nível de altruísmo parental e a propensão dos descendentes eximirem-se das sua responsabilidade (i.e. incumprimento das suas tarefas) e deturparem as informações e ações (Buchanan, 1975). O que, no limite, leva os indivíduos a tomarem decisões ou praticarem ações que manifestamente os prejudicam.

Adicionalmente, Lansberg (1983), e outros autores (Schulze *et al.*, 2002; Lubatkin *et al.*, 2005), defendem que alguns comportamentos altruístas (como preferência e proteção dos membros familiares) podem ser benéficos apenas nas fases iniciais do processo empreendedor, por exemplo, no período de criação da empresa ou de entrada em novos mercados. Nas fases posteriores, porém, o altruísmo parental excessivo pode constituir um *handicap*, porque incentiva os membros familiares a esquivarem-se dos seus deveres e/ou a ocultarem informação relevante, dando lugar aos problemas de agência do proprietário-controlador (*owner control*) e proprietário-gestor (*owner management*). Por exemplo, a concentração da propriedade e controlo (*owner control*) pode inibir a capacidade de as EF competirem nos mercados, nomeadamente no recrutamento de gestores e colaboradores especializados dado que (i) os cargos de gestão do topo são reservados aos membros familiares, (ii) não estão dispostos a renunciar ou reduzir o controlo que têm sobre a empresa, (iii) estão menos propensas a adotar políticas remuneratória que inclua a *stock option* (Morck, 1996; Schulze *et al.*, 2002). Mais, a concentração da propriedade e controlo, aliada à imperfeição dos mercados de capitais, limita a capacidade de as EF captarem financiamento externo necessário para recrutar candidatos talentosos ou recursos estratégicos, tal como acontece nas empresa de capitais abertos (Schulze *et al.*, 2001).]

No que tange à relação do envolvimento familiar (na propriedade e na gestão) com a *performance* das empresas, não existe uma posição pacífica dos autores (vide, por exemplo, a Tabela 1.1)

Tabela 1.1: O efeito do envolvimento da família na *performance* das empresas

AUTORES	CONTEXTO	RESULTADOS
Chrisman <i>et al.</i> (2004)	EUA	Efeitos diretos NS. As empresas familiares têm uma relativa vantagem na redução dos custos de agência.
Chahine (2007)	França	Positivo para moderado EFP e negativo para elevado EFP.
Cucculelli e Micucci (2008)	Itália	As empresas geridas por não-herdeiros apresentam maior ROA do que as empresas geridas por herdeiros.
Saito (2008)	Japão	Positivo para as empresas geridas por fundadores; negativo para empresas detidas e geridas por herdeiros; positivo para as empresas detidas ou geridas por herdeiros.
Minichilli <i>et al.</i> (2010)	Itália	A relação entre o envolvimento familiar e a <i>performance</i> tem a forma de U-invertido.
Herrero (2011)	Portugal	No sector pesqueiro, o envolvimento familiar tem efeitos positivos na eficiência da empresa.

(*Continua na página seguinte*)

Tabela 1.1: – (Continuação da página anterior)

AUTORES	CONTEXTO	RESULTADOS
Jiang e Peng (2011)	8 países asiáticos	Em termos gerais, o envolvimento da familiar não tem efeitos significativos na <i>performance</i> . Todavia, nalguns países o efeito é positivo e noutros é negativo. Sugerindo que o impacto do EF na <i>performance</i> depende da proteção dos acionistas, existente em cada país.
Mazzola <i>et al.</i> (2012)	Espanha	A relação entre o envolvimento familiar e a <i>performance</i> tem a forma de U-invertido.

Notas:

NS - Não significativo

EFP - Envolvimento da família na propriedade

EF -Envolvimento familiar

ROA- *Return on assets*

Além disso, o estudo de Cater III e Justis (2010) *apud* Hunter e Kazakoff (2012) indica que cerca apenas de 30% das empresas passa para a segunda geração, somente 12% chega à terceira e não mais do que 4% alcança a quarta geração.

1.4.2 Problemas de agência da dívida

Tal como se referiu anteriormente, alguns investigadores defendem que os tradicionais custos de agência do capital podem ser minimizados através da concentração da propriedade e da sobreposição entre a propriedade e a gestão (Jensen e Meckling, 1976; Ang *et al.*, 2000).

Encontrando-se a propriedade e a gestão da empresa na mão de um único indivíduo (empreendedor), este abster-se-á de quaisquer regalias e custos que possam reduzir os lucros e o valor da empresa. No entanto, se este proprietário-gestor abrir o capital da empresa a terceiros com o objetivo de financiar novos projetos de investimento, poderá reduzir os riscos sistémicos, mas, em contrapartida, terá que partilhar proporcionalmente os lucros gerados. Neste contexto, o proprietário-gestor será tentado a não abdicar de certas regalias, destinadas a compensá-lo pelos esforços adicionais e riscos de gestão a que está exposto (Jensen e Meckling, 1976). Por outras palavras, irá prosseguir os seus próprios interesses em detrimento da maximização do valor da empresa.

Como se não bastasse, o proprietário-gestor poderá mostrar-se resistente em distribuir os lucros obtidos, preferindo reaplicá-los em novos projetos de investimento, independentemente da rentabilidade e risco que estes apresentem. Dando, assim, lugar ao problema de sobre-investimento (Jensen, 1986), que tenderá a agravar-se à medida em que o crescimento e a dimensão da empresa aumentarem as recompensas dos gestores (i.e. quanto maior for a sensibilidade *performance*-recompensa). Este agravamento será tanto maior quanto maiores forem as discrepâncias entre os direitos de voto e os direitos sobre os *cash flows* (Johnson *et al.*, 2000; Faccio e Lang, 2002).

No entanto, em contexto de simetrias de informação e de racionalidade económica dos investidores externos, a propensão dos proprietários-gestores apresentarem comportamentos oportunistas repercute-se no valor da empresa e, conseqüentemente, no preço de cada ação que os investidores externos estão dispostos a pagar. Para evitar estes transtornos os gestores-proprietários preferirão explorar e financiar as oportunidades de crescimento através do recurso ao crédito.

Sucedem, porém, que o financiamento com capitais alheios é, também, outro “poço” de problemas de agência, no qual as instituições financeiras (principal) utilizam as empresas (agente) para obterem ganhos pelos empréstimos concedidos (Jensen e Meckling, 1976), pelo que a imperfeição dos mercados e as assimetrias de informação existentes expõem permanentemente os credores aos problemas de seleção adversa e risco moral. Estes problemas limitam, por seu turno, a capacidade destes identificarem os mutuários que apresentem maior probabilidades de reembolsar os créditos (Stiglitz e Weiss, 1981).

As dificuldades enfrentadas na identificação dos “*good borrowers*” expõem essas instituições credoras ao risco de expropriação, *a posteriori*, que se podem materializar através da substituição do ativo, diluição dos ativos, transferência de riscos (*risk-shifting*), subinvestimento e insolvência da empresa. Ora, se esses riscos não forem devidamente acautelados as instituições credoras poderão incorrer custos elevados (e.g. custos de incumprimento da dívida, custos judiciais, etc.). Aumentando, por conseguinte, o risco e a desvalorizações dessas instituições nos mercados financeiros, principalmente quando estão sujeitas à notação de *rating* para se refinanciarem.

1.4.2.1 Substituição dos ativos

A substituição dos ativos (ou transferência de risco) ocorre, por exemplo, quando os gestores vendem os ativos utilizados em atividades de baixo risco para investirem em projetos de elevado risco. Ou ainda, quando os gestores afetam os fundos obtidos, *a priori*, para projetos de riscos baixos ou moderados em projetos que prometem retornos elevados, apesar da baixa probabilidade de sucesso. Se o projeto for bem-sucedido, os proprietários beneficiam da maior parte dos ganhos e valorizam os capitais próprios à custa dos credores. Mas se o projeto for mal sucedido, os credores arcam com a maior parte das perdas (Jensen e Meckling, 1976), sobretudo nas sociedades em que a responsabilidade do proprietário é limitada (Martins, 2004).

1.4.2.2 Diluição dos ativos e das dívidas

Atendendo aos riscos de substituição de ativos, os credores exigem garantias patrimoniais que, por um lado, possam ser acionadas em caso de incumprimento do serviço da dívida e que, por outro lado, permitam ajustar os preços dos créditos às probabilidades dos proprietários-gestores apresentarem comportamentos oportunistas, que lesem significativamente os seus interesses (Voordeckers e Steijvers, 2006).

Acontece, no entanto, que os gestores, dentro das competências e autonomia que lhes são conferidas, podem desviar os ativos existentes para benefício próprio e/ou procurar novas fontes de financiamento tendo em conta o património da empresa. Desencadeando, assim, o processo de diluição da dívida que ocorre, por exemplo, quando os gestores renegociam as dívidas ou emitem novos créditos no intuito de aumentar a liquidez ou de evitar incumprimentos futuros e insolvência da empresa.

A renegociação da dívida implica, muitas vezes, o alargamento dos prazos de pagamentos, por parte dos credores, em troca do agravamento das outras condições de financiamento, controlo da administração ou participação no capital social da empresa endividada (Damodaran, 2001). Como resultado, os credores incorrem, por um lado, em custos significativos decorrentes da própria renegociação, monitorização e redução do valor atual da dívida e, por outro lado, as empresas endividadas incorrem em elevados custos de financiamento. Por exemplo, a emissão de novos créditos, tanto para aumentar a liquidez como para financiar novos projetos de empresas altamente endividadas,

implica geralmente contratos mais exigentes e restritivos que favoreçam, de certo modo, os novos credores (Schwartz, 1997). Tem sido cada vez mais comum os novos credores exigirem simultaneamente várias garantias que aumentam, radicalmente, as probabilidades de reembolso das dívidas nos termos dos contratos (Shleifer e Vishny, 1997; Schwartz, 1997; Bolton e Jeanne, 2009), tais como, a retenção dos ativos monetários da empresas e/ou proprietários, a indicação de um avalista, o seguro da dívida, os contratos de exclusividade e a senioridade da dívida (*debt seniority*¹).

A contratação de novos créditos, por empresas altamente endividadas, que integrem as exigências acima descritas, podem, de facto, lesar os interesses dos antigos credores. Além de os subalternizar em favor dos novos credores, tornam os créditos existentes mais arriscados e menos valiosos (Schwartz, 1997; Bryan *et al.*, 2006), beneficiando os acionistas. Aliás, segundo os métodos de avaliação dos ativos, qualquer decisão que aumente o risco da empresa, face às expectativas iniciais dos credores, irá contribuir para a valorização do capital próprio à custa dos capitais alheios (Augusto, 2006).

Nesta ordem de ideias, os credores antecipam-se aos potenciais riscos de diluição dos ativos e dívidas por parte dos *insiders*, reduzindo o montante e a maturidade da dívida ou exigindo taxas de juros elevadas que compensem os riscos incorridos. Essa atitude defensiva pode ser prejudicial para empresa não só porque aumenta o *stress* e esforços dos gestores², mas também porque aumenta o subinvestimento e, por ventura, a estagnação da empresa.

1.4.2.3 Subinvestimento

Segundo Myers (1977), autor que inicialmente abordou este tema, o problema do subinvestimento decorre da elevada probabilidade dos proprietários das empresas, sob

¹"*Debt seniority*" é a expressão usada nos países anglo-saxónicos para indicar a prioridade do reembolso da dívida. O que significa que em caso de liquidação, os credores cujos contratos preveem a senioridade da dívida devem estar entre os primeiros da lista a serem pagos com a venda dos ativos empresa.

²Importa aqui realçar, que uma das regras de ouro da gestão financeira postula que o grau de exigibilidade do financiamento deve ser compatível com a maturidade dos ativos que a suportam, principalmente nas empresas com pouca liquidez e elevados níveis de endividamento. Tal como sublinha Martins (2004), se as empresas financiarem os ativos de longo prazo com capitais exigíveis a curto prazo existe um desfasamento entre o prazo de reembolso destes capitais e a capacidade de gerar fundos (cash flows) dos ativos, o que pode criar graves problemas de tesouraria, mesmo nos casos em que as empresas são economicamente viáveis.

ameaça de insolvência, poderem rejeitar boas oportunidades de investimento (i.e. projetos com valor atual líquido positivo), não só porque a sua materialização implicaria a afetação de capital próprio fresco (i.e. recapitalizar a empresa), mas também porque grande parte dos ganhos obtidos se reverteria a favor dos credores, valorizando o valor de mercado da dívida à custa das contribuições dos acionistas.

1.4.2.4 Custos de insolvência

Como se observará no próximo capítulo, a discussão em torno dos níveis de endividamento das empresas baseia-se, essencialmente, em duas teorias: a teoria *trade-off* e a teoria *pecking order*. De acordo com a teoria *trade-off*, as empresas escolhem o nível ótimo de dívida tendo em consideração o *trade-off* entre os benefícios da dívida e os respetivos custos. Os benefícios da dívida incluem tanto a poupança fiscal, resultante da dedução nos impostos dos gastos com juros (Modigliani e Miller, 1963), bem como a redução dos custos de agência decorrentes do excedente de cash-flows livres (Jensen e Meckling, 1976). Os custos da dívida referem-se sobretudo aos custos diretos e indiretos de insolvência que decorrem do endividamento excessivo. De acordo com esta teoria, as empresas atingem um nível ótimo de dívida quando o benefício marginal de uma unidade de dívida é igual ao seu custo marginal. O que significa que a partir de um certo limiar de endividamento, a probabilidade de as próprias empresas e credores incorrem em custos de insolvência aumenta.

Os credores, por exemplo, incorrem em custos relacionados quer com as perdas dos créditos concedidos, quer com a coordenação entre os pares. Quanto aos primeiros, cabe realçar que o direito de incumprimento da dívida pela empresa permite aos proprietários com responsabilidades limitadas abandonarem o negócio, deixando os problemas nas mãos dos credores quase sem margem de manobra (Martins, 2004). A declaração de insolvência envolve normalmente processos judiciais que, em regra, dificultam o acionamento das garantias (que constam dos contratos) pelos credores. Adicionalmente, os custos diretos (i.e. judiciais e administrativos) e indiretos (i.e. desvalorização dos ativos) de insolvência consomem uma parte significativa dos ativos da empresa (Campbell, 1997) que serviriam para saldar as dívidas, principalmente nas situações em que a tramitação processual é longa e complexa.

Os custos de coordenação dizem respeito aos custos suportados pelos diversos

credores para, coordenadamente, reaverem os seus direitos. Em caso de incumprimento, e tendo em vista os contratos estabelecidos, os credores passam a ter o direito de penhorar e vender os ativos da empresa, tornando-se, em parte ou na totalidade, proprietários desses ativos (Armour *et al.*, 2009a). Deparam-se, portanto, com os conflitos de interesses entre os pares (credores-credores) para assegurar a não expropriação ou diluição dos ativos disponíveis quer pelos gestores, quer pelos outros credores.

Fama e Miller (1972) propõem a adoção da “*me-first rule*”¹ para resolver os conflitos de interesses existentes entre credores, nos processos de insolvência das empresas. No entanto, cumpre sublinhar, que a perspectiva de Fama e Miller (1972) é ilusória porque, apesar das prioridades dos credores obedecerem aos requisitos legais e especificações contratuais (Schwartz, 1997), qualquer um dos credores é potencial proprietário dos ativos da empresa e por isso utilizará tudo o que estiver ao seu alcance para defender os seus direitos².

Em suma, os comportamentos oportunistas dos gestores aumentarão exponencialmente com as tensões financeiras e a probabilidade da empresa entrar em insolvência. Os credores, apercebendo-se das deliberações que os colocam em desvantagem ou que reduzem significativamente os seus ativos, procurarão salvaguardar os seus interesses, racionando o crédito, aumentando as taxas de juros e/ou exigindo, *ex ante*, contratos (e.g. *restrictive covenants*) que acautelem os riscos (Schwartz, 1997; Baird, 1997; Augusto, 2006) incorridos. Obviamente que os contratos e as respetivas restrições acarretam custos para ambas partes. A empresa, por exemplo, arca os custos referentes ao racionamento do crédito, às restrições em termos de distribuição de dividendos, às limitações nos níveis máximos de endividamento e à emissão de obrigações convertíveis. Já os credores incorrem em custos de renegociação das dívidas, monitorização dos contratos, avaliação e valorização das garantias patrimoniais.

¹Como o próprio nome indica, *me-first rule* é uma regra proposta por Fama e Miller (1972) de forma estabelecer prioridades entre os stakeholders relativamente aos ativos da empresa num processo de insolvência e liquidação. Esses autores defendem, por exemplo, que os obrigacionistas devem ser pagos antes dos acionistas.

²Esta observação leva a evocar os argumentos de Baird em torno da importância da prioridade dos credores relativamente à empresa insolvente: *a portion of the assets of an insolvent firm should always be made available for its general creditors. A secured creditor should not be able to enjoy all the assets, even if the secured creditor made the loan when the firm was solvent, properly recorded the interest, and otherwise cut square corners. General creditors can include tort victims, small trade creditors, and unpaid (and now unemployed) workers. After the fact, their claims have a greater moral force than those of a large, diversified financial institution* (Baird, 1997, p.1420)

CAPÍTULO 2

ESTRATÉGIAS PARA LIDAR COM OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

2.1 Introdução

Depois de Identificados os problemas de agência e as facetas que os mesmos podem assumir no cotidiano empresarial, Jensen e Meckling (1976) apresentam, numa ótica mais positivista, três vias para resolver ou atenuar esses problemas: (i) o *bonding*¹, (ii) a monitorização e (iii) os incentivos.

O *bonding* consiste num acordo, contratual ou não, no qual os gestores se comprometem não só a tomarem decisões que maximizem o valor acionista, mas também a apresentar relatórios periódicos, para justificar a qualidade das suas decisões, e a convencer os acionistas de que atuam conforme os seus interesses. Acontece, no entanto, que esta solução tem limitações: A primeira resulta da dificuldade em definir o que são decisões que maximizam a riqueza dos acionistas, pois determinadas decisões (e.g. expansão do negócio, investimentos em pesquisas e desenvolvimento, oferta pública

¹Termo “*bonding*” é geralmente empregue na literatura para descrever o processo de recolha e tratamento de informação para averiguar se (ou demonstrar que) os agentes estão agir no melhor interesse do principal.

de aquisição) podem ter efeitos negativos na rendibilidade de curto prazo e efeitos positivos na rendibilidade de longo prazo, ou podem revelarem-se contraproducentes para a organização. A segunda tem a ver com o facto de as barreiras da racionalidade, descritas no capítulo anterior, não permitirem identificar e prever todos os eventos futuros que possam assegurar que o património dos acionistas não será expropriado ou desperdiçado em projetos pouco atrativos. A terceira é que, embora se assinem contratos ou outros documentos onde se especificam, em termos gerais, o que deve ser feito aos fundos disponibilizados (ou como os retornos obtidos serão distribuídos ou alocados), o ideal seria que se assinassem contratos completos, ou seja, contratos que especificassem exatamente o que os agentes fariam aos recursos em cada etapa e conjuntura. Acontece, todavia, que a maioria dos eventos futuros são difíceis de prever e descrever; como resultado, os contratos completos são tecnicamente inviáveis e extremamente dispendiosos (Shleifer e Vishny, 1997).

A monitorização, por sua vez, consiste na permanente vigilância das decisões e ações dos gestores. Acontece que a monitorização por si só não é suficiente para inibir os gestores de praticarem ações que prejudiquem os acionistas, nomeadamente quando os vigilantes não têm experiências necessárias para detetar os comportamentos oportunistas “encapuzados”. Caso tenham tal perícia, podem não representar ameaça credível para os gestores (e.g. os representantes dos acionistas) ou podem encontrarem-se em conflitos de interesses (e.g. os administradores não-executivos filiados). Os acionistas são, assim, os mais indicados para vigiar efetivamente os gestores. No entanto, nem todos os acionistas estão munidos de proficiência e instrumentos que permitam uma fiscalização eficiente, isenta e construtiva. Principalmente quando as interações existentes entre os fatores que afetam os indicadores da *performance* da empresa não permitem identificar, sem margem de dúvidas, as ineficiências dos gestores. Adicionalmente, nem todos os acionistas estão incentivados a incorrer em custos de monitorização, principalmente quando os custos incorridos superam os benefícios obtidos. Resta, nestes termos, motivar intrínseca e extrinsecamente os gestores a agirem de acordo com os interesses dos acionistas.

Neste âmbito, os incentivos consistem nos instrumentos pecuniários e não pecuniários que motivam os gestores a agir de acordo com os interesses dos acionistas: as remunerações aliantes, privilégios, a autonomia, as pensões vitalícias, entre outros. Uma das questões que se levanta a este nível é se esses incentivos têm necessariamente efeitos positivos sobre a *performance* das empresas. Os estudos que analisam

esta temática estão longe de ser consensuais.

Assim sendo, a literatura oferece um conjunto de mecanismos que permitem alinhar os interesses dos acionistas com os dos gestores de forma a minimizar os problemas e custos de agência (Fama, 1980; Jensen, 1993), aumentando, assim, a *performance* das empresas. Mecanismos esses designados por “governo das sociedades” ou “sistemas de governação”¹.

O facto de o governo das sociedades abranger diferentes fenómenos económicos e sociais fez com que se identificassem na literatura várias definições a seu respeito, que variam de acordo com o âmbito de análise de cada autor. Por exemplo, Mathiesen (2002) define o governo das sociedades como a área da economia que investiga a forma de garantir/motivar a gestão eficiente das empresas, utilizando mecanismos de incentivo como contratos, padrões organizacionais e legislação. Cadbury (2000), por sua vez, postula que o governo das sociedades é um sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. La Porta *et al.* (2000b) definem o governo das sociedades como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação² dos *insiders* (i.e. gestores e acionistas controladores). Na mesma linha, Shleifer e Vishny (1997) definem a governação das sociedades como os meios através dos quais os provedores de capital garantem o retorno adequado dos seus investimentos. Entre nós, Coutinho de Abreu (2010b) define a governação das sociedades como sendo o "complexo de regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais e deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades".

Numa lógica mais abrangente, Walsh e Seward (1990), John e John (1993) e Denis (2001) consideram que a *Corporate Governance* é um modelo de governação que procura proteger os interesses dos *stakeholders* através de mecanismos de controlo externo e interno, que serão abordados nos pontos seguintes.

¹*Corporate Governance*, na terminologia anglo-saxónica.

²De acordo com La Porta *et al.* (2000b), a expropriação assume várias formas, tais como: (i) desvio/roubo dos lucros pelos *insiders*, (ii) autocontratação (*self-dealing*), (iii) desvio de oportunidade de negócio das empresas; (iv) recrutamento de membros familiares, possivelmente não qualificados para cargos de gestão e, (v) remuneração excessiva dos gestores do topo.

2.2 Mecanismos de controlo externo

2.2.1 Leis e regulamentos

Perante um cenário de constante expropriação dos agentes económicos (e.g. investidores e credores), os Estados poderão adotar duas posturas extremas: a) ignorar a situação e deixar a solução dos problemas à mercê das forças dos mercados; b) criar leis e regulamentos que visem investigar e punir todos indivíduos que estejam envolvidos em transações que configurem conflitos de interesses, nomeadamente o autocontrato (*self-dealing*).

Acontece que, na prática, os Estados não seguem à risca nenhuma dessas posturas (La Porta *et al.*, 2002). Por um lado, não ignoram o problema porque reconhecem que a tentação de determinados grupos usurpar a riqueza dos investidores minoritários é maior nas sociedades sem regulamentação própria, como também reconhecem que uma postura laxista (*laissez-faire*) desincentivaria o investimento nacional e estrangeiro, reduzindo, conseqüentemente, o crescimento dos mercados financeiros e o desenvolvimento socioeconómico dos países em causa. Aliás, os estudos de La Porta *et al.* (1997, 1998) reportam que os países com maior proteção dos investidores e credores não só apresentam mercados financeiros de maior dimensão, como também são mais competitivos e desenvolvidos, uma vez que os investidores, ao se aperceberem de que os seus direitos serão protegidos, se tornam mais predispostos a pagar preços elevados pelas ações e títulos de dívidas transacionados nos mercados. Tal acontece, principalmente, quando a proteção de que dispõem aumenta a probabilidade de receberem os retornos dos seus investimentos em forma de juros e/ou dividendos, em vez de serem expropriados pelos gestores ou acionistas controladores.

Por outro lado, não é comum os países proibirem e punirem todas as transações que, aparentemente, enfermam de conflitos de interesses, como por exemplo as transações entre gestores e as empresas ou entre acionistas maioritários, familiares (ou outras entidades sob seu controlo) e as respetivas empresas (Johnson *et al.*, 2000). É isto, provavelmente, porque os esforços necessários para identificar tais conflitos poder-se-iam revelar economicamente contraproducentes (Shleifer e Vishny, 1997) ou então porque, em muitos casos, as transações com partes relacionadas fazem realmente sentido do ponto de vista económico (Djankov *et al.*, 2008).

A questão que se levanta é: o que os países/Estados realmente fazem (ou devem fazer) para inibir os comportamentos oportunistas e proteger os investidores, sem se imiscuírem na gestão interna das empresas nem afetarem seriamente a sua rendibilidade?

Apesar de La Porta e colegas (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 2000b, 2002; Djankov *et al.*, 2008; La Porta *et al.*, 2008) se terem debruçado afincadamente sobre esta questão, certo é que várias abordagens, mais ou menos eficientes, têm sido aplicadas para proteger os interesses dos investidores, sendo que apenas duas delas serão aqui analisadas. Tão-somente, porque ambas assentam no pressuposto de que o Estado desempenha um papel central na proteção dos investidores, principalmente como legislador e garante da ordem pública.

A primeira abordagem consiste na facilitação, sensibilização e implementação (*enforcement*) do bom comportamento (*good behavior*). Esta abordagem, amplamente utilizada no contexto anglo-saxónico ou nas grandes empresas cotadas, enfatiza o seguinte: (i) extensiva divulgação da informação (*disclose*), (ii) aprovação de todos os projetos com potenciais conflitos de interesses pelos acionistas desinteressados, designadamente as negociações entre partes relacionadas entre si (*self-dealing*), (iii) adoção do princípio *arm's length contracting*¹ e (iv) facilitação da resolução de litígios entre as partes quando existem suspensões de expropriação. Com essa abordagem os Estados afastam-se da postura permissiva do tipo *laissez-fairer* e assumem uma atitude mais reguladora e protetora dos interesses dos agentes económicos, deixando as negociações e contratualizações ao critério das partes interessadas (Djankov *et al.*, 2008). Desta forma, os órgãos estatais permitem que os agentes económicos experientes desenvolvam um conjunto de contratos privados (e.g. pactos parassociais) que minimizam os custos, que podem advir dos vários tipos de relações de agência.

Porém, uma das principais limitações desta abordagem consiste no facto das empresas serem cada vez mais organizadas, em forma de grupos de negócios, com participações cruzadas ou piramidais (e.g. as *holding*), de modo a diversificarem-se e protegerem-se dos riscos sistémicos. Nessas situações cada uma das empresas do grupo é controlada por membros da mesma família ou flanco, embora as suas ações

¹Em termos gerais, este princípio postula que a negociação entre partes relacionadas (*self-dealing*) deve obedecer os mesmos critérios que seriam impostos às entidades ou indivíduos independentes, em circunstâncias semelhantes, com o intuito de obter o melhor acordo possível para ambas as partes (Bebchuk e Fried, 2004). Este princípio utiliza-se na negociação da remuneração dos órgãos de gestão.

sejam livremente transacionáveis em bolsas de valores. Como resultado, os interesses internos (e os respetivos *lobbies*), que se criam, tendem a desvirtuar os mecanismos de controlo interno (designadamente a divulgação de informação fidedigna, os processos de discussão e aprovação dos projetos e a fiscalização interna) que, conseqüentemente, agravam os custos de agência, dando lugar ao colapso e falência das empresas. Como exemplo é de referir o que ocorreu na década passada com a Enron Corporation e a Parmalat.

A segunda abordagem de proteção dos investidores é muito comum na Europa continental e consiste, basicamente, na criação de leis e regulamentos gerais que protejam os interesses dos investidores. Cabe, então, às autoridades públicas a resolução dos litígios existentes entre os agentes económicos mediante sanções. Como se observará, esta abordagem apresenta limitações, designadamente: (i) falta de prevenção de eventuais expropriações, (ii) dificuldade das instituições públicas em detetar e punir atempadamente os infratores, principalmente quando a lei é omissa ou não é suficientemente explícita, (iii) morosidade dos processos judiciais que podem levar à prescrição dos crimes e, por fim, (iv) impunidade dos factos não previstos na lei.

Embora os benefícios da proteção legal dos investidores, no desenvolvimento dos mercados financeiros, estejam amplamente documentados na literatura (La Porta *et al.*, 1998, 1999, 2000b; Beck e Levine, 2004), existem ainda indícios de fraca proteção dos investidores, inclusive em países considerados democráticos e altamente desenvolvidos. A par disso, La Porta *et al.* (2008) são perentórios em afirmar que as normas jurídicas de proteção dos investidores variam sistematicamente entre as diversas tradições jurídicas¹ que, por seu turno, afetam significativamente os mercados dos respetivos países. Não descartando, contudo, a hipótese de que os fatores políticos, culturais e históricos podem influenciar a eficácia das leis e regulamentos² na prevenção e solução dos conflitos de interesses,

Por exemplo, os autores observaram que a participação do Estado no capital

¹De recordar que as tradições jurídicas (também conhecidos por sistemas jurídicos, regimes jurídicos ou sistema legal) se encontram divididas em dois grandes grupos: a *common law* e a *civil law*. Sendo que a *civil law* têm várias subtradições tais como, a francesa, a alemã e a escandinava. A análise histórica aos princípios jurídicos e às ideologias jurídicas, que norteiam estas tradições não faz parte dos objetivos da presente tese. Para informação vide, por exemplo, Beck e Levine (2004) e La Porta *et al.* (2008).

²As transplantações (por conquistas, colonização ou iniciativas próprias) de algumas infraestruturas jurídicas, tais como códigos legais, princípios e ideologias jurídicas e elementos da organização do poder judiciário, aliadas aos hábitos e costumes permitiram que as leis e regulamentos de vários países evoluíssem e se adaptassem às circunstâncias locais (La Porta *et al.*, 2000b, 2008).

dos bancos (Porta *et al.*, 2002), as barreiras à entrada de determinados regulamentos (Djankov *et al.*, 2002), a regulação do mercado laboral (Botero *et al.*, 2004) e a participação do Estado nos meios comunicação social (Djankov *et al.*, 2003b) variam de acordo com as tradições jurídicas. Estes autores observaram, também, que os países que adotaram a *civil law*, designadamente a tradição francesa, apresentam maior intervenção do Estado tanto na estrutura de propriedade das empresas, como na regulamentação, comparativamente aos países da *common law*. Os mesmos autores observaram, ainda, que a elevada participação do Estado no capital das empresas e na regulamentação tem geralmente efeitos adversos sobre os mercados, nomeadamente maiores níveis de corrupção, economia informal e taxas de desemprego¹ (Djankov *et al.*, 2002).

Outros estudos apresentam evidências de que os países que aderiram à *common law* demonstram menor formalismo dos processos judiciais (Djankov *et al.*, 2003a) e maior independência do poder judicial (La Porta *et al.*, 2004), comparativamente aos da *civil law*. Com efeito, e segundo estes autores, o menor formalismo dos processos judiciais e à independência do poder judicial estão geralmente associados à melhor execução dos contratos, à uma maior segurança dos direitos de propriedade e a um maior acesso ao financiamento externo (La Porta *et al.*, 2008). De realçar que esses autores encontraram inicialmente evidências de que a proteção legal é um forte preditor do desenvolvimento dos mercados financeiros (La Porta *et al.*, 1997, 1998).

Estudos mais recentes reportam que as diferenças sistémicas entre os dois regimes jurídicos ainda persistem, nomeadamente no que diz respeito à proteção dos investidores. Por exemplo, é de notar o banco Mundial que, através do projeto *Doing Business*, divulga, anualmente, entre outros assuntos, os níveis de proteção dos investidores de vários países, utilizando o índice *Antidirector Rights Index*² desenvolvido por

¹Djankov *et al.* (2002), ao analisarem 92 países, observaram que a participação do Estado no capital dos bancos é bastante elevada nos países que apresentam: baixos PIBs *per capita*, governos altamente intervencionistas e ineficientes, sistemas financeiros rudimentares e baixa proteção dos direitos de propriedade. Estes autores observaram, por exemplo, que em 1970, a participação dos Estados nos capitais dos bancos estava associada a menores taxas de crescimento e produtividade.

²O *Antidirector Rights Index* é constituído pelo somatório de cinco variáveis: (i) voto eletrónico - igual a um, se o contrato social ou o código comercial permite os acionistas enviarem os seu votos por e-mail e, zero caso contrário; (ii) Não bloqueamento das ações antes das assembleias gerais - igual a um, se o contrato social ou o código comercial não permitem que as empresas requeiram aos acionistas que depositem as suas ações antes das assembleias gerais e, zero caso contrário; (iii) votos cumulativos ou representação proporcional - igual a um, se o contrato social ou o código comercial permitem os acionistas canalizarem todos seus votos num único candidato para o conselho de administração/projeto (voto cumulativo) ou se o contrato social ou o código comercial permitem a representação proporcional dos acionistas minoritários no conselho de administração, e zero caso contrário; (iv) mecanismos de opressão

Djankov *et al.* (2008), que abrange quatro dimensões: (i) os direitos dos credores, (ii) a transparência e divulgação da informação, (iii) a responsabilização dos administradores e (iv) a celeridade e eficácia do sistema judicial.

Como se pode observar na Tabela 2.1, o relatório da *Doing Business* de 2012 reporta que o *ranking* dos países, em termos de proteção dos investidores, está em harmonia com os resultados obtidos por La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000b, 2002) e Djankov *et al.* (2008). Com exceção da Colômbia, os países melhor posicionados são os que aderiram à *common law* e os piores são os que aderiram à *civil Law* ou à *Islamic law* (Doing Business, 2012).

Tabela 2.1: Proteção de credores e investidores em 2012

Mais protegidos	Origem do sistema legal	Rank	Menos protegidos	Origem do sistema legal	Rank
Nova Zelândia	1º	<i>Common law</i>	Gâmbia	<i>Common law and Islamic law</i>	174º
Singapura	2º	<i>Common law</i>	Guinea	<i>Civil Law</i>	175º
Hong Kong (China)	3º	<i>Common law</i>	Kosovo	<i>Civil law</i>	176º
Malásia	4º	<i>Common law</i>	Micronésia	<i>Common law</i>	177º
Canadá	5º	<i>Common law</i>	Palau	<i>Common law</i>	178º
Colômbia	6º	<i>Civil law</i>	Djibouti	<i>Common law e Islamic law</i>	179º
Irlanda	7º	<i>Common law</i>	Venezuela	<i>Civil law</i>	180º
Israel	8º	<i>Common law e Civil law</i>	Suriname	<i>Common law</i>	181º
Estado Unidos de América	9º	<i>Common law</i>	Laos	<i>Civil law</i>	182º
Reino Unido	10º	<i>Common law</i>	Afganistão	<i>Islamic law</i>	183º

Fonte: Relatório da Doing Business (2012), www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2012

Resta, neste caso, saber o motivo que leva os países da *civil law* a apresentar menor proteção dos investidores, comparativamente aos países que aderiram a *common law*. Apesar de não haver uma resposta consensual sobre esta questão, La Porta e colegas apresentam duas perspectivas para explicar a discrepância entre os dois sistemas: (i) a história política e (ii) a jurídica. A primeira perspectiva explica as diferenças com base em fatores históricos, políticos e culturais (La Porta *et al.*, 2008); já a segunda perspectiva explica as diferenças com base nas infraestruturas jurídicas, inerentes a cada

da minoria – igual a um, se o contrato social ou o código comercial permitem subsidiar os acionistas minoritários (ou seja, acionistas cujo capital social é $\leq 10\%$) para desafiar, junto dos tribunais locais, as decisões dos gestores ou assembleia geral ou, ainda, para acionar o direito de abandonar a empresa, requerendo que esta compre as suas ações quando estes opõem-se às alterações profundas (tais como, fusões, alienações de ativos, ou alterações do pacto social) e zero caso contrário; (v) direito de preferência na emissão de novas ações – igual a um, se o contrato social ou o código comercial permitem subsidiar a compra de ações preferenciais, sendo que o acionamento deste direito está sujeito à aprovação dos acionistas, zero caso contrário; e, por fim, (vi) percentagem do capital social necessário para convocação da assembleia geral extraordinária.

sistema, nomeadamente, códigos legais, princípios e ideologias jurídicas, elementos da organização do poder judiciário.

Relativamente à segunda perspectiva, os autores argumentam que nos países de *common law* as regras são determinadas pelos juízes, com base em princípios gerais e casos precedentes. Deste modo, é expectável que os juízes regulem as novas situações pela aplicação dos princípios gerais (tais como os deveres de lealdade e de cuidado) e extrapolem casos anteriores, quando determinadas condutas não se encontram descritas nos estatutos.

No que tange à expropriação dos investidores (através das práticas de *tunneling* e *self-dealing*), os juízes podem averiguar (*smell test*) se a conduta dos *insiders*¹, ainda que sem precedentes, fere os interesses dos *outsiders* ou dos acionistas minoritários. Por conseguinte, a expansão das resoluções jurídicas e o receio de extrapolação de casos oriundos de domínios diferentes limitam a expropriação dos investidores pelos *insiders* nos países do *common law*.

Por seu turno nos países da *civil law*, as leis são feitas pelos legisladores e não é suposto que os juízes tomem decisões que extrapolem as previsões e disposições legais (La Porta *et al.*, 2000b). Em consequência, os *insiders* tendem a adotar, sem receio de uma decisão judicial desfavorável, todo e qualquer comportamento oportunístico que não esteja explicitamente proibido por lei ou devidamente regulamentado. Acresce que os tribunais do sistema da *civil law* dificilmente intervêm nos assuntos relativos às transações inter-grupos ou *self-dealing*, sempre que os seus intervenientes aleguem propósitos plausíveis (La Porta *et al.*, 2000b). Deste modo, La Porta *et al.* (2000b) afirmam que:

«The vague fiduciary duty principles of the common law are more protective of investors than the bright line rules of the civil law, which can often be circumvented by sufficiently imaginative insiders» p. 9.

Além disso, nos países da *common law*, os juízes podem impor o cumprimento dos códigos de bom governo diretamente, induzindo que os mesmos sejam obrigatoriamente aplicáveis (Cuervo, 2002), enquanto que nos países da *civil law* os juízes não

¹Segundo La Porta *et al.* (2000b), considera-se *insiders* os gestores e acionistas controladores.

podem obrigar a sua aplicação, uma vez que estão limitados a fazer cumprir somente as leis desenvolvidas e aprovadas no parlamento ou órgãos equiparados (Cuervo, 2002).

Daí que nestes países, as normas de bom governo sejam apenas implementadas formalmente: cumpre-se estritamente a letra mas não o espírito da norma, uma vez que não podem ser legalmente forçados a aderirem às filosofias de gestão subjacentes às regras de bom governo. Assim, algumas empresas aprovam e publicitam a adesão ao código de boas práticas de governação, no sentido de atrair potenciais investidores, e, simultaneamente, estabelecem sistemas de governação que vão contra o espírito do mesmo código de boas práticas de governação, desenvolvendo medidas de bloqueios (nomeadamente as medidas *anti-takeover*) que protejam os interesses dos *insiders* (Cuervo, 2002).

Aliás, em regra, nos países da *civil law* as normas de mercado requerem que todos os planos de *takeover* sejam submetidos à aprovação das entidades competentes, em ordem a avaliar o seu impacto na concorrência. De acordo com Cuervo (2002), estas avaliações têm destruído os objetivos e a essência do controlo pelos mercados, uma vez que reduzem o impacto inerente à surpresa do *takeover* e aumentam a intervenção estatal nas estratégias das empresas.

2.2.1.1 Mecanismos legais vigentes no contexto português, para proteger os interesses dos agentes económicos

Tal como foi referido no capítulo anterior, os conflitos de interesses emergem da divergência de interesses existentes entre os *stakeholders* da organização, podendo ser verticais (i.e. entre sócios e gestores) e/ou horizontais (i.e. entre sócios controladores e não-controladores). Estes conflitos de interesses materializam-se, por exemplo, através da obtenção de benefícios privados pelo acionista controlador; de negociações com parte relacionadas entre si (*self-dealing*); de transferências do património ou de oportunidades de negócios para outras empresas do grupo (*tunneling*); da atribuição, por desvio, dos principais projetos ou funções para os sócios controladores; do esvaziando o poder e autonomia dos gestores, ou da concorrência com a sociedade quer pelos gestores, quer pelos acionistas.

Para obstar essas práticas, emergiram ou foram aperfeiçoados no quadro legal societário português, por um lado, as leis e regulamentos das empresas, tais como o

Código das Sociedades Comerciais (CSC), o Código dos Valores Mobiliários (CVM), o Código de Governo da CMVM, o Código do trabalho e o sistema contabilístico das empresas (SC). Por outro lado, foram criados diversos órgãos reguladores, de supervisão e sancionatórios das sociedades comerciais (com por exemplo, a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, a Comissão de Normalização Contabilística, o Banco de Portugal, a autoridade da concorrência e as entidades reguladoras sectoriais (e.g. a ERC - Entidade Reguladora para a Comunicação Social, ICP-ANACOM - Autoridade Nacional de Comunicações), com o objetivo não só de evitar o incumprimento das normas e regras instituídas, mas também de promover uma maior transparência e eficácia dos mercados.

Quanto às leis e regulamentos das sociedades comerciais, o atual regime societário estipula que, na falta de autorização da assembleia geral, os administradores/gerentes estão impedidos de exercer, por conta própria ou alheia, atividades concorrentes com a sociedade ou ainda de exercer funções em sociedades concorrentes ou de serem designados por conta ou em representação desta (arts.º art. 254º, n.º 1 e 398º, n.º 3), e nem podem, sem consentimento unânime dos consócios¹, servir-se das coisas sociais para fins estranhos à sociedade². Deste modo, determina a nulidade dos contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, diretamente ou por interposta pessoa, que não tenham sido previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, com o parecer favorável do conselho fiscal (art.º 397º, n.º 2),

¹No entanto, o art.º 251º estipula que o sócio não pode votar nem por si, nem por representante, nem em representação de outrem, quando, relativamente à matéria da deliberação, se encontre em situação de conflito de interesses com a sociedade. Segundo este artigo, entende-se por situação de conflito de interesses quando se tratar de deliberação que recaia sobre: a) liberação de uma obrigação ou responsabilidade própria do sócio, quer nessa qualidade quer como gerente ou membro do órgão de fiscalização; b) litígio sobre pretensão da sociedade contra o sócio ou deste contra aquela, em qualquer das qualidades referidas na alínea anterior, tanto antes como depois do recurso a tribunal; c) perda pelo sócio de parte da sua quota; d) exclusão do sócio; e) consentimento previsto no artigo 254.º, n.º 1; f) destituição, por justa causa, da gerência que estiver exercendo ou de membro do órgão de fiscalização; e g) qualquer relação, estabelecida ou a estabelecer, entre a sociedade e o sócio estranha ao contrato de sociedade.

²Este preceito foi inspirado do CC que estipula que o sócio não pode, sem expressa autorização de todos os outros, exercer, por conta própria ou alheia, atividade igual à da sociedade, ficando responsável pelos danos que lhe causar e podendo ainda ser excluído, nos termos da alínea a) do artigo 1003º (art.º 990º do CC) e nem pode, sem consentimento unânime dos consócios, servir-se das coisas sociais para fins estranhos à sociedade (art.º 989º do CC). De realçar que O artigo 1003º do CC postula que «a exclusão de um sócio pode dar-se nos casos previstos no contrato, e ainda nos seguintes: a) quando lhe seja imputável violação grave das obrigações para com a sociedade; b) em caso de interdição ou inabilitação; c) quando, sendo sócio de indústria, se impossibilite de prestar à sociedade os serviços a que ficou obrigado; d) quando, por causa não imputável aos administradores, se verificar o perecimento da coisa ou direito que constituía a entrada do sócio».

deliberação essa na qual o interessado não pode votar.

Contudo, é importante realçar que o regime das sociedades por quotas não contém qualquer disposição relativa à celebração de negócio entre os gerentes e a sociedade. No entendimento de Ventura (1991), Coutinho de Abreu (2007) *apud* Gonçalves (2011), o silêncio do CSC deixou duas alternativas metodologicamente admissíveis:

- 1) a aplicação do art.º 261º do CC - que torna "anulável o negócio celebrado pelo representante consigo mesmo, seja em nome próprio, seja em representação de terceiro, a não ser que o representado tenha especificadamente consentido na celebração, ou que o negócio, por sua natureza, exclua a possibilidade de um conflito de interesses";
- 2) a aplicação, por analogia, do disposto no art.º 397º, n.º 2 do CSC para as sociedades anónimas - que torna "nulo os contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, diretamente ou por pessoa interposta, se não tiverem sido previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, na qual o interessado não pode votar, e com o parecer favorável do conselho fiscal".

Acontece, porém, que têm existido objeções quanto à aplicabilidade desses preceitos, na medida em conduzem a soluções normativas totalmente diversas (Gonçalves, 2011). Nessa perspetiva, a primeira objeção consiste na incapacidade do art.º 261º do CC para responder aos casos em que os conflitos de interesses existem, não por que se trate de auto-contratação ou dupla representação, mas devido à influência que uma determinada pessoa pode exercer sobre a sociedade, em relação de domínio ou de grupo com aquela de que é gerente. A segunda objeção consiste na ausência de colegialidade nos órgãos de gestão (mesmo quando plural), bem como a ausência de órgãos fiscalizadores nas sociedades por quotas, o que pode inviabilizar a aplicação do disposto no 397º, n.º 2 (Gonçalves, 2011).

Outras medidas dissuasoras dos conflitos de interesses previstas pelos CSC assentam só nos deveres de lealdade e de cuidado (*duty of loyalty and care*) dos administradores (n.º 1 do art.º 64º do CSC), como também na responsabilização destes perante a sociedade, sócios, credores e terceiros (arts. 72º; 74º, n. 1; 78º e 79º do CSC). Genericamente, o dever de lealdade obriga a que o administrador sobreponha

o interesse da sociedade ao seu interesse pessoal em caso de conflitos de interesses (Ramos, 2008).

Em termos concretos, o dever de lealdade obriga os membros da administração:

- a) a comportarem-se com correção quando contratam com a sociedade, isto é, impõe a adoção do princípio *arm's length contracting* ; b) a não concorrerem com a sociedade, salvo com o consentimento das partes sociais desinteressadas no negócio, c) a não aproveitarem em benefício próprio as oportunidades de negócio da sociedade, assim como bens e informação da sociedade d) a não abusarem do estatuto e posição de administradores (Coutinho de Abreu, 2010c). Já o dever de cuidado ou de diligência impõe que os administradores "disponham de tempo, competências técnicas e conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e cuidadoso". Em suma, impõe: a) o dever de controlo ou vigilância organizativo-funcional, b) o dever de atuação procedimentalmente correta e c) o dever de tomar decisões (substancialmente) razoáveis, evitando a dissipação do património social e riscos desmedidos (Coutinho de Abreu, 2010c).

Por último, as medidas repressivas circunscrevem-se geralmente (i) à conservação do capital¹, arts.º 31º, ss e 514 .º1 do CSC; (ii) à responsabilidade dos administradores por violação dos seus deveres fundamentais, art.º 72º, ss do CSC; (iii) à destituição dos gestores ou exclusão de sócios por justa causa, arts.º 254º, n.º 5 e 251º, n.º 1, al. d do CSC, respetivamente; (iv) à responsabilidade solidária dos sócios, art.º 83º do CSC e (v) à responsabilidade solidária do órgão de fiscalização, arts.º 81º e 82º do CSC.

¹Quanto à conservação do capital, CSC, estipula, por exemplo, no artigo 31º que "salvo os casos de distribuição antecipada de lucros e outros expressamente previstos por lei, nenhuma distribuição de bens sociais, ainda que a a título de distribuição de lucros de exercícios ou de reservas, pode ser feita aos sócios sem ter sido objeto de deliberação pelos sócios". Nas disposições penais, o CSC estipula que: 1 - O gerente ou administrador de sociedade que propuser à deliberação dos sócios, reunidos em assembleia, a distribuição ilícita de bens da sociedade é punido com multa até 60 dias; 2 - Se a distribuição ilícita chegar a ser executada, no todo ou em parte, a pena será de multa até 90 dias; 3 - Se a distribuição ilícita for executada, no todo ou em parte, sem deliberação dos sócios, reunidos em assembleia, a pena será de multa até 120 dias; 4 - O gerente ou administrador de sociedade que executar ou fizer executar por outrem a distribuição de bens da sociedade com desrespeito por deliberação válida de assembleia social regularmente constituída é, igualmente, punido com multa até 120 dias; 5 - Se, em algum dos casos previstos nos n.os 3 e 4, for causado dano grave, material ou moral, e que o autor pudesse prever, a algum sócio que não tenha dado o seu assentimento para o facto, à sociedade, ou a terceiro, a pena será a da infidelidade (art.º 514º).

2.2.2 Controlo pelo mercado

O controlo pelos mercados (de capitais e do trabalho) é, geralmente, comparado a uma arena onde equipas de gestão altamente competentes disputam o direito de administrar os recursos de determinadas empresas (Jensen e Ruback, 1983). O controlo pelo mercado foi sugerido por Manne (1965), na sequência dos problemas de agência identificados por Berle e Means (1932) e, posteriormente, redefinido numa série de artigos apresentados por Jensen e colegas (Fama, 1980; Jensen e Ruback, 1983; Jensen, 1993). Estes autores defendem que a implementação de mecanismos de controlo, ancorado na competição de várias equipas de gestão altamente competentes, pode disciplinar os gestores e induzi-los a aumentar a *performance* das empresas, nomeadamente quando os mecanismos de controlo interno falham (Fama, 1980).

O controlo dos gestores pelo mercado é materializado através do mercado bol-sita (*takeover market*), que, por sua vez, é o componente principal do mercado laboral (*managerial labor market*). Na perspetiva de Jensen e Ruback (1983), o *takeover market* muda substancialmente a abordagem tradicional¹ para uma nova abordagem, onde a competição das equipas de gestão é a técnica principal no combate aos conflitos de agência e à melhoria da performance, cabendo aos acionistas um papel de relativa passividade, mas extremamente importante do ponto de vista legal. No entanto, Cabe à arbitragem e aos especialistas de *takeover* o papel facilitador das transações, agindo como intermediadores dos valores oferecidos pelas equipas concorrentes, incluindo o conselho de administração em exercício.

Portanto, neste sistema, o conhecimento detalhado sobre a empresa ou plano de atuação das equipas concorrentes tem relativamente pouca utilidade para os acio-nistas, não indo além daquela que é normalmente utilizada para a fixação dos preços de mercado das ações. Inclusivamente, os acionistas não têm relações de lealdade com os gestores em exercício, escolhendo simplesmente as equipas que oferecerem maior va-lor por ação num mercado de controlo eficiente. Segundo Jensen e Ruback (1983), a competição entre as equipas de gestão pela administração efetiva das empresas limita as divergências entre gestores relativamente à maximização da riqueza acionista, for-necendo, também, mecanismos através dos quais são realizadas economias de escala

¹Segundo a qual os investidores e acionistas, isoladamente ou em coligação, têm um papel ativo na redução dos problemas de agência e rentabilização dos capitais investidos ao adquirem o direito de controlar a empresa, contratando e demitindo os gestores de forma a alcançar a melhor utilização e rentabilização dos recursos da empresa.

e/ou se obtêm outras sinergias.

Segundo Jensen e Ruback (1983), o *takeover market*, para além de ser o principal dinamizador do mercado laboral, facilita o acesso ao capital necessário para o desenvolvimento das empresas, favorece a partilha de riscos (sistémicos e específicos) entre *insiders* e *outsiders* e permite, ainda, o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. Nomeadamente, porque supõe-se que se a administração de uma empresa implementar projetos que promovam essencialmente a sua autorrealização e/ou a satisfação dos interesses de um determinado grupo de acionistas, é provável que a *performance* da empresa divirja significativamente do seu potencial máximo. Este mau desempenho será, então, refletido no valor das ações. O declínio constante nos preços das ações torna os seus detentores insatisfeitos e, porventura, tentados a desfazerem-se de tais ações, caso concluam que os executivos não se esforçam para maximizar o valor da empresa e que o conselho de administração é incapaz de manter a disciplina. Por seu turno, a existência de indivíduos ou equipas de gestão altamente competentes e prontas para competir pelo controlo dos recursos de organizações ineficientemente geridas, permite disciplinar ou expulsar os gestores que não maximizam a rentabilidade dos capitais ou insistem em adotar políticas financeiras consideradas sobótimas pelos acionistas (Denis, 2001).

De modo sintético, o *takeover market* favorece a competição entre vários profissionais que procuram reduzir as ineficiências de gestão e atingir o potencial máximo das empresas (Walsh e Seward, 1990). Ao adquirir o controlo das empresas mediante a compra das suas ações ordinárias, o adquirente pode melhorar a *performance* e realizar lucros adicionais, através da valorização das ações adquiridas. Isto implica, em regra, o pagamento de um prémio de controlo da empresa. Assim, o *takeover market* fornece aos acionistas-alvo outras possibilidades para acrescentar valor que, até então, não tinha sido criado pela anterior administração da empresa (Denis, 2001). Neste caso, como é óbvio, a ameaça de oferta pública de aquisição exerce uma dupla função (Cannella e Hambrick, 1993): por um lado, permite a dinamização dos mercados de capitais e de trabalho e, por outro lado, serve de instrumento disciplinador dos gestores, na medida em que aumenta a probabilidade de despedimento da equipa de gestão com mau desempenho.

No mesmo alinhamento, Fama (1980) e Jensen e Ruback (1983) defendem que mercados laborais competitivos e bem regulamentados podem ser instrumentos disci-

plinadores dos gestores. Segundo estes autores, a competitividade e a flexibilidade dos mercados de trabalho favorecem a seleção e o recrutamento de quadros altamente qualificados, permitindo premiar os gestores que tenham um bom trabalho e punir os que apresentem mau desempenho. Adicionalmente, o incumprimento dos deveres fiduciários por parte dos gestores dá origem à má reputação dos mesmos, junto do mercado laboral, dificultando a posterior contratação para posições semelhantes ou superiores (Esperança *et al.*, 2011). Desta forma, o controlo pelo mercado (de capitais e de trabalho) é desejável tanto para o acionista que quer ver o seu património aumentado como para o gestor que anseia pelo reconhecimento do seu potencial e projeção na carreira (Agrawal e Knoeber, 1996).

É de realçar que o controlo dos gestores pelo mercado, nomeadamente pela ameaça ou concretização de oferta pública de aquisição (OPA), tem sido adotado por vários países e constitui um dos elementos fundamentais do modelo da *corporate governance* anglo-saxónico. No entanto, alguns autores que analisaram essa temática concluíram que, na prática, a relação entre a OPA e a punição dos gestores é pouco verosímil (Cannella e Hambrick, 1993; Frank e Mayer, 1996; Frank *et al.*, 2001; Pearce e Robinson, 2004). De acordo com os referidos autores, isto acontece porque os seus promotores têm geralmente em vista outros objetivos estratégicos, especificamente a diversificação dos produtos/serviços, a internacionalização, o aumento da quota de mercado, a manipulação dos indicadores financeiros ou a realização de objetivos políticos (Pearce e Robinson, 2004), ao invés dos objetivos fundamentais do *market for corporate control* inicialmente defendido por Jensen e Ruback (1983), que consistem em garantir a gestão eficiente dos recursos e a maximização da riqueza dos acionistas (Frank e Mayer, 1996).

Torna-se, assim, questionável a eficácia do *takeover* enquanto mecanismo de controlo dos conflitos de agência. É certo que os acionistas-alvo de uma OPA têm, em princípio, ganhos significativos (Jensen e Ruback, 1983; Cannella e Hambrick, 1993; King *et al.*, 2004), mas tal facto nem sempre acontece do lado dos adquirentes - *bidding shareholders* (Jensen e Ruback, 1983; Bhagat *et al.*, 1990), porque as aquisições são, em boa parte, hostis e onerosas (Cannella e Hambrick, 1993; Frank e Mayer, 1996; Frank *et al.*, 2001), destruindo, por conta do *downsizing* (e de outras reformas estruturais) de que são alvo, as normas, crenças e valores que constituem os seus fundamentos (Bhagat *et al.*, 1990).

A esse propósito King *et al.* (2004) analisaram 93 estudos científicos publicados em várias revistas internacionais entre 1921–2002, tendo concluído que cerca de 83% das fusões e aquisições empresariais não conseguiram otimizar o valor das participações dos acionistas. De realçar que os autores observaram que: (i) apenas no dia do anúncio (Dia=0) da OPA (ou fusão), as empresas adquirentes e adquiridas obtiveram retornos positivos e significativos, sugerindo que existiam elevadas expectativas de que a aquisições ou fusões criariam sinergias no longo prazo; (ii) uma diferença astronómica entre os retornos das empresas adquiridas e adquirentes, isto é, 0,70 e 0,09, respetivamente e (iii) nos dias subsequentes aos anúncios das operações, os retornos das empresas adquiridas e adquirentes passaram a ser insignificantes ou negativos.

Adicionalmente, Cannella e Hambrick (1993), ao analisarem 96 empresas adquiridas entre 1980 e 1984, verificaram que o afastamento dos executivos prejudica significativamente a *performance* da empresa depois da aquisição. O efeito negativo é severo nas situações em que os gestores do topo da hierarquia, por exemplo, os presidentes do conselho de administração e do conselho da comissão executiva, são afastados. Já o estudo de Frank e Mayer (1996) indica relações inversas entre a concretização da OPA e a *performance* das empresas, rejeitando deste modo a hipótese segundo a qual as aquisições hostis têm efeitos punitivos do gestores. Estes autores concluíram também que os adquirentes almejam, geralmente, o controlo da empresa, uma vez que as empresas alvo de OPAs não apresentam, em regra, má *performance*.

2.3 Mecanismos de controlo interno

Os agentes económicos, relativamente conscientes das relações de agência, adotam direta ou indiretamente mecanismos de controlo interno que permitem minimizar os potenciais custos de agência e, assim, criar valor para os acionistas. Tal como se referiu na parte introdutória deste capítulo, cada um desses mecanismos tem as suas próprias fragilidades que são, por sua vez, sanadas através da inclusão de outros mecanismos que, quando aglutinados, dão lugar ao modelo de governação das sociedades (*Corporate governance*). É de acentuar que a literatura sobre *Corporate governance* apresenta cinco principais mecanismos de controlo interno, designadamente: (i) a estrutura da propriedade, (ii) o conselho de administração ou equipa de gestão, (iii) a remuneração dos

executivos, (iv) o endividamento e (v) os dividendos¹.

2.3.1 Estrutura da propriedade

A estrutura da propriedade é um dos elementos centrais do governo das sociedades e pode ser definida como a porção do capital social detida por cada indivíduo, grupo ou instituição (La Porta *et al.*, 1999; Ang *et al.*, 2000; Uhlaner *et al.*, 2007). Além de definir as relações entre diferentes *stakeholders*, a estrutura de propriedade determina o poder relativo de cada um deles na organização (Zahra *et al.*, 2000). A magnitude do capital detido por cada acionista ou bloco de acionistas determina, por sua vez, a composição e dimensão da estrutura de propriedade (La Porta *et al.*, 1999), designadamente, o nível de dispersão/concentração do capital, a diversificação (unitária/diversificada), o tipo de empresa (individual/familiar, empresarial, estatal, financeira ou mista) e o tipo de controlo (com/sem sobreposição entre a propriedade e a gestão).

Como foi referido no capítulo 1, as discussões em torno dos problemas de agência tiveram início quando Berle e Means (1932) observaram relações inversas entre dispersão do capital e o valor da empresa. Jensen e Meckling (1976), entre outros (Fama, 1980; Jensen e Ruback, 1983; Ang *et al.*, 2000), exploraram o assunto e concluíram que a má *performance* resultava geralmente da divergência de interesses entre proprietários e gestores.

Verificou-se que à medida que a dispersão do capital aumentava, menor era a probabilidade de os acionistas assumirem o controlo da empresa. E quanto menor era a participação detida pelos gestores, menores eram o desempenho e a dedicação por estes empreendido, principalmente quando sentiam que os riscos incorridos e os seus esforços não eram totalmente recompensados. Resultavam daí elevados custos para a empresa, fosse por causa das regalias e remuneração excessiva que os gestores atribuíam a si próprios, fosse pela gestão negligente (*free riding*), ou devido à monitorização exercida pelos proprietários (i.e. os custos de agência).

Em face disso, Jensen e Meckling (1976) defendiam que a redução dos custos de agência e a melhoria da *performance* dependia do alinhamento de interesses

¹Por razões de economia de espaço e tempo, o presente trabalho não analisará os efeitos das políticas de dividendos. Para mais informações sobre o assunto vide Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Jensen (1986), Augusto (2003, 2006)

entre proprietários e gestores. Com efeito, acreditavam que uma empresa de capital concentrado, cuja gestão está a cargo do seu único proprietário, não tem conflitos de agência do capital, embora esteja sujeita a elevados custos de oportunidade. Por outras palavras, os autores defendiam que os conflitos de agência resultantes da dispersão do capital (e a conseqüente separação entre a propriedade e a gestão) poderiam ser erradicados através da concentração da propriedade (e da sobreposição da propriedade e gestão), ou seja, através do *managerial ownership*.

Os estudos empíricos de Ang *et al.* (2000), entre outros autores (Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005) corroboram com Jensen e Meckling (1976) ao reportarem que a elevada participação dos gestores no capital da empresa permite alinhar os interesses dos proprietários e gestores, reduzindo, conseqüentemente, reduz os custos de agência do capital. Neste caso, os gestores proprietários procuram reter o controle efetivo da empresa, de forma a minimizar os custos de coordenação de objetivos e de vigilância, principalmente nos países onde a proteção dos investidores é pouco expressiva¹.

Acontece, porém, que os estudos que analisam os efeitos da estrutura de propriedade nos custos de agência e *performance* das empresas apresentam resultados mistos (Agrawal e Knoeber, 1996; Edwards e Weichenrieder, 2004; Thomsen *et al.*, 2006; Sánchez-Ballesta e García-Meca, 2007; Florackis, 2008; Perrini *et al.*, 2008).

2.3.1.1 Concentração da propriedade

Lloyd *et al.* (1987), Zeckhouser e Pound (1990), Cubbin e Leech (2004) e Kapopoulos e Lazaretou (2007) encontraram relações positivas entre a concentração da propriedade e a *performance* das empresas. Kapopoulos e Lazaretou (2007) analisaram, por exemplo, empresas alemãs e concluíram que a concentração da propriedade está positivamente relacionada com a elevada performance das empresas. Concluíram, também, que as empresas com elevada *performance* requerem menor dispersão do capital.

Baseando-se na hipótese dos benefícios privados ou partilhados (*shared or private benefits of control hypothesis*), os autores defendem que a concentração da pro-

¹Como por exemplo, a concentração da propriedade e a estrutura acionista (onde as famílias, bancos e outras instituições detêm e controlaram uma parte significativa do capital das empresas) muito comum nos países da Europa continental (Becht e Röell, 1999; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002; Goergen e Renneboog, 2003).

priedade pode ser um mecanismo eficaz para reduzir os custos de agência e melhorar a *performance* das empresas, porque os acionistas majoritários ou *blockholders* estão intrinsecamente motivados, pelos benefícios privados, a fiscalizar as ações e comportamentos dos gestores, bem como a incentivá-los a aumentar a performance das empresas. Na mesma linha, Shleifer e Vishny (1997), entre outros autores (Claessens *et al.*, 2002; Maury, 2006; Faccio, 2010), defendem que a presença de acionistas majoritários ou grupos de controlo pode beneficiar os acionistas minoritários, desde que os primeiros estejam altamente motivados para recolher informação relativa à empresa, vigiar os administradores, reduzir os conflitos de interesse e maximizar o valor da empresa. Tanto mais que os acionistas minoritários estão geralmente menos motivados a fiscalizar os gestores (*free-rider hypothesis*), sobretudo quando os custos de monitorização superam os benefícios obtidos.

Existem, no entanto, posições algo contraditórias que defendem que a concentração da propriedade extremamente elevada não só aumenta o risco de entrenchamento (Walsh e Seward, 1990; Florackis e Ozkan, 2009), mas também aumenta a probabilidade de uma minoria (i.e. acionistas controladores) satisfazer as suas necessidades privadas¹ (hipótese de expropriação) à custa dos demais *stakeholders* (Shleifer e Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 2000a) que, por conseguinte, pode reduzir o valor da empresa (Cronqvist e Nilsson, 2003; Su *et al.*, 2008). O facto dos acionistas controladores decidirem regular e "unilateralmente" questões sobre as prioridades e destinos da empresa pode, também, lesar os interesses dos acionistas minoritários (Shleifer e Vishny, 1997; Cronqvist e Nilsson, 2003; Thomsen *et al.*, 2006), particularmente quando os seus direitos de voto superam os direitos sobre os *cash-flows* futuros (Becht e Röell, 1999; Claessens *et al.*, 2002; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002).

Além disso, a concentração da propriedade, aliada à ausência de mecanismos de controlo externos eficazes, pode desencadear conflitos de interesses entre acionistas controladores e não-controladores, devido à incongruência de interesses e objetivos entre ambos (Schulze *et al.*, 2002). Assim, a diversidade de interesses, as características e comportamentos dos acionistas majoritários podem moderar as relações entre a

¹Como foi referido anteriormente, a expropriação pode ocorrer a dois níveis: económico e social. Ao nível económico a expropriação pode ser materializada através da redução dos dividendos; da retenção dos lucros com o intuito de criar outras empresas de interesses privados; do aproveitamento de oportunidades de negócio da empresa ou da transferência de ativos, preços, réditos ou de prejuízos entre as empresas do mesmo grupo (*tunneling*), em benefício dos acionistas controladores. Ao nível social a expropriação pode ser materializada por meio do recrutamento de familiares ou amigos para cargos de gestão do topo, mesmo que estes não estejam capacitados para o efeito.

concentração da propriedade e a *performance* das empresas. Nesta ordem de ideias, Demsetz e Lehn (1985), Morck e Vishny (1988) e Shleifer e Vishny (1997) sugerem que as relações entre ambas não têm que ser necessariamente uniformes, pois podem variar de acordo com a especificidade da empresa, a vocação e características dos acionistas majoritários, a envolvente externa, bem como os efeitos dos mecanismos de controle adotados.

Os estudos empíricos de Morck e Vishny (1988) e Thomsen e Pedersen (2000) indicam relações não-lineares entre a concentração da propriedade e a *performance* das empresas. Mostram, por exemplo, que a partir de um certo ponto o aumento da concentração da propriedade leva ao entrincheiramento que, por sua vez, tem efeitos adversos na *performance* das empresas.

Ao analisarem 435 empresas europeias, Thomsen e Pedersen (2000) observaram que: (i) a concentração da propriedade aumenta a rendibilidade dos ativos e o valor de mercado das ações, mas esses efeitos desvanecem nas estruturas de propriedade extremamente concentradas; (ii) a identidade dos acionistas tem um papel importante na definição das estratégias e *performance* das empresas; (iii) o nível de concentração da propriedade depende da identidade dos acionistas.

Por sua vez, Cronqvist e Nilsson (2003) encontram relações negativas e significativas entre a concentração de direitos de voto e o valor das empresas. Adicionalmente, De Miguel *et al.* (2004) analisaram empresas espanholas e concluíram que a concentração da propriedade pode ser, simultaneamente, um mecanismo de monitorização e de expropriação. Estes autores observaram, por exemplo, que o valor das empresas aumenta quando os acionistas majoritários detêm entre 0 a 87% do capital societário (como consequência de uma monitorização eficaz exercida pelos acionistas controladores). Porém, a partir desse ponto, o aumento da concentração da propriedade provoca quedas consideráveis do valor das empresas.

Ainda assim, Edwards e Weichenrieder (2004) consideram que a concentração da propriedade é salutar, pois observaram que na maioria dos tipos de acionistas, os benefícios decorrentes da concentração da propriedade (i.e. elevado monitoramento e menor incentivo à expropriação dos *free cash flows*) é, na esmagadora maioria das vezes, superior aos prejuízos obtidos (i.e. implementação de projetos que atendam aos objetivos privados, em virtude da concentração dos direitos de voto).

Por fim, importa realçar que Demsetz e Lehn (1985) e seguidores (Zeckhouser e Pound, 1990; Demsetz e Villalonga, 2001) alertam para o facto de a concentração da propriedade poder ser uma variável endógena, que resulta do *trade-off* entre benefícios e custos da concentração da propriedade, assim como de outros fatores do meio envolvente (e.g. nível de proteção dos investidores, níveis de desenvolvimento dos mercados de capitais, laboral e de fatores). Demsetz e Lehn (1985) observaram, por exemplo, que a concentração da propriedade depende do crescimento da *performance*. Zeckhouser e Pound (1990), por sua vez, destacaram que a *performance* das empresas aumenta com a concentração da propriedade nos setores de atividades com maiores facilidades de monitorização ou quando os acionistas têm maior capacidade para influenciarem a *performance* das empresas, especialmente em mercados munificentes.

2.3.1.2 Sobreposição entre a propriedade e a gestão

A sobreposição entre a propriedade e a gestão¹ é geralmente definida como a percentagem do capital detido pelos administradores/gestores. Teoricamente, as relações entre *managerial/insider ownership* e a *performance* das empresas têm sido analisadas segundo duas vertentes.

Por um lado, a hipótese da convergência de interesses (*convergence of interest hypothesis*) que postula que à medida que o capital detido pelos gestores aumenta, a *performance* da empresa também aumenta, em virtude do alinhamento natural de interesses (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983a). Por outro lado, a hipótese do entrincheiramento (*entrenchment hypothesis*)² que defende que o valor da empresa decresce quando os gestores detêm uma parte muito significativa das ações das empresas (Stulz, 1988; Denis *et al.*, 1997). Denis *et al.* (1997), por exemplo, observaram que quanto maior é o capital detido pelos gestores, maior é o nível de entrincheiramento que, por sua vez, aumenta a capacidade de utilização dos recursos das empresas em benefícios dos gestores.

Deste modo, a competição das duas hipóteses descritas sugere a possibilidade de relações não-lineares entre a *managerial ownership* e a *performance* das empresas.

¹*Managerial/insider ownership* ou *owner management*, terminologia anglo-saxónica.

²Cabe lembrar que o entrincheiramento refere-se às ações (premeditadas) dos gestores que reduzem a efetividade dos mecanismos de controlo desenvolvidos pela organização, para regular o comportamento oportunístico dos órgãos de gestão (Walsh e Seward, 1990).

Nesta ordem de ideias, Stulz (1988) e outros (Morck e Vishny, 1988; Hermalin e Weisbach, 1998; McConnell e Servaes, 1990; Jelinek e Stuerke, 2009) são perentórios ao afirmar que relação entre ambas as variáveis não é monolítica.

O estudo de Morck e Vishny (1988), por exemplo, revela que o valor da empresa cresce quando os gestores detêm entre 0-5% do capital, decresce quando detêm entre 5-25% e volta a crescer a partir dos 25%. Hermalin e Weisbach (1988), por sua vez, observam que o valor da empresa cresce quando os CEOs detêm entre 0-1% do capital social, decresce quando detêm entre 1-5% e volta a crescer a partir dos 20%. Na mesma linha, McConnell e Servaes (1990) reportam que a relação entre *managerial ownership* e o valor das empresas é positiva no intervalo entre 40-50% e negativa nos restantes intervalos.

De igual modo, De Miguel *et al.* (2004) analisaram 135 empresas espanholas e concluíram que qualquer incremento da participação dos gestores no intervalo entre 0-35% se converte no incremento do valor da empresa, que resulta do maior incentivo que os gestores têm para em maximizar o valor das suas ações. No intervalo entre 35-70%, o valor das empresas decresce à medida que a participação dos gestores aumenta, provavelmente porque os gestores-proprietários estão menos predispostos a empreender esforços adicionais e/ou abdicar de certas regalias, uma vez que os lucros obtidos serão proporcionalmente repartidos entre os vários acionistas. Finalmente, o incremento da participação dos gestores acima dos 70% converte-se em incremento do valor das empresas, porque a convergência de interesses volta a imperar

Numa análise mais incisiva, Claessens *et al.* (2000) observaram que mais de dois terços das empresas da Ásia oriental são maioritariamente detidas por apenas um acionista. Sendo que os acionistas com maior poder de votos controlam, geralmente, as atividades operacionais das empresas, independentemente de terem ou não menores direitos sobre os *cash flows*. Adicionalmente, estes autores observaram que as divergências de interesses entre detentores dos direitos de voto e os detentores dos direitos sobre os *cash flows* são, em regra, mais acentuadas nas empresas controladas por famílias.

Num estudo posterior, Claessens *et al.* (2002) observaram, por um lado, que o valor das empresas aumenta quando os direitos sobre os *cash flows* estão concentrados nas mãos de um ou poucos acionistas, o que confirma a hipótese de alinhamento de interesses. Por outro lado, observaram também que o valor das empresas decresce

quando os direitos de voto dos acionistas controladores excedem os seus direitos sobre os *cash-flows*, confirmando as hipóteses de entrincheiramento e expropriação. Concluíram, por isso, que os acionistas controladores, não podendo usufruir diretamente de grande parte dos resultados gerados, neutralizam os mecanismos de controlo existentes – efeito entrincheiramento – e obtêm ganhos privados, expropriando os bens da empresa e/ou aumentando os custos discricionários (Cronqvist e Nilsson, 2003).

Vários estudos confirmam a concorrência entre as duas hipóteses: alinhamento e entrincheiramento (Singh e Davidson, 2003; Jelinek e Stuerke, 2009; Florackis e Ozkan, 2009). Singh e Davidson (2003), por exemplo, com base numa amostra de 1528 empresas, incluídas nos índices NASDAQ, AMEX e NYSE, chegaram à conclusão concluíram que o *managerial ownership* aumenta a rotação dos ativos, mas não reduz significativamente o despesismo dos administradores. Jelinek e Stuerke (2009), seguindo a perspectiva de Ang *et al.* (2000), concluíram que existe um nível de participação no capital social pelos gestores, segundo a qual qualquer variação acima deste nível implica apenas uma ligeira eficiência na utilização dos recursos, mas não reduz significativamente as despesas discricionárias. Também concluíram que nalguns sectores de atividades (designadamente, transportes e comércio a retalho)¹, quanto maior é a participação dos gestores no capital da empresa, maior é a magnitude das despesas discricionárias².

Adicionalmente, Florackis e Ozkan (2009), utilizando uma amostra de 587 empresas inglesas cotadas entre 1999-2005, reportaram que: (i) o *managerial ownership* embora aumente a rotação dos ativos, aumenta significativamente os custos discricionários dos administradores devido, em parte, ao entrincheiramento; (ii) quanto maior é o entrincheiramento maior é o despesismo dos administradores e (iii) os custos de agência persistem ao longo do tempo, sendo que os gestores agem como se houvesse um nível de equilíbrio (teto máximo desses custos) que desejam atingir. Por conseguinte, o nível de equilíbrio dos custos de agência é afetado pelo *trade-off* entre os benefícios esperados e os custos de expropriação acumulados pelos gestores.

Todos os resultados descritos são consistentes com De Miguel *et al.* (2004) que concluíram que as intenções/práticas de *convergence-of-interest* e *entrenchment*

¹Note-se que esses setores apresentam geralmente uma estrutura de custos relativamente reduzida, elevadas oportunidades de crescimento e elevada liquidez imediata por conta dos fornecimentos a prazo e recebimentos imediatos (e.g. grandes superfícies comerciais).

²É de realçar que alguns estudos sugerem que a propensão de expropriação é proporcional ao excesso de *free cash flow* (Jensen e Meckling, 1976) e às oportunidades de crescimento das empresas (Florackis, 2008; Florackis e Ozkan, 2009).

podem coabitar. Segundo o seu estudo, o *managerial ownership* tanto pode criar valor (*convergence-of-interest*), quando sobrepõe estrategicamente os interesses da empresa aos interesses pessoais, como pode destruir (*entrenchment*) o valor da empresa, nomeadamente quando utiliza os bens e recursos da empresa para fins pessoais, criando barreiras para perverter ou neutralizar os feitos dos mecanismos de controlo interno. Este estudo reforça as aceções de Singh e Davidson (2003) entre outros (Schulze *et al.*, 2001; Florackis e Ozkan, 2009) que sugerem que *managerial ownership* é uma condição necessária, mas não suficiente para minimizar os custos de agência e melhorar a *performance* das empresas.

2.3.2 *Board*

Teoricamente, o *board*¹ é um órgão institucional constituído por um conjunto de pessoas, mandatadas ou não, que visa criar valor para os acionistas de acordo com o meio envolvente. Em termos práticos, as empresas são geralmente obrigadas por lei a instituírem um órgão interno constituído por pessoas singulares, com capacidade jurídica plena, de modo a atuarem e responderem pelas empresas perante terceiros. Na verdade, a constituição do *board* é uma exigência legal (Hermalin e Weisbach, 2003). Tanto que, muitas empresas são obrigadas (desde os códigos das sociedades às normas e recomendações de *corporate governance*) a instituírem conselhos de administração com determinados requisitos.

Acontece, todavia, que as legislações societárias existentes deixam, normalmente, ao critério dos acionistas as decisões relacionadas com os atributos (composição, características, estrutura e processos) e funções (prestação de serviço, planeamento estratégico e controlo) a adotar pelos *boards*. Recorrendo ao valioso trabalho de Zahra e Pearce (1989) que definem cada um desses atributos e funções, importa realçar que a composição refere-se à dimensão do *board* e ao *mix* dos diferentes tipos de administradores (executivos *versus* não-executivos) que o compõe. As características referem-se às experiências e *background* dos administradores, ao grau de sobreposição entre a propriedade e a gestão, ao grau de independência dos administradores não-executivos e as outras variáveis similares que podem influenciar significativamente o poder detido

¹Seguindo a literatura, optou-se pela utilização do termo *board*, terminologia anglo-saxónica, para descrever a estrutura administrativa das empresas, nomeadamente o conselho de administração e a gerência.

pelos seus constituintes, a monitorização dos gestores e o desempenho da organização. Já a estrutura refere-se à organização do *board*, divisão de tarefas entre os comités (caso existam) e a eficiência das suas operações (Zahra e Pearce, 1989). Os processos dizem respeito às atividades e atitudes relacionadas com a tomada de decisão.

Quanto às funções, importa lembrar, que a prestação de serviços consiste na criação de riqueza, melhoria da reputação da empresa, estabelecimento de relações com a envolvente externa e a prestação de assessoria e aconselhamento aos executivos (Carpenter, 1988; Zahra e Pearce, 1989). A função fiscalizadora consiste na avaliação do desempenho da organização e do CEO, no intuito de assegurar o crescimento da empresa e proteger os interesses dos acionistas. Por sua vez, a função estratégica consiste na articulação da missão e objetivos da empresa através de desenvolvimento de planos estratégicos, bem como da fixação diretrizes para a implementação e controlo das estratégias previamente selecionadas (Zahra e Pearce, 1989).

No entanto, a evolução das teorias de gestão trouxe consigo uma formulação mais exata dos atributos/funções que o *board* deve ter/cumprir, para que as empresas alcancem com sucesso os seus fins. A importância dada a cada um desses atributos/funções depende da perspetiva que os acionistas adotam ao longo da vida da empresa, que pode ser: institucional e contingencial (Judge e Zeithaml, 1992; Hung, 1998).

⌘ A perspetiva institucional

A perspetiva institucional, suportada pela teoria institucional e teoria da hegemonia da gestão, enfatizam a importância de quadros normativos e diretrizes capazes de constringer e fortalecer (*empowerment*) comportamentos (Lynall *et al.*, 2003). Mais concretamente, consideram as empresas como estruturas normativas, cognitivas e regulamentares com atividades que dão significado ao comportamento social (Scott, 1995). A cultura, as estruturas e as rotinas operam em múltiplos níveis de jurisdição e tornam-se os meios através dos quais as instituições influenciam as empresas (Scott (1995), *apud* Lynall *et al.* (2003)). Sendo que, as práticas organizacionais podem estar impregnadas de valores, que vão além dos requisitos técnicos, e podem ser adotadas por questões de legitimidade ao invés de promover a melhoria da performance (DiMaggio e Powell (1983), *apud* Lynall *et al.* (2003)).

Assim, ao longo do tempo, as organizações refletem as regras duradouras institucionizadas e legitimadas pela envolvente social¹. Neste contexto, o *board* é concebido como um veículo de formulação e implementação de estratégias com a finalidade de tornar realidade as expectativas dos acionistas e garantir a estabilidade da empresa enquanto instituição. Os promotores dessa abordagem tendem a atribuir ao *board* as seguintes funções:

- **Manutenção** – atribui-se ao *board* a função de preservar os valores da organização, que fazem dela uma instituição diferente das outras.
- **Suporte** – partindo do pressuposto de que a gestão do topo é a responsável máxima pela condução dos processos estratégicos da empresa, é atribuída ao *board* a função de apoio à gestão e à sua equipa.
- **Hegemonia da gestão** – situação em que o *board*, por razões subjetivas² e objectivas³, adota posturas, por vezes passivas enquanto avaliador das decisões estratégicas, no sentido de garantir a hegemonia de uma determinada classe (e.g. acionistas controladores e gestores).

⌘ A perspetiva contingencial

A perspetiva contingencial é suportada por várias teorias, designadamente a teoria da dependência dos recursos, a teoria das redes de relações, (*stakeholder theory*), *stewardship theory* e a teoria de agência. Esta perspetiva considera as empresas como sistemas abertos que dependem não só das relações que estabelecem com as outras instituições, mas também das contingências internas e externas, tal como se apresenta na Figura 2.1.

¹Zajac e Westphal (1996), *apud* Lynall *et al.* (2003), por exemplo, demonstram como as normas sociais influenciam as decisões relacionadas com a seleção e a compensação do CEO.

²Em termos subjetivos, o *board* adota uma postura passiva por três razões principais: (i) grande parte dos administradores são nomeados por outros administradores/gestores, logo estão dependentes dos votos destes para permanecerem no *board*; (ii) a maior parte dos administradores é tendencialmente *insider* com elevado grau de dependência do CEO, nomeadamente aqueles que são cooptados dentro dos quadros da organização; (iii) complacência dos membros do conselho, que deriva do facto destes não estarem dispostos a perder os direitos adquiridos, tais como regalias, remuneração excessiva, facilidades de acesso a determinados recursos, etc.

³Em termos objetivos, a passividade do *board* deve-se, essencialmente, às assimetrias de informação existentes em administradores executivos e não-executivos.

As contingências internas referem-se à natureza das tarefas internas (em termos de variabilidade e interdependência das atividades) e à estrutura organizacional (e.g. o grau de [des]centralização das decisões, a dimensão da empresa, a complexidade dos processos de decisão e as redes de comunicação). As contingências externas, por sua vez, referem-se aos fatores comportamentais, culturais, económicos, políticos e ambientais que podem afetar direta ou indiretamente o comportamento das organizações. Assim sendo, os promotores da abordagem contingencial atribuem ao *board* quatro principais funções: ligação, coordenação, estratégica e controlo.

- **Ligação** - tendo em conta a teoria de dependência de recursos, a teoria baseada nos recursos (*resource based view*) e a teoria das redes de relações - o *board* é o elo de ligação entre a empresa e a envolvente externa. Tem, por isso, a função de gerir as dependências externas, reduzir custos de transação associados com a interdependência do meio envolvente, aumentar a capacidade e o reconhecimento da empresa (Pfeffer, 1972; Pfeffer e Salancik, 1978; Williamson, 1985). Apoiando-se nas atividades, competências, reconhecimento e redes de relações dos seus membros, o *board* pode servir de meio de ligação e aquisição de recursos necessários para a organização (Pfeffer e Salancik, 1978), nomeadamente: (i) informações estratégicas, assessoria e aconselhamento; (ii) legitimidade; (iii) canais de informação e comunicação entre a empresa e as organizações externas; (iv) recursos científicos, tecnológico e financeiros, por fim, (v) parcerias e compromissos de agentes externos estratégicos.
- **Coordenação** - na perspetiva da *stakeholder theory*, a empresa é vista como um conjunto de partes interessadas, perante as quais a empresa é responsável, por aquelas deterem algum interesse nos resultados das suas atividades (Freeman, 1984; Donaldson e Preston, 1995). Logo, o objetivo da empresa deve ser o de conseguir satisfazer, de uma forma equilibrada, os objetivos particulares, porventura divergentes, de todos estes atores organizacionais (Hung, 1998). Assim, é atribuída ao *board* a função de, através de negociação e obtenção de compromissos mútuos, coordenar os interesses de todas essas partes interessadas (Freeman, 1984; Mitchell *et al.*, 1997).
- **Estratégica** - de acordo com a *stewardship theory*, os membros do conselho de administração são vistos como verdadeiros *stewards* (i.e administradores honestos e confiáveis), com menor propensão para prejudicar os acionistas e manchar

a sua própria reputação. Por isso, estão predispostos a sobrepor os interesses da empresa aos seus próprios interesses (Donaldson, 1990; Davis et al., 1997). Por exemplo, Donaldson (1990) e Davis et al. (1997) entendem que a função do *board* deve restringir-se à revisão das estratégias formuladas pelos gestores, cooperando com a coligação dominante, no sentido de cumprir a missão e os objetivos da empresa (Hung, 1998). Neste alinhamento, alguns autores defendem que é preferível um *board* constituído maioritariamente por administradores recrutados internamente (Van den Berghe e Levrau, 2004), de modo a proporcionar um bom relacionamento entre os membros do conselho de administração e direção, voluntariamente desejado por este (Donaldson, 1990).

- **Controlo** – face aos potenciais conflitos de interesses entre os vários *stakeholders*, sobretudo aqueles que derivam das divergências de interesses entre acionistas e gestores, os teóricos de agência defendem que o *board* deve ser estruturado no sentido de salvaguardar os interesses dos acionistas. Nesta perspetiva, a principal função do *board* é a de controlar, incentivar e punir os gestores, de modo a reduzir os comportamentos oportunistas dos agentes e assegurar que os interesses dos acionistas são prosseguidos (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983a; Eisenhardt, 1989).

Portanto, os teóricos de agência reconhecem que a eficácia do *board* varia de acordo com os incentivos que os seus membros recebem para monitorar os executivos a favor dos acionistas. Deste modo, é sugerido que a monitorização dos executivos poderá ser afetada pela dimensão e composição do *board*, bem como pela separação das funções do presidente do conselho de administração e presidente executivo.

2.3.2.1 Dimensão e independência do *board*

Tendo em conta as perspetivas anteriores, vários autores procuraram identificar a dimensão e composição do conselho de administração que os acionistas deverão adotar, no sentido de atenuar os problemas de agência e melhorar a *performance* das empresas.

Os investigadores são unânimes em considerar que não existe um único modelo ou *board* que sirva às multifacetadas necessidades das empresas inseridas em contextos com profundas diferenças culturais, históricas e institucionais (Corbetta e Salvato,

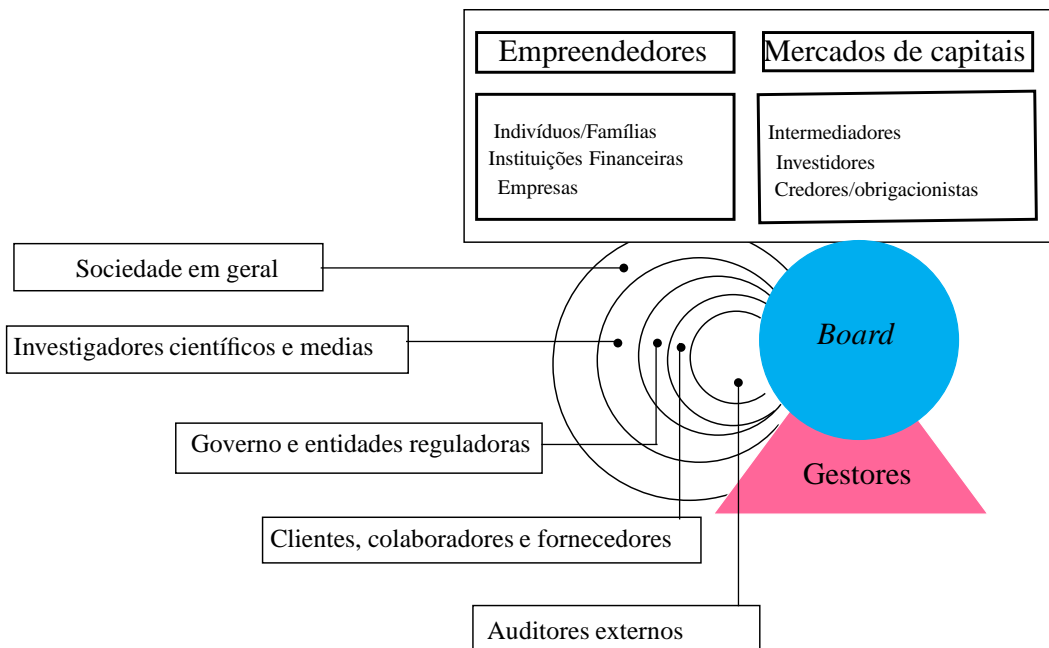


Figura 2.1: Escopo da governação de empresas

Fonte: Adaptado em Tricker (2009)

2004b; Coles *et al.*, 2008). Os modelos de governação pelos quais as empresas são geridas e controladas são específicos de cada país, que vão desde modelos orientados para os mercados (*market-oriented*) característicos dos países anglo-saxónicos, passando pelos modelos orientados para os acionistas controladores (*controller-oriented*) característicos dos países da Europa continental, até aos modelos baseados nas redes de relações (*network-oriented*) prevalentes nos países asiáticos.

Assim, os estudos que avaliam os efeitos da dimensão e composição do *board* na *performance* das empresas apresentam opiniões divergentes. Por um lado, alguns autores defendem que a criação de *boards* de grande dimensão pode ser vantajosa para a empresa porque os seus integrantes podem trazer mais experiência, competências, recursos, aconselhamento e assessoria (Dalton, Daily, Johnson, and Ellstrand, 1999), bem como diluir as dependências existentes entre os administradores e o CEO. Por outro lado, há autores que defendem que conselhos de administração demasiados grandes estão geralmente associados a maiores custos de agência e menor *performance*, que resultam: (i) das assimetrias de informação; (ii) da maior complexidade dos processos de tomada de decisão; (iii) da menor coerência na análise e discussão dos projetos em

carteira; (iv) da maior dificuldade para agendar reuniões, coordenar e concertar opiniões; (v) da maior probabilidade de os administradores se sentirem subaproveitados e, conseqüentemente, adotarem posturas passivas, originando *free ride problems*¹ (Lipton e Lorsch, 1992). Em contrapartida, os conselhos de administração de menor dimensão tendem a desenvolver discussões mais objetivas e construtivas, são mais rápidos na ordenação de opiniões e na tomada de decisões. Por conseguinte, apresentam melhor *performance* (Yermack, 1996; Ghosh, 2007; Kam e Li, 2008; Cheng, 2008).

Em face disso, alguns autores sugerem que a eficiência da gestão e a melhoria da *performance* não dependem apenas da dimensão do *board*, depende também da sua composição. Como por exemplo, o *mix* de administradores executivos *versus* não executivos, o *background* de cada membro integrado no *board* (Pfeffer e Salancik, 1978; Zahra e Pearce, 1989; Walsh e Seward, 1990) e o incentivo/motivação que cada um tem para exercer adequadamente as suas funções (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b). Estes autores acreditam que conselhos de administração constituídos maioritariamente por administradores não-executivos, além de facilitarem a obtenção de recursos externos (Pfeffer e Salancik, 1978), têm maior apetência para defender os interesses dos acionistas minoritários, pois tendem a promover um ambiente onde as discussões em torno dos paradigmas existentes são aceites, sobretudo sobre a forma como a empresa deve obter vantagens competitivas. Tais discussões reforçam, também, as competências e o conhecimento sobre a gestão em vigor e levam os administradores a considerarem um vasto leque de opções, procurando, igualmente, um melhor esclarecimento sobre as restrições inerentes à implementação das estratégias que pretendem adotar (Zahra e Pearce, 1989; Walsh e Seward, 1990).

No entanto, os estudos que analisam a relação entre a composição do conselho de administração e a eficiência das empresas revelam-se pouco consensuais em termos de resultados. Por exemplo, Florackis (2008) observou que quanto maior é a percentagem de administradores não-executivos no *board* maiores são os custos discricionários. Peng (2004) observou que a percentagem de administradores não-executivos filiados tem efeitos positivos e significativos sobre o crescimento das vendas, embora revele a

¹Por exemplo, os estudos de Yermack (1996), Ghosh (2007), Kam e Li (2008) e Cheng (2008) reportam resultados que sugerem a existência de relações inversas entre a dimensão do conselho de administração e a *performance* da empresa. Deste modo, são perentórios em afirmar que as empresas com um conselho de administração de pequena dimensão são mais eficientes. Estes resultados são corroborados pelo estudo de Florackis (2008) que revela que quanto maior é a dimensão *board* maiores são os custos de agência.

inexistência de relações significativas entre o mesmo indicador e a rendibilidade dos capitais próprios. Hermalin e Weisbach (1991) não encontraram relações significativas entre a composição do conselho de administração e performance da empresa.

Todavia, Fama e Jensen (1983b) defendem que a existência de administradores não-executivos é uma condição necessária, mas não é suficiente para reduzir os conflitos de interesses e respetivos custos. Para os autores, é salutar que existam também administradores independentes nos conselhos de administração, uma vez que estão mais motivados e vocacionados (devido à reputação que desejam sinalizar no mercado de trabalho) em vigiar os gestores internos, bem como a persuadi-los a não subalternizarem os interesses da organização e a não embarcarem em atividades ilícitas¹.

Embora a inclusão de administradores independentes no conselho de administração tenha sido adotada há mais de uma década, convém sublinhar que a definição de administrador independente não tem reunido consenso entre os investigadores. Por exemplo, Fernández *et al.* (1998), Ajinkya *et al.* (2005) e Kam e Li (2008) consideram administradores independentes os não executivos, enquanto Cheng (2008) considera administrador independente aquele que não tenha sido colaborador da empresa. Yermack (1996) e autores (Anderson e Reeb, 2004; Peng, 2004; Kang *et al.*, 2007) consideram independentes os administradores sem relações diretas ou indiretas com a empresa (i.e. aqueles que não estão filiados). Para estes autores, os administradores independentes resultam da diferença entre os administradores não executivos e os administradores filiados (e.g. os *gray directors*)². Assim, Anderson e Reeb advogam que:

[...] *the independent directors are individuals whose only business relationship to the firm is their directorship* (Anderson e Reeb, 2004, p.219).

No entanto, os estudos que analisam os efeitos da independência dos administradores sobre os indicadores da *performance* são, também, poucos esclarecedores. Por exemplo, o estudo de Yermack (1996) indica que quanto maior é a independência

¹Este argumento é também partilhado por Uzun *et al.* (2004) que, ao analisarem a composição dos conselhos de administração das empresas americanas que cometeram fraudes entre 1978-2001, concluíram que existe maior probabilidade de a empresa praticar ilícitos quando é apenas governada e supervisionada por administradores internos.

²*Gray directors* é uma expressão anglo-saxónica utilizada para descrever as situações em que os administradores possuem relações diretas ou indiretas com a empresa, suscetíveis de influenciar a sua neutralidade, tais como os ex-colaboradores, consultores, banqueiros, advogados ou membros familiares.

do conselho de administração menor é a performance das empresas. Já o estudo de Cho e Jootae (2007) revela que a independência do conselho tem um efeito marginal na *performance* das empresas. Chen e Nowland (2010), por seu turno, verificaram que a relação entre a independência do conselho de administração e a *performance* tem uma forma côncava. Segundo estes autores, existe um nível ótimo de independência do conselho de administração para cada empresa, a partir do qual o acréscimo dessa variável revela-se contraproducente, principalmente nas empresas familiares. Estando em harmonia com Raheja (2005) e Coles *et al.* (2008) que concluíram que os conselhos de maior dimensão, e com diferentes níveis de independência, podem ser benéficos para determinadas classes de empresas.

Por exemplo, as empresas complexas (e.g. empresas de maior dimensão, diversificadas em diferentes sectores, ou altamente alavancadas) apresentam maiores exigências relativamente à assessoria e aconselhamento de qualidade. Por isso, é espectável que obtenham vantagens competitivas ao constituírem conselhos de administração de maior dimensão, particularmente quando integram uma elevada percentagem de administradores não-executivos com experiências, competências, redes de relações e reputação necessárias para o sucesso da empresa (Boone *et al.*, 2007). Por outro lado, as empresas cujo conhecimento específico dos *insiders* é muito importante tendem a obter maiores benefícios através de conselhos de administração de pequena dimensão e constituídos, maioritariamente, por administradores executivos.

2.3.2.2 Separação das funções do presidente do conselho de administração e do presidente da comissão executiva

Tendo em conta os problemas de agência, as normas e princípios de bom governo (e.g. *cadbury report*, princípios de corporate governance da OCDE (1999, 2004)¹, Sarbanes-Oxley Act, entre outros) recomendam a integração, conjunta ou disjunta, no *board* de uma comissão executiva liderada pelo CEO, de uma comissão não-executiva (e.g. auditoria ou supervisão) e do presidente do conselho de administração (*chairman*).

O *chairman* é, assim, o elemento moderador e responsável pelo bom funcionamento do *board*. As suas funções incluem agendar e moderar as discussões relacionadas com as principais preocupações e procedimentos da organização, garantir que todos os

¹OECD Principles of Corporate Governance-2004 Edition.

membros do conselho de administração e/ou de supervisão recebam atempadamente as informações necessárias, assim como providenciar os meios necessários para avaliar o desempenho do CEO e de outros administradores.

O CEO, por sua vez, tem a função de desenhar e implementar estratégias que garantam o crescimento e a sustentabilidade da empresa.

As normas e princípios supracitados recomendam, também, que as funções do *chairman* e CEO sejam exercidas por pessoas diferentes. Com o fundamento de que a dualidade de funções do CEO (situação em que o CEO acumula o cargo de *chairman*) pode aumentar o poder do CEO, a dependência dos administradores em relação ao CEO e o entrincheiramento que, por sua vez, restringe a capacidade desses administradores para controlar as atividades dos executivos e contribuir para a melhoria da *performance* das empresas (Fama e Jensen, 1983b).

Ainda assim, alguns autores, baseando-se na perspectiva da *stewardship*, defendem a concentração das funções do CEO e do *chairman* numa única pessoa (CEO *duality*), pois acreditam que uma liderança unificada não só possibilita uma maior compreensão e conhecimento sobre as atividades operacionais da empresa, como também cria confiança, aumenta o comprometimento dos administradores e estimula o desempenho individual (Davis *et al.*, 1997, 2000). Na realidade, os estudos empíricos que analisam os efeitos da dualidade de funções na performance das empresas apresentam resultados poucos consistentes. Por exemplo, Boyd (1995) fornece evidências de que a dualidade conduz a um melhor desempenho. Dalton *et al.* (1998), por sua vez, apresentam evidências de que a dualidade de funções não reduz nem aumenta o desempenho das empresas.

2.3.3 Endividamento

A escolha dos meios para financiar os ativos e projetos das empresas é uma das decisões mais importantes dos *insiders*, pois além de ser um instrumento de sinalização das oportunidades de crescimento e das expectativas sobre os rendimentos esperados (Ross, 1977), determina a forma como os excedentes financeiros são repartidos entre acionistas e credores.

Como se observará mais adiante, a decisão de financiar a empresa por capitais

próprios, alheios ou a combinação de ambos, depende de vários fatores, que vão desde os custos associados a cada uma das fontes, passando pelo desenvolvimento dos mercados de capitais e o nível de proteção dos direitos de acionistas e credores, até às próprias características das empresas. A estrutura de capital ótima de cada empresa resulta assim da combinação de capitais próprios e alheios que maximizam o seu valor.

A análise dos efeitos das fontes de financiamento no valor das empresas teve início com trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958). Sob determinados pressupostos (e.g. mercados de capitais perfeitos, inexistência de impostos, igualdade de tratamento entre empresas e indivíduos, em termos de acesso ao crédito e respetivas taxas de juros, inexistência de custos de insolvência), estes autores postularam que seria indiferente financiar os ativos e as atividades das empresas com capitais alheios ou próprios, visto que não teria qualquer efeito sobre os respetivos valores de mercado.

Ou seja, os autores defendiam, por exemplo, que num contexto em que os rendimentos esperados não fossem tributados, os preços das ações manter-se-iam constantes, à medida que o nível de endividamento dessas empresas aumentasse, pelo que o valor de mercado da empresa endividada seria igual ao da empresa não endividada. Modigliani e Miller (1958) foram severamente criticados pela comunidade científica, principalmente pela ficção dos seus pressupostos.

Desta feita, cinco anos depois, Modigliani e Miller (1963) rebateram alguns dos seus pressupostos anteriores – designadamente a tributação dos rendimentos e a existência de custos de insolvência das empresas – e afirmaram que, numa economia de mercado onde os rendimentos dos sócios são tributados, qualquer aumento do nível de endividamento de cada empresa aumentará também o seu valor, pois, ao contrário do que acontece com os rendimentos esperados dos capitais próprios, os juros dos empréstimos são dedutíveis para efeitos fiscais.

Nestes termos, os autores defendem, por um lado, que o valor da empresa endividada será igual ao valor da empresa não endividada acrescido da poupança fiscal e, por outro lado, que a introdução de impostos sobre o rendimento das empresas e a possibilidade de deduzir o pagamento de juros aos lucros tributáveis, induziriam as empresas a serem totalmente financiadas por dívidas.

No entanto, tendo em conta que tal facto raramente se verifica, Modigliani e Miller (1963), entre outros autores, argumentaram que os custos de insolvência e outros

constrangimentos, tais como as dificuldades de acesso ao crédito e os custos associados à dívida, poderiam explicar as razões pelas quais as empresas não eram (ou não são) totalmente financiadas por capitais alheios.

A discussão em torno dos custos e benefícios da dívida foi crucial para o desenvolvimento da teoria *trade-off* sobre a estrutura de capital. De acordo com esta teoria existem duas forças, opostas, que influenciam significativamente a escolha ponderada das fontes de financiamento. Por um lado, estão as forças que conduzem a um menor rácio de endividamento (por exemplo os custos inerentes à insolvência da empresa e às restrições no acesso ao crédito) e, por outro lado, as forças que conduzem a um maior rácio de endividamento (como os benefícios fiscais da dívida e a possibilidade de redução dos custos de agência do capital). A combinação destas forças diametralmente opostas é que determina o rácio ótimo de endividamento que maximiza o valor das empresas.

DeAngelo e Masulis (1980) observaram que, para além do *trade-off* entre os custos e benefícios da dívida, o nível de endividamento de cada empresa tende a ser proporcional à sua rendibilidade e dimensão. Isto porque à medida que a rendibilidade aumenta, a probabilidade de falência diminui, tornando-se mais fácil e lucrativo para essas empresas acumularem níveis de dívida mais elevados, visto que as mais lucrativas pagarão, em princípio, mais impostos do que as empresas menos lucrativas ou com prejuízos. Ora, a tributação assimétrica sobre lucros faz com que as empresas mais lucrativas prefiram níveis de dívida mais elevados, devido ao elevado nível de poupanças fiscais, ao elevado fluxo de tesouraria e, conseqüentemente, à facilidade de acesso ao crédito que a sua rendibilidade geralmente proporciona.

No entanto, Jensen (1986) observou que as empresas mais lucrativas apresentam, normalmente, um *free cash-flow* elevado e, por conseguinte, maiores problemas de agência. Isto porque quanto maiores são os *free cash-flows* maior é a apetência dos gestores, sem ou pouca participação no capital da empresa, para utilizarem esses recursos em benefício próprio (como atribuírem a si próprios salários elevados e/ou outras regalias para se recompensarem dos riscos incorridos e dos esforços adicionais) ou aplicá-los em projetos cujas rendibilidades são diminutas, tendo em conta os respetivos custos de oportunidade.

Na perspetiva dos teóricos de agência, a resolução desses problemas passa, assim, pela distribuição do excedente de tesouraria aos acionistas e por obrigar os

gestores a contraírem dívidas para financiarem os projetos criadores de valor, sugerindo, deste modo, que quanto maiores forem os conflitos de agência entre acionistas e gestores maior deverá ser o nível de endividamento da empresa.

Nesta ótica, o recurso ao endividamento, além de sujeitar os gestores ao escrutínio e disciplina, por parte das instituições de crédito (Ross, 1977; Jensen, 1986), é, também, um indutor da transparência nas organizações. Assim, de acordo com Diamond (1984, 1991) e Bhattacharya e Thakor (1993), os intermediários financeiros, designadamente os bancos, ao beneficiarem de economias de escala, na recolha e tratamento da informação financeira, resultantes das relações e transações bancárias, são mais eficientes na monitorização e avaliação dos seus devedores. Por conseguinte, os gestores das empresas endividadas têm todo o interesse em gerir eficazmente o negócio, assegurar o serviço da dívida e, assim, maximizar o valor da empresa, sob pena de aumentar não só os riscos de falência, mas também a perda de emprego e prestígio no mercado de trabalho.

Nesta ordem de ideias, os teóricos de agência defendem que o rácio de endividamento ótimo resulta do *trade-off* entre os benefícios da monitorização e disciplina dos gestores, resultantes da política do endividamento e dos custos de endividamento (que são geralmente materializados através dos juros, prestação de garantias, entre outros instrumentos).

Alguns estudos sugerem que quanto maior é a propensão dos *insiders* diluírem as dívidas, expropriarem os bens das empresas e transferirem os riscos de negócios para os credores, maior é a probabilidade dos credores exigirem contratos de exclusividade (Shleifer e Vishny, 1997), juros elevados, prestação de garantias pessoais e empresariais (Steijvers e Voordeckers, 2009a,b). Neste quadro, Jensen e Meckling (1976) defendem que as empresas atingirão o seu rácio de endividamento ótimo quando o benefícios marginais da dívida forem iguais aos respetivos custos marginais.

Em contraposição às aceções acima descritas, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) defendem que não existe uma estrutura de capital ótima para as empresas, sobretudo porque os *insiders* têm, geralmente, mais informação sobre as perspetivas futuras da empresa do que os investidores externos. Enquanto detentores de informação privilegiada, os gestores poderão escolher as fontes de financiamento (e.g. capitais próprios e título de dívida) de acordo com as suas necessidades e respetivos riscos associados. Por exemplo, os gestores poderão emitir títulos somente quando estes es-

tenham sobrevalorizados, voltando a comprá-los logo que estejam subvalorizados. Em face disso, quando forem anunciadas novas emissões de títulos de dívida, os investidores anteciparão os comportamentos dos gestores e nivelarão para baixo o preço dos novos títulos, assim como o preço dos títulos já existentes, aumentando, desse modo, os custos de financiamento, o que pode inviabilizar a concretização de investimentos potencialmente lucrativos.

Assim sendo, Myers e Majluf (1984) sugerem que as assimetrias de informação e os outros problemas associados à angariação de fundos externos poderão estar na base da hierarquização das fontes de financiamento. Dando lugar à hipótese da *pecking order*. De acordo com essa hipótese, os gestores preferem financiar os seus investimentos recorrendo, em primeiro, lugar aos fundos gerados internamente, em segundo lugar, aos créditos bancários ou dívidas diretas e, por último, à emissão de novas ações (Myers e Majluf, 1984)¹.

Por outras palavras, Myers e Majluf (1984) defendem que as empresas não procuram um nível de endividamento ótimo. Pelo contrário, o rácio de endividamento resulta da acumulação da dívida contraída ao longo do tempo, tendo em conta a curva de preferências de cada empresa relativamente às fontes de financiamento existentes (i.e. fundos gerados internamente, dívidas e emissão de ações).

O estudo de Myers (1984), realizado no contexto das empresas não-financeiras dos EUA, revela que, em média, 62% do financiamento dessas empresas é feito através de fundos gerados internamente. O estudo de Donalson (19619) *apud* Augusto (2006), sugere que quando o financiamento externo se torna inevitável, as empresas preferem o endividamento à emissão de novas ações. Significando que as empresas que enfrentarem *deficits* financeiros recorrerão sucessivamente aos créditos externos que levarão, provavelmente, a elevados níveis de endividamento no longo prazo. Só assim é que se pode explicar a relação inversa existente entre a rentabilidade e o rácio de endividamento, evidenciada na literatura (McConnell e Servaes, 1995; Shyam-Sunder, 1999). Por exemplo, McConnell e Servaes (1995), ao analisarem as empresas cotadas em bolsas, encontram correlações negativas entre os níveis de endividamento e o valor das empresas com elevado crescimento, mas também encontraram correlações positivas entre os níveis de endividamento e o valor das empresas com baixo crescimento.

¹Somente quando a capacidade de endividamento da empresa é alcançada é que a empresa deve ponderar a emissão de novas ações, pois esta constitui uma forma de financiamento muito mais arriscada e, por conseguinte, resulta num maior ajustamento do preço dos títulos para baixo (Myers e Majluf, 1984).

Em suma, Myers e Majluf (1984) defendem que as empresas optam por contrair dívidas somente quando os fundos internos já não são suficientes para cobrir as necessidades de investimento, e não pela racionalização dos benefícios e custos inerentes ao endividamento. Portanto, é expetável que empresas muito lucrativas contraiam menos dívidas do que as restantes empresas, visto que podem financiar uma grande parte das suas atividades com fundos internos. Ao financiarem-se, inicialmente, com fundos internos, os gestores estarão a optar por políticas de endividamento que lhes garantem uma maior flexibilidade financeira para investimentos futuros, evitando situações em que deixem de realizar investimentos lucrativos, no futuro, devido ao endividamento excessivo ou que se tenham de financiar, com a emissão de títulos com riscos elevados.

2.3.4 Remuneração dos executivos

Tal como se observou no ponto 2.3.2, o *board* é um dos principais mecanismos de controlo interno utilizado para prevenir ou limitar os comportamentos oportunistas dos gestores, atenuar os conflitos de interesses existentes entre os diferentes *stakeholders*, e aumentar a *performance* das empresas. No entanto, vários autores são perentórios em afirmar que o desempenho das organizações nestes domínios depende, geralmente, dos incentivos e motivações que os gestores do topo têm, para executar adequadamente as suas funções. Estes incentivos vão desde a reputação que estes podem ter no mercado laboral, passando pela detenção do capital da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Ang *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003) até aos pacotes remuneratórios aliciantes (Murphy, 1985).

Murphy (1985) e outros autores (Mehran, 1995; Kato e Kubo, 2006; Florackis, 2008) defendem que uma política de remuneração ótima, para além de ser um meio de atrair gestores altamente competentes e de reduzir os problemas da seleção adversa e risco moral, pode motivar os gestores a envolverem-se mais nas suas atividades, tomando decisões que maximizem a riqueza dos acionistas. Desde então, proliferou a criação de pacotes remuneratórios competitivos, constituídos por uma componente fixa e uma componente variável. A componente fixa consiste, em regra, no montante invariável que é pago periódica e regularmente, como, por exemplo, o salário-base e outros subsídios fixos; enquanto que a componente variável integra incentivos geralmente indexados aos indicadores específicos de desempenho individual e/ou organizacional (Bebchuk e Fried,

2004).

A massificação de uma política remuneratória competitiva fez com que a compensação dos gestores do topo crescesse exponencialmente nas últimas décadas (Vieito, 2008; Fernandes, 2008). Vieito (2008), por exemplo, analisou a remuneração dos administradores executivos das empresas incluídas nos índices NASDAQ e NYSE entre 1992 e 2004 e verificou que, durante treze anos, a remuneração dos executivos teve um crescimento acumulado de 192.09% nos setores da nova economia (e.g. informática, eletrotécnica e telecomunicações), enquanto que nos setores da velha economia (e.g. construção civil, alimentação, têxtil e banca) obteve um crescimento acumulado de 177.39%.

Apesar de uma parte significativa da literatura apontar no sentido de que a remuneração dos gestores afeta positiva e significativamente a *performance* das empresas (Mehran, 1995; Firth *et al.*, 2006; Unite *et al.*, 2008; Murphy e Sandino, 2010), existe ainda um certo ceticismo quanto à sua eficácia na redução dos conflitos de interesses e respectivos custos (Kato, 1997; Bebchuk e Fried, 2003; Brick *et al.*, 2006; Unite *et al.*, 2008; Florackis, 2008).

Este ceticismo tornou-se mais evidente com os escândalos financeiros, seguidos de falências, que se verificaram a partir de 2001 nalgumas empresas (e.g. Parmalat, Lehman, BPN, Brothers Holdings Inc., etc.) cujos sistemas de governação eram, na altura, considerados sofisticados, nomeadamente a política remuneratória dos seus gestores do topo. Aliás, alguns estudos indicam que as participações cruzadas, os jogos de interesses, a promiscuidade entre controlados e controladores, a remuneração excessiva dos administradores e a camuflagem de certas informações estiveram na base do desfecho dramático destas organizações (Gomes, 2011).

Contudo, há estudos que indicam que os executivos continuam a receber remunerações excessivas, apesar da redução da *performance* das empresas e do declínio dos preços das ações (Wang *et al.*, 2011; Conyon e He, 2011; Chen *et al.*, 2010). Nesta linha de evidências, os investigadores têm sido implacáveis tanto na identificação dos determinantes da remuneração dos gestores, quanto nos efeitos que estes podem provocar na *performance* das empresas.

A Figura 2.2, além de ilustrar os determinantes da remuneração dos gestores e as relações que estabelecem entre si, permite compreender melhor os estudos empíricos,

por vezes contraditórios, que têm sido feitos neste domínio. Observa-se, por exemplo, que o nível e a estrutura remuneratória dos gestores do topo dependem não só das características das empresas (e.g. dimensão, setor de atividade, nível de dispersão e abertura do capital, risco do negócio, etc.), mas também do jogo de forças existente entre os vários constituintes (e.g. acionistas, *board*, consultores e mercados). A figura apresenta, ainda, o sistema complexo utilizado por diversas empresas para determinar o pacote remuneratório dos gestores, onde se espera que a comissão de remuneração¹ tenha um papel decisivo na estruturação de pacotes remuneratórios competitivos quer na ótica dos acionistas, quer na ótica dos gestores.

Entretanto, Bebchuk e Fried (2003) consideram que, na prática, a estruturação dos níveis remuneratórios dos gestores do topo tem sido feita com base em duas perspetivas: a perspetiva do contrato ótimo e a perspetiva do poder dos gestores.

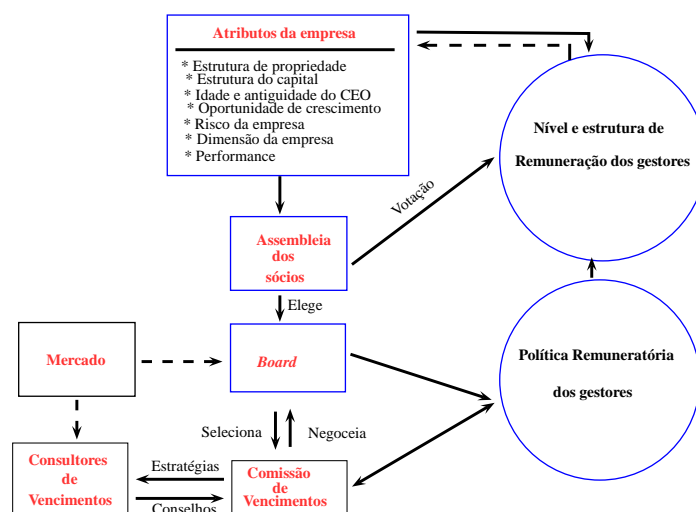


Figura 2.2: Determinantes da política remuneratória dos gestores

Fonte: Adaptado em Alagla (2012)

¹A principal função da comissão de remuneração consiste em ajudar a determinar o nível e a estrutura remuneratória dos executivos, assim como a avaliar a *performance* dos gestores. As entidades reguladoras dos mercados de capitais recomendam, no entanto, a contratação de consultores de remuneração no sentido de maximizar a utilidade dessa política.

2.3.4.1 Perspetiva do contrato ótimo

Considerando que os contratos estão longe de serem perfeitos (Shleifer e Vishny, 1997), alguns autores (Bebchuk e Fried, 2004; Bainbridge, 2004), baseando-se em princípios legais, nomeadamente no princípio da *arm's-length contracting*, sugerem que o conselho de administração, em parceria com as demais instituições (e.g. a assembleia dos acionistas, a comissão de vencimentos e consultores), pode elaborar estrategicamente um contrato ótimo (com pacotes remuneratórios competitivos) com o objetivo de atrair e reter gestores talentosos, assim como motivá-los a reduzir os custos de agência e maximizar o valor acionista.

Tal como se referiu anteriormente, o princípio *arm's length contracting* postula, em termos gerais, que a negociação entre partes relacionadas entre si (*self-dealing*) deve obedecer aos mesmos critérios que seriam impostos às entidades ou indivíduos externos, em circunstâncias semelhantes, com o intuito de obter o melhor acordo possível para ambas partes (Bainbridge, 2004). Neste quadro, os defensores do contrato ótimo sugerem que as instituições que participem no processo de fixação dos pacotes remuneratórios devem apenas preocupar-se em: (i) reter gestores com elevadas competências e talentos, (ii) reduzir os custos totais de contratação e, (iii) incentivar os gestores a tomarem decisões que maximizem a riqueza dos acionistas (Jensen and Murphy, 1990). Deste modo, e seguindo estes autores, a retenção de gestores altamente capacitados e experientes encarregar-se-á de melhorar a análise do meio envolvente, as estratégias delineadas e os processos de tomada de decisão, e, por outro lado, os incentivos financeiros encarregar-se-ão de alinhar os interesses entre principais e agentes (Mehran, 1995).

Como se observa na Figura 2.2, o jogo de forças entre as várias instituições é determinante para o cumprimento do princípio *arm's-length contracting* e otimização da remuneração dos gestores. Isto porque pressupõe que o conselho de administração (com ou sem comissão de vencimentos), eleito/nomeado pelos acionistas, seleciona, para si e outros gestores, pacotes remuneratórios que os recompensem pelos esforços e riscos incorridos e, simultaneamente, maximizem a riqueza dos acionistas. Por seu turno, os mercados de capitais e laboral, enquanto mecanismos de controlo externos, encarregar-se-ão de limitar a capacidade dos administradores, da comissão de vencimento e dos consultores, de estruturarem pacotes remuneratórios, que atendam, simplesmente, os interesses dos administradores, forçando-os a adotar políticas remuneratórias que sir-

vam aos interesses de ambas partes (Bebchuk e Fried, 2003). É importante realçar que os acionistas têm a liberdade de aceitar ou rejeitar as propostas apresentadas, através do exercício do direito de voto.

Embora o contrato ótimo seja, aparentemente, um instrumento ideal para reduzir os custos de agência, é irrealista (Bebchuk e Fried, 2006), porque assenta, basicamente, nos seguintes pressupostos: os conselhos de administração, enquanto *self-dealing*, agem sempre no interesse dos acionistas (princípio *arm's-length contracting*); os consultores de vencimentos são verdadeiramente independentes; a concorrência dos mercados de capitais e laboral é perfeita. De acordo com Bebchuk e Fried (2004), *apud* Bainbridge (2004), apesar dos mecanismos de controlo externo aplicarem restrições supostamente “muito rigorosas” permitem um desvio substancial do princípio *arm's-length contracting*.

Além disso, existem, dentro das organizações, forças ocultas que influenciam, significativamente, a estrutura e o nível remuneratório dos gestores¹, que podem desvirtuar as ideologias subjacentes ao contrato ótimo e beneficiar os gestores, independente dos seus esforços e desempenhos.

Diante disso, Bebchuk e Fried (2003, 2006) são perentórios ao afirmar que os incentivos financeiros, por si só, podem ser nefastos para as empresas, não só pelas razões descritas anteriormente, mas, também, porque as expectativas relacionadas com remunerações generosas podem incentivar os gestores a envolverem-se em projetos altamente arriscados para aumentar a rendibilidade da empresa e, por conseguinte, aumentar os seus próprios rendimentos, principalmente quando ambos se encontram altamente correlacionados.

2.3.4.2 Perspetiva do poder dos gestores

Shleifer e Vishny (1997) e Bebchuk e Fried (2006) sugerem que os gestores do topo têm geralmente uma influência significativa sobre todos os mecanismos de governação

¹Tais como as coligações de acionistas para a aprovação/rejeição de projetos que atendam, essencialmente, aos seus interesses; o elevado poder de controlo que os CEOs têm sobre as organizações; as assimetrias de informações entre administradores executivos a tempo inteiro e não-executivos que trabalham em *part-time* e a interdependência existente entre CEO, membros dos conselhos de administração e consultores.

interna e utilizam este poder para maximizar a sua função de utilidade em prejuízo dos acionistas.

Apesar do potencial efeito que a remuneração dos gestores pode ter no valor da empresa e vice-versa¹, existem evidências de que a compensação excessiva pode funcionar como “ganância infecciosa” e criar um ambiente propício a abusos, que será tanto maior quanto maior for o poder e o controlo que o CEO tem sobre a empresa (Bebchuk e Fried, 2006; Murphy e Sandino, 2010). De acordo com estes autores, o poder e o controlo que os CEOs têm sobre as empresas podem influenciar direta ou indiretamente os pareceres da comissão de vencimentos e consultores independentes sobre a política remuneratória a adotar.

Por exemplo, as relações transacionais que se estabelecem a montante e a jusante, podem levar a comissão de vencimentos e/ou consultores independentes (*independent compensation consultants*) a cooperarem com os CEOs, sugerindo remunerações acima da média do mercado (*price skimming*), com o intuito de garantir um clima cordial com o indivíduo mais poderoso da organização ou a salvaguarda da (re)contratação e subcontratação de serviços complementares (e.g. consultoria dos recursos humanos) pela mesma empresa, no caso de serem consultores externos. O que pode gerar, segundo estes autores, um círculo vicioso e, porventura, a distorção da essência da política remuneratória enquanto mecanismo de alinhamento de interesses.

Adicionalmente, Bebchuk e Fried (2006) sublinham que a maior parte dos administradores deseja ser nomeado para o conselho de administração quer pelos salários aliciantes que usufruem, quer pelo prestígio, ou, ainda, pelas valiosas relações empresariais e sociais que o assento no conselho de administração proporciona aos administradores. Esses benefícios financeiros e não-financeiros podem incentivá-los a privilegiarem políticas/estratégias que visem preservar o seu assento no conselho de administração ao invés de defender os interesses dos acionistas.

Além disso, os CEOs com dualidade de funções podem utilizar o poder e controlo que têm sobre as empresas para beneficiar os administradores, individual ou co-

¹Os estudos que se debruçaram sobre os determinantes da remuneração anual dos gestores revelam que o resultado líquido (Brunello *et al.*, 2001a), a rentabilidade das ações (Murphy, 1985; Kaplan, 1994; Kato e Long, 2006; Brick *et al.*, 2006; Fernandes, 2008), o crescimento das vendas (Murphy, 1985; Kaplan, 1994; Brick *et al.*, 2006; Mitsudome *et al.*, 2008) e o crescimento dos resultados operacionais (Kaplan, 1994; Mitsudome *et al.*, 2008) afetam positiva e significativamente a remuneração dos órgãos de administração. Adicionalmente, Kaplan (1994) e Mitsudome *et al.* (2008) concluíram que os gestores são relativamente penalizados sempre que apresentam resultados negativos.

letivamente, como, também, para encorajar ou desencorajar o aumento do salário dos administradores. Adicionalmente, o reconhecimento e a gratidão dos administradores para com o CEO contribuem, no mínimo, para a criação de uma atmosfera que conduz à generosidade, ao comprometimento e à cordialidade entre os membros que compõem o conselho de administração.

Brick *et al.* (2006) encontram correlações positivas e significativas entre o aumento da remuneração do CEO e o aumento da remuneração dos demais administradores. Segundo os autores, a correlação entre as variáveis é mais influenciada pela cooperação existente dentro do grupo do que pela *performance* das empresas.

Além das relações de amizade e lealdade, existem outras forças sociais e psicológicas que tornam difícil a oposição aos arranjos realizados à remuneração dos gestores do topo, nomeadamente do conselho de administração. Por exemplo, o CEO é colega dos administradores e espera-se que, na maioria das vezes, se tratem com camaradagem. Com efeito, além de colega, o CEO é também o líder da empresa, a pessoa cujas decisões e visão influenciam significativamente a futura administração da empresa. Por conseguinte, na maior parte das vezes, os administradores tratam o CEO com elevado respeito e diferença substancial, tornando-se naturalmente difícil para os administradores exigir forçosamente a aplicação do princípio *arm's length contracting* a alguém que é simultaneamente colega e líder.

Cientes desta realidade, Brick *et al.* (2006) analisaram 1441 empresas cotadas em bolsa entre 1992 e 2001 e verificaram que a remuneração dos administradores está significativamente associada à remuneração do CEO, principalmente quando este assume a presidência do conselho de administração. Concluíram, também, que a remuneração excessiva, tanto dos administradores como do CEO, afeta negativamente a *performance* da empresa. Os autores sugerem que os administradores bem remunerados podem estar menos interessados em "*rock the boat*", isto é, em criar ruturas em prol da organização como um todo ("destruição criativa"), mas determinados a manter o *status quo*.

Dito de outro modo, uma política de remuneração excessiva, ou que não tenha em conta as características específicas da empresa, pode dar lugar à salvaguarda da hegemonia dos gestores do topo (Zahra e Pearce, 1989) com uma cultura que não permite críticas construtivas, mas sim à institucionalização da obediência, do favoritismo e do espírito de *laissez faire, laissez passer*, dando primazia à cortesia entre os pares em

detrimento não só da verdade e firmeza do conselho de administração, mas também da rentabilidade e da sobrevivência da empresa.

É de realçar que alguns estudos revelam que a fixação dos pacotes remuneratórios e a sensibilidade entre *remuneração dos gestores-performance da empresa* variam de acordo com os interesses dos acionistas controladores e com o facto de as empresas estarem ou não filiadas a determinados grupos económicos (Kato, 1997; Firth *et al.*, 2006; Kato *et al.*, 2007; Unite *et al.*, 2008; He, 2008).

Neste sentido, Kato (1997), ao comparar empresas filiadas e não-filiadas ao grupo económico Keiretsu¹, concluiu, em primeiro lugar, que as empresas não-filiadas eram duas vezes mais rentáveis do que as filiadas, apesar de as empresas filiadas apresentarem volume de vendas, ativos, número de colaboradores, dimensão do conselho de administração, níveis de investimentos e despesas em I&D muito superiores. Na opinião de Kato (1997), esta discrepância deve-se, essencialmente, ao clientelismo, aos conflitos de interesses e às participações cruzadas existentes entre os membros do grupo². Em segundo lugar, concluiu que a remuneração dos CEOs filiados ao grupo *Keiretsu* é 21% inferior a dos CEOs não-filiados, o que sugere que, nas empresas associadas ao grupo, a remuneração dos CEOs é estruturada de forma a recompensá-los pela promoção dos investimentos que atendam aos interesses dos acionistas controladores, nomeadamente os bancos.

Posteriormente, Kato *et al.* (2007) e Unite *et al.* (2008) reportaram resultados similares ao terem comparado empresas filiadas e não-filiadas a determinados grupos económicos (coreanos e filipinos, respetivamente). Por exemplo, Kato *et al.* (2007) verificaram que, nas empresas não-filiadas ao grupo *Chaebols*, a remuneração dos executivos é afetada positiva e significativamente pela *performance*, ao passo que nas empresas filiadas essa relação não é significativa.

Por outro lado, Firth *et al.* (2006) analisaram 549 empresas cotadas nas bolsas

¹Keiretsu é uma coligação empresarial entre várias companhias japonesas de diversos setores de atividade económica, com fins meramente estratégicos, em especial, no que respeita a internacionalização e proteção contra aquisições e fusões. As empresas que integram o grupo apresentam geralmente: teias de relações complexas e horizontais, relações contratuais informais entre os membros do grupo independentemente do setor de atividade em que se encontram inseridas e, finalmente, relações claramente definidas entre os membros, obedecendo a uma hierarquia.

²Neste âmbito, importa referir que para além de existirem participações cruzadas entre elas, estas empresas eram financiadas por um banco principal que, por sua vez, detinha não só parte significativa do capital social de cada uma delas, como também tinha o direito de nomear administradores que representassem os seus interesses dentro dessas organizações.

de valores de *Shanghai* e *Shenzhen*, na China, entre 1998-2000, tendo concluído que nas empresas cujo capital social é detido maioritariamente pelo Estado, o que é comum neste país, a remuneração dos gestores não afeta e nem é afetada pela *performance* das empresas¹. Contrariamente, nas empresas onde o capital social é detido maioritariamente por privados ou estrangeiros a remuneração dos gestores está significativamente associada à *performance* das empresas.

Em suma, nota-se, ainda, uma falta de consenso entre os autores que analisaram os efeitos da remuneração na *performance* das empresas. Por exemplo, os estudos Mehran (1995), Murphy (1985), Firth *et al.* (2006) e He (2008) sugerem que pacotes remuneratórios alinhadores de interesses entre acionistas e gestores aumentam a *performance* da empresa, devido à redução dos custos de agência. No entanto, os estudos de Bebchuk e Fried (2003), Brick *et al.* (2006) e Murphy e Sandino (2010) sugerem que a remuneração dos gestores é, em si mesma, uma das fontes dos conflitos e custos de agência; conflitos esses que advêm (a) do poder que os gestores têm sobre a estruturação e determinação da própria remuneração; (b) das redes de relações que as empresas têm com determinados grupos económicos (Kato, 1997; Firth *et al.*, 2006; Kato *et al.*, 2007; Unite *et al.*, 2008) e (c) dos *lobbies* que os gestores podem criar com a comissão e com os consultores de remuneração, que geralmente estão longe de ser independentes (Murphy e Sandino, 2010).

Cientes desta realidade, Florackis (2008) defende, com base em evidências empíricas, que a relação entre remuneração dos gestores e custos de agência não é linear, isto é, tanto pode ser positiva como negativa.

2.4 Lacunas observadas na literatura

Tal como se pode observar nos pontos anteriores, a literatura que trata dos problemas de agência e dos mecanismos para minimizá-los é vasta. Contudo, apresenta, ainda, algumas lacunas que podem ser sanadas.

A primeira lacuna reporta-se ao facto de os estudos examinados não apresen-

¹A insensibilidade entre as variáveis em análise pode ser explicada pela burocracia e conflitos de interesses típicos das instituições estatais e/ou pelo facto de o Estado dar primazia aos objetivos não-pecuniários, nomeadamente provisão do emprego e fomento da economia.

tarem um modelo integrado que permita analisar os custos de agência do capital e da dívida, ancorado tanto na teoria de agência como na teoria da *stewardship*, embora se deva reconhecer a necessidade e os benefícios da formulação de modelos parcimoniosos (Kline, 2005). A segunda lacuna encontrada tem a ver com o facto de os problemas de agência, tal como os seus antecedentes ou mecanismos de controlo, serem pouco examinados no contexto das PME's, onde a propriedade e a gestão se encontram geralmente concentradas numa única entidade – o dono ou família. A terceira lacuna reside no facto do envolvimento familiar, na propriedade e na gestão, e o emprego de várias gerações da mesma família na empresa não terem merecido o devido tratamento empírico no estudo dos problemas de agência, mesmo sabendo que estes são os atributos que caracterizam as PME's e que, de certo modo, ajudam, não só, a entender os diversos fenómenos e dinâmicas que ocorrem na sua envolvente interna, mas também a eficiência e o desempenho dessas empresas.

2.5 Importância deste estudo face às lacunas observadas

O presente estudo visa colmatar essas lacunas em quatro domínios temáticos:

Primeiro, examinam-se os problemas de agência no quadro das PME's, não só pelo relevo que estas organizações têm na economia mundial (Ayyagari *et al.*, 2011) – especialmente o tecido empresarial português, em que o peso das PME's ronda os 99% –, mas também porque a literatura, que versa os problemas enfrentados por estas empresas, ainda é muito escassa.

Importa, desde logo, sublinhar que as diretrizes que suportam esta investigação são parcialmente contrárias à perspectiva de alguns teóricos em matéria de problemas de agência (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983a,b), os quais assumem que, quando a propriedade e a gestão se encontram concentradas numa única pessoa – o dono – os custos de agência entre proprietário-gestor aproximam-se de zero (Ang *et al.*, 2000) ou são insignificantes, porque os interesses entre as partes envolvidas tendem a estar alinhados (Fama e Jensen, 1983a, 1985). No entendimento desses autores, a necessidade de vigiar as atividades dos gestores das PME's-Famíliares é reduzida porque o envolvimento direto do proprietário e dos seus familiares no negócio, assim como a confiança mútua que deriva das relações de afinidade, favorecem a comunicação e pro-

movem a cooperação entre os proprietários e os gestores e diminuem significativamente as assimetrias de informação e, conseqüentemente, os custos de agência.

Sucedem que a concentração da propriedade e gestão, tal como as dinâmicas dessas empresas, geram conflitos de interesses (Schulze *et al.*, 2001; Young *et al.*, 2008). Donde, a investigação anterior avançou fatores que os definem e que ajudam a explicar a sua *performance* em comparação com as outras empresas (Chrisman *et al.*, 2004, 2012). Todavia, não chegou a ser definido um quadro teórico, consensual, que permita integrar as diferentes abordagens seguidas pelos investigadores no estudo das PME's e dos conflitos de interesses a elas associados (Corbetta e Salvato, 2004a).

Segundo, considerando o aparente *gap* encontrado na literatura e em harmonia com os estudos anteriores que examinam os problemas de agência (Schulze *et al.*, 2001, 2002, 2003b), adota-se no presente estudo uma abordagem integrada, fundamentada na teoria de agência e na *stewardship theory* de modo a explicar os comportamentos que visam maximizar a *performance*, num contexto em que a atitude pro-organizacional coexiste com as motivações de *self-servicing* (Davis *et al.*, 1997; Corbetta e Salvato, 2004a).

Para o efeito, este trabalho segue duas linhas de investigação complementares. Por um lado, analisa os efeitos do envolvimento familiar, quer nos custos de agência do capital e da dívida, quer na *performance* das PME's. Por outro lado, analisa em que medida os mecanismos de controlo interno utilizados nas grandes empresas influenciam os custos de agência e a *performance* dessas empresas. Partindo do pressuposto de que a análise das causas e efeitos dessas variáveis pode representar um contributo para o tema e para investigações futuras.

Ao articular e sustentar os modelos propostos com base na teoria de agência e na *stewardship theory*, esta tese visa contribuir para a compreensão do comportamento disfuncional, derivado do excesso de altruísmo familiar por parte dos proprietários e gestores das sociedades por quotas e anónimas de pequenas e média dimensão quando estejam em causa interesses da família, potencialmente geradora de conflitos de interesses no seio da organização.

Para a conservação desse objetivo são tomados por referência e comparação de alguns estudos já realizados noutros tipos de empresas, quer quanto às causas desses comportamentos, quer quanto às formas de os mitigar (Schulze *et al.*, 2001, 2002; Chua

et al., 2003; Anderson *et al.*, 2003a; Corbetta e Salvato, 2004a; Carney, 2005). Com efeito, neste domínio temático, a literatura centra-se essencialmente na análise das grandes empresas (Vieito, 2008; Florackis, 2008; McKnight e Weir, 2009; Florackis e Ozkan, 2009; Chua *et al.*, 2011), além de que uma parte expressiva dos estudos empíricos que se debruçam sobre os mecanismos de controlo dos conflitos, nessas organizações, não incide sobre o contexto português.

2.6 Definição de PME

A definição de PMEs, além ser objeto de discussão em vários estudos (Perteson *et al.*, 1986; Fillion, 1990), tem variado de acordo com os critérios adotados pelos investigadores, países e grupos de interesses (Ayyagari *et al.*, 2007). Não existe um conceito *uno* de PMEs e que, sobretudo, reúna o consenso dos investigadores¹ ou países. A multiplicidade de definições resulta do facto de alguns considerarem apenas as características qualitativas, outros exclusivamente as características quantitativas e outro ainda considerarem a combinação de ambas².

Por exemplo, tendo em conta os critérios qualitativos, as autoridades norte americanas, através da *Small Business Act* de 1953, consideram pequenos negócios (*small business*) as empresas detidas e geridas de forma independente pelos seus proprietários e que não têm poderes para influenciar, por si só, o sector de atividade onde operam (Carland *et al.*, 1984). O Reino Unido, por sua vez, considera pequenos negócios as empresas que: a) detêm uma ínfima parte da quota de mercado e que não são capazes de influenciar os preços nem a quantidade dos bens e serviços oferecidos; b) são geridas de forma personalizada pelos proprietários e não apresentam uma estrutura de governação formal similar às das médias e grandes empresas e c) os proprietários-gestores não estão sob controlo ou escrutínio dos *outsiders* visto que tomam livremente

¹O número de colaboradores efetivos (Zahra *et al.*, 2007; Zinga, 2011), o número de elementos que compõem o conselho de administração (Switzer e Tang, 2009), o volume de negócios (McKnight e Weir, 2009), o ativo total líquido (Florackis e Ozkan, 2009), os resultados antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações - EBITDA (Giovannini, 2010) são os indicadores geralmente utilizados pelos investigadores para determinar a dimensão das empresas.

²Os critérios qualitativos procuram captar a dimensão, baseando-se, essencialmente, em quatro atributos: (i) estrutura de propriedade e gestão, (ii) estrutura organizatória, (iii) expansão geográfica e (iv) a influência sobre o sector de atividade económica. Os critérios quantitativos, por sua vez, baseiam-se essencialmente em atributos contábeis tais como número de colaboradores, volume de negócio, rentabilidade anual, capital investido, quota de mercado e valor acrescentado bruto.

as decisões que podem afetar significativamente o futuro da empresa (Bolton, 1971).

No entanto, a Austrália apresenta diversas definições qualitativas que variam de acordo com a sua divisão administrativa. Por exemplo, enquanto a Austrália ocidental adaptou a definição desenvolvida pela Wiltshire Committee of Inquiry em 1971, que passamos a citar:

[...] «*small business is a business in which one or two people are required to make all the critical decisions (such as finance, accounting, personnel, purchasing, processing or servicing, marketing, selling) without the aid of internal specialists and with specific knowledge in only one or two functional areas*»¹.

Os Estados de Victoria e a Nova Gales do Sul desenvolveram as suas próprias definições de PME, enfatizando a estrutura de propriedade, forma jurídica da empresa, quota de mercado e gestão interna (Price, 1984). Portanto, consideram que:

«*a small business is one which is wholly owned and operated by an individual, or individual persons in a partnership or by a proprietorship company and which has relatively small share of the market in which it competes; is managed personally by the owners or directors; is not part of a larger business*» (Price, 1984, p.2).

Tal como sugerem Fillion (1990) e as recomendações da Comissão europeia (2003), as definições quantitativas, além de variarem de acordo com os contextos em análise, apresentam quatro principais limitações. Primeiro, atribuem maior relevância aos critérios relacionados com as estruturas de propriedade e de liderança que, em sentido restrito, não difere significativamente daquelas existentes nas grandes empresas familiares. Segundo, não têm em conta as especificidades do sector ou nível de desenvolvimento do país em que a empresa se encontra inserida. Terceiro, não consideram os indicadores financeiros necessários para melhor compreender a importância real e

¹Report of the Committee on Small Business, Canberra, Department of Trade and industry, 1971, ponto 3.1

o desempenho de uma empresa, bem como a sua posição em relação às suas concorrentes (Comissão europeia, 2003). Quarto, é muito difícil a sua operacionalização e, conseqüentemente, a recolha de dados que permitam elaborar estudos comparativos.

Os critérios quantitativos vêm colmatar, de algum modo, as limitações apresentadas pelos critérios qualitativos (Filion, 1990), na medida em que permitem, por um lado, identificar as características demográficas (e.g. natureza da organização, sector de atividade, idade e contexto), as características económicas (e.g. volume de vendas, número de colaboradores, volume de produção e valor acrescentado), bem como os critérios financeiros (e.g. proveito, ativo, valor líquido e capital próprio). Por outro lado, facilitam a operacionalização das variáveis e recolha de informação de uma grande parte do universo em análise.

No entanto, apesar de os critérios quantitativos “resolverem” os problemas relacionados com a operacionalização dos atributos e recolha de dados, não conseguem captar as especificidades de cada país ou do sector de atividade económica em que as empresas se encontram inseridas.

Atendendo a este facto, os países desenvolveram individual ou coletivamente os seus próprios critérios (quantitativos e qualitativos) para distinguirem as PME das outras empresas. Segundo a OCDE, 2005 « *There is no single agreed definition of an SME. A variety of definitions are applied among OECD countries, and employee numbers are not the sole defining criterion. SMEs are generally considered to be non-subsidiary, independent firms which employ fewer than a given number of employees. This number varies across countries. The most frequent upper limit designating an SME is 250 employees*». (OECD, 2005, OECD SME and Entrepreneurship Outlook: 2005, OECD Paris, page 17).

A Tabela 2.2 apresenta sumariamente os critérios adotados por alguns países para definirem PMEs.

Tabela 2.2: Algumas definições quantitativas de PMEs

País	INDÚSTRIA	DEFINIÇÕES
EUA	Retalho	empresas com menos de 500 empregados
	Grossista	vendas anual de 2 a 7.5 milhões de USD
	Serviços	vendas anual inferiores à 9,5 milhões ou 22 milhões de USD, dependendo da indústria
	Agricultura	vendas anual de 2 a 8 milhões de USD
Austrália	Transformadora	vendas anual inferiores à milhão de USD
		menos de 100 empregados

(Continua na página seguinte)

Tabela 2.2: – (Continuação da página anterior)

PAÍS	SETOR	CRITÉRIOS
	Serviços	até 20 empregados
Japão	Transformadora	menos de 300 empregados
	Grossista	menos de 100 empregados
	Retalho ou Serviços	menos de 50 empregados
Reino Unido		menos de 250 empregados
União Europeia		menos de 250 empregados
		volume de vendas anual inferior à 50 milhões de euros balanço total líquido inferior à 43 milhões de euros

Com o intuito de limitar a proliferação das definições de PME em uso no espaço comunitário, de desenvolver e implementar medidas conjuntas e facilitar os estudos comparativos, a Comissão Europeia sugere no art. 2º das Recomendações de 2003/361/CE que sejam consideradas PME as empresas com menos de 250 pessoas ao serviço, cujo volume de negócios anual não exceda 50 milhões de euros ou cujo ativo total líquido anual não exceda 43 milhões de euros; sendo que as pequenas empresas distinguem-se das médias por terem menos de 50 trabalhadores e um volume de negócios anual ou ativo total líquido que não exceda os 10 milhões de euros; ao passo que as microempresas distinguem-se das pequenas por terem menos de 10 trabalhadores e um volume de negócios anual ou ativo total líquido que não exceda os 2 milhões de euros.

Na ótica da Comissão Europeia, o número de empregados e o volume de negócio anual/ativo podem captar indiretamente as características qualitativas associadas às PME em termos de estrutura de propriedade, tipo de gestão e quota de mercado.

Segundo Rodrigues (2012), as recomendações da Comissão Europeia para definir PME parecem ser muito abrangentes porque coloca debaixo do mesmo “chapéu” empresas com diversas características; desde uma empresa individual com apenas um colaborador, uma empresa familiar que abastece um pequeno número de clientes locais, até uma empresa inovadora que consegue concorrer nacional e internacionalmente. Portanto, a heterogeneidade de PME fez com que alguns países comunitários apresentassem diversos critérios para as definir, que variam de acordo com domínio em análise (e.g. jurídico, contabilista e económico). Assim sendo, no ordenamento jurídico português utilizam-se os seguintes critérios para determinar a dimensão das empresas:

- Em termos legais, o art.º 100, n.º 1 do código de trabalho considera apenas o critério número de empregados recomendado pela comissão europeia (2003/361/CE) para determinar a dimensão de cada empresa¹.
- Em termos de fiscalização societária, O CSC não obriga a fiscalização das pequenas e médias sociedades por quotas (art.º 262º, n.º 2), designadamente aquelas que durante dois anos consecutivos, não ultrapassem dois dos três parâmetros: (i) total do balanço - € 1 500 000, (ii) total de vendas líquidas e outros proveitos - € 3 000 000 e (iii) número médio de colaboradores (média do exercício) - 50. De igual modo, permite, no seu art.º 390.º, que as sociedades anónimas que tenham capital social inferior a 200 000€ sejam administradas por administrador único, com exceção das sociedades que adotarem o modelo anglo-saxónico apresentadas no art.º 278º, n.º 1 al. b.
- Em termos contabilísticos, a norma contabilística e de relato financeiro para pequenas entidades"(NCRF-PE), compreendida no SNC, considera pequenas entidades aquelas que não ultrapassam dois dos três limites seguintes, salvo quando por razões legais ou estatutárias tenham as suas demonstrações financeiras sujeitas a certificação legal de contas: a) Total do balanço - 500 000 €; b) Total de vendas líquidas e outros rendimentos anuais: - 1 000 000; c) Número médio de colaboradores - 20².

Face às afirmações anteriores, e à semelhança de vários estudos (Zahra *et al.*, 2007a,b; Carvalho, 2008; Zinga, 2011; INE, 2014), adotou-se apenas um dos critérios sugeridos pela UE (art. 2º do anexo I nas recomendações de 2003/361/CE) referente ao número de colaboradores para definir PMEs. Nesta investigação, consideram-se PMEs as empresas que tenham 10 a 249 colaboradores.

¹Lei n.º 7/2009, de 7 de Fevereiro.

²Art.º 9º do Decreto-lei n.º 158/2009, de 13 de Julho.

QUADRO CONCEPTUAL E HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO

3.1 Introdução

Depois de apresentada a revisão da literatura sobre os problemas de agência e mecanismos de controlo, assim como as lacunas observadas, o presente capítulo visa apresentar as hipóteses e os modelos de investigação no sentido de preencher tais lacunas.

3.2 Modelos e hipóteses de investigação

Ao contrário do modelo económico estandardizado (*Standard Economic Model*)¹, os modelos de investigação propostos encontram-se ancorados no modelo de comportamento económico (*Behavioral Economic Model*) que considera que os comportamentos

¹O modelo económico estandardizado (*Standard Economic Model*) analisa o comportamento dos indivíduos partindo dos pressupostos de que: (i) os agentes económicos são geralmente racionais e motivados pela maximização da sua função de utilidade esperada, (ii) as utilidades dos agentes são puramente determinadas por interesses egocêntricos (i.e. não têm em consideração as funções de utilidade ou o bem-estar dos outros) e, por fim, (iii) os ativos são completamente fungíveis.

dos indivíduos são motivados por um conjunto idiossincrático de gostos e preferências (i.e. económicas, não-económicas, egocêntricas e sociocêntricas) que são maximizados de acordo com pressupostos contingenciais (Kahneman e Tversky, 1979; Becker, 1981; Kahneman e Snell, 1992).

O que significa que a maximização das funções de utilidade dos agentes económicos (individuais e/ou coletivas) depende não só das crenças e valores, das características físicas e psicológicas dos agentes envolvidos, mas também das circunstâncias em se encontram no momento da tomada de decisão, nomeadamente, do risco envolvido, da formação e informação detida, do nível de desenvolvimento político-económico do país e da disponibilidade de recursos.

Nesta senda, o facto das restrições orçamentais desempenharem um papel crucial na satisfação simultânea de um conjunto de gostos e preferências apresentadas pelos agentes económicos torna o alinhamento de interesses pessoais e empresariais mais difícil de atingir e sustentar, designadamente nas empresas familiares. Uma vez que as ações que promovem a maximização dos interesses pessoais, no que diz respeito à necessidade de controlo da empresa e estabilidade familiar, podem dificultar (ou ser contraproducentes para) a maximização da competitividade, crescimento e sustentabilidade da empresa.

3.2.1 Relações entre envolvimento familiar, custos de agência e *performance*

3.2.1.1 Relação entre envolvimento familiar e custos de agência do capital

Tal como indicam os estudos de Chrisman *et al.* (2004) e Martins *et al.* (2009), a principal característica das PME's é a concentração da propriedade e da gestão dessas empresas nas mãos de um único indivíduo e/ou principais membros da família do fundador, o que as torna, de certo modo, empresas familiares. Chrisman *et al.* (2004), por exemplo, observaram que 79% das PME's do seu estudo eram empresas familiares. Neste alinhamento, alguns investigadores apresentam as seguintes questões: a) existem diferenças significativas entre empresas familiares e não-familiares relativamente à natureza dos custos de agência? (Chrisman *et al.*, 2004, 2007); b) tendo em conta os pressupostos da teoria de agência, existem ou não custos de agência nas PME's ou pequenas empresas

familiares? (Schulze *et al.*, 2001, 2003a) e, por fim, c) qual é o efeito do envolvimento da família na redução dos custos de agência e aumento da *performance*? (Anderson *et al.*, 2003a; Chu, 2011, 2009)

Os primeiros autores que se debruçaram sobre o assunto (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983b; Daily e Dollinger, 1992; Ang *et al.*, 2000) sugerem que as empresas familiares são, por virtude do altruísmo familiar e da sobreposição entre a propriedade e a gestão, as únicas organizações eficientes, pois o envolvimento da família, quer no património, quer na gestão da empresa anula os custos de agência do capital ou reduz-los drasticamente. Isto porque, a unificação da propriedade e a gestão reduz as assimetrias de informação, elimina os problemas de seleção adversa e risco moral, alinha naturalmente os interesses entre gestores e proprietários em relação às oportunidades de crescimento e ao risco de negócio.

Além disso, as ligações parentais, de intimidade e proximidade (enraizados na história comum, cultura, valores, confiança, sentimentos e emoções), típicos dos ambientes domésticos, desencadeiam comportamentos altruísticos que são facilmente extrapolados para as empresas. O altruísmo, enquanto ato que beneficia outrem sem expectativa de qualquer recompensa externa, tem impacto no contrato relacional que a empresa familiar estabelece com os seus *stakeholders* que, por sua vez, desempenha um papel significativo na adoção de comportamentos sociocêntricos, previstos pela *stewardship theory versus* comportamentos egocêntrico previstos na teoria de agência (Corbetta e Salvato, 2004a). Por outras palavras, a proximidade e a confiança entre os membros da organização aumentam a crença de pertença (i.e. *psychological ownership*), cujo principal efeito consiste na forte sensação de identificação e comprometimento com os valores da empresa (Corbetta e Salvato, 2004a).

Mais, o facto dos interesses dos colaboradores, familiares ou não, se encontrarem alinhados com os objetivos e sucesso da empresa é extremamente vantajoso para as organizações. Isto porque os seus membros tornam-se intrinsecamente motivados e altamente dedicados, na medida em que se sentem co-responsáveis pelo sucesso e prosperidade da empresa (Cabrera-Suárez *et al.*, 2001). A motivação intrínseca e o alinhamento de interesses reduzem os comportamentos oportunistas e, também a necessidade de adoção de mecanismos de controlo dissuasores e dispendiosos (Schulze *et al.*, 2001), designadamente os mecanismos de ligação (*bonding*), monitorização, incentivos e punição previstos por Jensen e Meckling (1976).

Acontece, no entanto, que Schulze *et al.* (2001, 2002), baseando-se nos princípios da economia comportamental¹, defendem que as empresas cuja propriedade e gestão se encontram concentradas nas mãos de um indivíduo ou grupo familiar também são vulneráveis aos problemas de agência, geralmente atribuídos às empresas de capitais abertos, como a seleção adversa, o risco moral e o *hold-up*².

Uma das razões que concorre para essa vulnerabilidade consiste no facto dos proprietários-gestores (i.e. fundadores), nomeadamente os maioritários, terem o privilégio de utilizarem os ativos das empresas de forma quase discricionária e incontestável, visto que, por um lado, dificilmente têm de justificar as suas decisões a um conselho de administração independente ou a acionistas externos e, por outro lado, a sua *performance* raramente é avaliada pelos mercados ou por outros *stakeholders* (Lubatkin *et al.*, 2005). Nesta ordem de ideias, Schulze *et al.* (2001, 2002) defendem que as empresas geridas pelos respetivos proprietários tendem a ser menos eficientes e competitivas devido aos problemas de autocontrolo (*owner-control*) e sobreposição entre a propriedade e a gestão (*owner-management*).

Outra razão que tem sido apontada como uma das causas da ineficiência das empresas familiares é o acentuado altruísmo parental, seguido de nepotismo, evidenciado pelos seus proprietários (Schulze *et al.*, 2001; Lubatkin *et al.*, 2007; Lim *et al.*, 2010). O altruísmo parental (neste caso o paternalismo) resulta não só das obrigações legais e culturais (educação, prestação de auxílio, assistência, etc.) que os pais têm para com os seus descendentes, mas, também, do facto de o bem-estar de pais e filhos estar inextricavelmente ligado.

Essa co-dependência dos membros familiares entre si constitui, segundo Becker (1981), uma função de utilidade na qual a generosidade dos pais aumenta com o amor que têm pelos filhos e com a necessidade de salvaguardar o seu bem-estar. Segundo Lansberg (1983) e Chrisman *et al.* (2012), a manutenção do bem-estar familiar leva muitas vezes os líderes das empresas familiares a sobreporem os objetivos não-económicos (designadamente a reputação, harmonia e estabilidade familiar) aos objetivos económicos (criação de riqueza pessoal), o que pode dar lugar ao paternalismo, protecionismo

¹Segundo a qual os comportamentos dos indivíduos são motivados por um conjunto de gostos e preferências idiossincráticos de carácter económico *versus* não-económico e egocêntrico *versus* sociocêntrico (Arrow, 1963; Kahneman e Tversky, 1979; Becker, 1981; Lunati, 1997).

²De acordo com Lubatkin *et al.* (2005), *hold-up* consiste no poder que determinados sócios/acionistas têm sobre a empresa para persuadir os outros gestores a agir de acordo com os seus próprios interesses.

e nepotismo nas empresas familiares (Lubatkin *et al.*, 2007; Kidwell *et al.*, 2012) . A excessiva generosidade de pais para com os filhos permite a transferência de estatutos, regalias e outros privilégios que estes não teriam se trabalhassem noutras organizações (Schulze *et al.*, 2002; Chrisman *et al.*, 2012). Não são raros os casos em que os cargos do topo são apenas ocupados por proprietários ou membros familiares, mesmo que estes não tenham competências para tal, em vez de serem atribuídos a quadros externos e qualificados, o que pode gerar um clima de injustiça e descontentamento no seio da organização (Minichilli *et al.*, 2010).

Segundo Schulze *et al.* (2001) e Lubatkin *et al.* (2007), os membros familiares poderosos e super protegidos podem manipular e alterar os objetivos acordados com os seus ascendentes, passando a atender aos seus próprios interesses. Dito de outro modo, o altruísmo parental, quando é excessivo, pode incentivar os membros familiares a entrincheirarem-se, esquivando-se das suas responsabilidades (*free rider problem*) e a deturpar as ações e informações, com isso favorecendo a ocorrência de fenómenos como as gratificações instantâneas e o sobreinvestimento.

De igual modo, nepotismo leva ao risco moral, à ineficiência da monitorização interna e, conseqüentemente, à condescendência para com os funcionários familiares, visto que torna difícil para os membros familiares com cargos administrativos vigiarem-se mutuamente. Em muitos casos, o altruísmo paternalista e o elevado protecionismo desvirtuam os mecanismos de controlo interno, protegendo os membros familiares dos processos de monitorização, incentivando ao oportunismo e à desresponsabilização face aos danos causados à sociedade.

Schulze *et al.* (2001) e Gomez-Mejia *et al.* (2001) apresentam evidências de que o altruísmo parental pode realmente conduzir à má *performance*. Por exemplo, o estudo de Gomez-Mejia *et al.* (2001) efetuado no contexto espanhol, revela que as empresas são mais relutantes a demitir os CEOs-familiares do que os CEOs-não familiares. Mas, quando os CEOs-familiares são realmente substituídos, a *performance* dessas empresas melhora significativamente.

Os autores argumentam que o altruísmo parental torna os proprietários menos predispostos a vigiarem e a disciplinarem os seus familiares que exercem cargos na administração, o que aumenta o entrincheiramento. Como resultado, as famílias acabam por esperar muito tempo (às vezes até que a *performance* das empresas baixe drasticamente) para fazer alterações na estrutura administrativa da empresa. Ao contrá-

rio, nas empresas não-familiares, os CEOs são cuidadosamente vigiados e os sistemas de monitorização não são manietados pelo altruísmo, por isso existe, à partida, maior predisposição para substituir os CEOs quando a *performance* da empresa se torne inaceitável.

Portanto, o altruísmo parental pode promover e fortalecer a confiança e comunicação entre os principais e os seus agentes, incentivando-os assim a práticas e comprometimento com os interesses da empresa, reduzindo assim os custos de agência (Fama e Jensen, 1983b; Ang *et al.*, 2000; Anderson *et al.*, 2003a; Chrisman *et al.*, 2004; Herrero, 2011). Porém, o altruísmo parental pode, também, operar em sentido inverso, quando privilegia interesses pessoais e incentiva o entrincheiramento, que acabam por traduzir-se em práticas contrárias aos interesses da empresa e que, por via da ineficiência, aumentam os custos de agência do capital (Schulze *et al.*, 2001; Chrisman *et al.*, 2004; Lubatkin *et al.*, 2005; Dyer, 2006; Stewart e Hitt, 2012).

Tal como é observado por Sciascia e Mazzola (2008), existem evidências que apontam no sentido de que o envolvimento moderado da família, quer na propriedade, quer na gestão pode reduzir os custos de agência do capital, por via do alinhamento de interesses. Assim como as evidências que indicam que níveis elevados de envolvimento da família na propriedade e na gestão podem aumentar os custos de agência devido às regalias e imunidade que estes gozam na organização (i.e. efeitos entrincheiramento). Deste modo, postulam-se as seguintes hipóteses:

H_{1a}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre o envolvimento da família na propriedade e os custos de agência do capital.

H_{1b}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre o envolvimento da família na gestão e os custos de agência do capital.

No entanto, à semelhança de Jensen e Meckling (1976), Ang *et al.* (2000) e Fleming *et al.* (2005) que defendem que a sobreposição entre a propriedade e a gestão pode, de facto, reduzir os custos de agência do capital por via do alinhamento de interesses dos principais com os dos agentes, espera-se, ainda, que a interação entre a propriedade e a gestão familiar reduza os custos de agência do capital. Nomeadamente porque Chrisman *et al.* (2004) sugerem que a unificação da propriedade e a gestão

familiar torna os problemas de agência do capital menos severos nas empresas familiares quando comparados com os das empresas não-familiares. Assim sendo postula-se a seguinte hipótese:

H_{1c}: A interação entre a propriedade e a gestão familiar minimiza os custos de agência do capital.

Seguindo Chu (2009) e Hayes (2013), os efeitos do envolvimento da família nos custos de agência do capital serão avaliados de acordo com o seguinte modelo econométrico:

$$CAC_i = \beta_0 + \beta_1(EFP_i) + \beta_2(EFP_i^2) + \beta_3(EFG_i) + \beta_4(EFG_i^2) + \beta_5(EFP_i * EFG_i) + \beta_6(VC_i) + \varepsilon_i \quad (3.1)$$

Onde:

$i = 1, 2, 3, \dots, n$;

CAC = Custos de agência do capital;

β_0 = Constante;

EFP = Envolvimento da família na propriedade;

EFG = Envolvimento da família na gestão;

VC = Variáveis de controlo e

ε_i = Variável aleatória residual.

Segundo Chrisman *et al.* (2007), os comportamentos dos agentes, previstos pelas teorias de agência e da *stewardship*, podem variar de acordo com as características de cada empresa, tais como idade, dimensão, setor de atividade, etc. Por exemplo, as empresas de grande dimensão estarão, por inerência da grandeza do seu património e diversificação das suas redes de relações, mais propensas a adotar filosofias de gestão capazes de aumentar as economias de escala e reduzir os desperdícios (Fleming *et al.*,

2005; Florackis, 2008). Assim como as pequenas empresas, que operam em setores de trabalho intensivo (e.g. agricultura e pesca de subsistência), estarão, porventura, mais propensas a serem geridas por indivíduos com menor domínio das novas técnicas e modelos de gestão comparativamente às PME's de alta tecnologia ou de conhecimento intensivo (Herrero, 2011), comprometendo, de certo modo, o crescimento e desenvolvimento das primeiras. A idade das empresas também pode ser um factor indutor de conflitos de agência nas empresas familiares, devido ao aumento das divergências de interesses (ou de perspectivas) que podem existir entre os membros familiares de diferentes gerações (Sharma *et al.*, 1997). O nível de endividamento não pode ser ignorado quando se analisa os custos de agência do capital, porque pode potenciar a inovação de produtos, administrativa e tecnológica, assim como pode alinhar os interesses de acionistas e gestores (Jensen e Meckling, 1976; Florackis, 2008), que, por seu turno, podem contribuir para a gestão eficiente dos recursos disponíveis.

Deste modo, e à semelhança de vários estudos, foram utilizadas algumas variáveis de controlo para aferir a consistência dos resultados em relação às características das empresas em análise, designadamente a idade da empresa (Ang *et al.*, 2000; Chrisman *et al.*, 2004, 2007), o setor de atividade (Chrisman *et al.*, 2004, 2007), a dimensão da empresa (Doukas *et al.*, 2000; Chrisman *et al.*, 2007; Florackis, 2008) e o nível de endividamento (Doukas *et al.*, 2000; Ang *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003; Chen e Yur-Austin, 2007; Abor e Biekpe, 2007).

3.2.1.2 Relação entre o envolvimento familiar e custos de agência da dívida

De acordo com Chua *et al.* (1999), as empresas familiares têm estruturas de propriedades únicas, que vão desde empresas com capital social maioritariamente detido pelos membros da família, passando pela gestão maioritariamente familiar até à combinação de ambas. Do ponto de vista das instituições de crédito, essas características podem ser prejudiciais ou benéficas, visto que a baixa dispersão do capital e a unificação entre a propriedade e a gestão tornam as empresas familiares menos propensas à diluição de ativos e das dívidas (Jensen e Meckling, 1976), uma vez que são geralmente detidas e controladas por investidores de longo prazo (James, 1999), que arriscam uma parte substancial do seu património e que almejam conservá-lo por muito tempo. Aliás, os fundadores veem a empresa como um ativo para legar aos seus herdeiros e não como uma riqueza para ser consumida ao longo das suas vidas (James, 1999; Anderson

et al., 2003b; Chrisman *et al.*, 2012). Assim, sobrevivência da empresa torna-se uma das principais preocupações tanto para os fundadores como para os restantes membros da família. Deste modo, tendem a privilegiar a maximização do valor da empresa relativamente ao valor acionista quando há divergência entre ambos (Anderson *et al.*, 2003b). Adicionalmente, procuram, afincadamente, preservar a reputação familiar e da empresa, não aderindo a projetos que possam comprometer o cumprimento das suas obrigações perante os seus credores (James, 1999; Anderson *et al.*, 2003b), alinhando, de certo modo, os interesses da empresa com os dos credores.

Além disso, a perspectiva de longo prazo, característica nas empresas familiares, além de reduzir as assimetrias de informação e a rotação dos gestores com quem os credores negociam, aumenta as relações comerciais e o comprometimento dos gestores face aos compromissos assumidos; o que pode aliviar os custos de monitorização e de ligação, previstos pelas instituições credoras, no sentido de evitar qualquer comportamento oportunista que possa afetar negativamente o reembolso dos créditos concedidos e os pagamento dos juros (Ang, 1991, 1992). Portanto, a redução dos riscos de crédito e o alinhamento de interesses, entre credores e proprietários, podem aumentar o acesso ao crédito em condições favoráveis para as empresas familiares. Isto é, reduzir os custos de agência da dívida.

Por outro lado, a mesma concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão familiar podem isolar essas empresas do controlo e disciplina impostos pelos mercados externos (laboral e capital), como também influenciar negativamente, tal como se observou no ponto 3.2.1.1, a capacidade dos proprietários-gestores exercerem o autocontrolo e a vigilância eficaz dos seus familiares, que trabalham para a empresa, expondo-os, geralmente, aos problemas de agência do capital, típico das empresas familiares (Schulze *et al.*, 2001, 2003b; Lubatkin *et al.*, 2005).

Ora, o agravamento desses problemas poderá tornar as empresas familiares, principalmente as PMEs, ineficientes e menos rentáveis ao ponto de comprometerem o seu crescimento a longo prazo e, por conseguinte, o cumprimento das suas obrigações perante os credores. Aumentando a propensão dos proprietários-gestores familiares de apresentar comportamentos oportunistas que podem lesar os interesses dos credores, designadamente a substituição de ativos, a diluição dos ativos e das dívidas da empresa.

Cientes disso, as instituições credoras tendem a refletir os riscos de crédito, percecionados durante as transacções comerciais, nos termos e condições de financiamento

dessas empresas: racionando os créditos (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Voordeckers e Steijvers, 2008), aumentando as taxas de juro (Steijvers e Voordeckers, 2009b) e/ou exigindo garantias pessoais e empresariais (Voordeckers e Steijvers, 2006) das empresas que apresentam, à partida, maiores riscos de financiamento de modo a se acautelarem das potenciais perdas.

Aliás, o estudo de Steijvers e Voordeckers (2009b) mostra que as empresas familiares de capitais fechados apresentam elevados custos de agência da dívida¹, o que é, de certo modo, confirmado pelos relatórios produzidos por entidades europeias (e.g CE (2011)).

Embora a investigação científica que tem sido levada a cabo se mostre contraditória, seguindo a linha de argumentação dominante, postulam-se as seguintes hipóteses:

H_{2a}: O envolvimento da família na propriedade aumenta os custos de agência da dívida.

H_{2b}: O envolvimento da família na gestão aumenta os custos de agência da dívida.

H_{2c}: A interação entre a propriedade e a gestão familiar aumenta os custos de agência da dívida.

Segundo Chu (2009), os efeitos do envolvimento da família nos custos de agência da dívida serão avaliados de acordo com o seguinte modelo econométrico:

$$CAD_i = \beta_0 + \beta_1(EFP_i) + \beta_2(EFG_i) + \beta_3(EFP_i * EFG_i) + \beta_6(VC_i) + \varepsilon_i \quad (3.2)$$

Onde:

$$i = 1, 2, 3, \dots, n;$$

¹Embora não seja o caso de Portugal, importa aqui realçar que segundo Berger *et al.* (2011), o comportamento defensivo das instituições credoras (i.e. restrição do crédito e/ou custos elevados de financiamento) será manifestamente maior nos países cujos mercados de capitais são poucos sofisticados e competitivos.

CAD = Custos de agência da dívida;

β_0 = Constante;

EFP = Envolvimento da família na propriedade;

EFG = Envolvimento da família na gestão;

VC = Variáveis de controlo e

ε_i = Variável aleatória residual.

As características das empresas (tais como o setor de atividade, idade e dimensão) também foram utilizadas como variáveis de controlo deste modelo de investigação. Espera-se, por exemplo, que as empresas de grande dimensão e mais antigas sofram menor racionamento do crédito, quer pelas garantias que o património empresarial oferece, quer pela reputação criada ao longo dos anos. Em face disso, foram ainda incluídos outros indicadores que os credores normalmente têm em conta (tal como sugere o relatório da (CE,2011) para aferir a qualidade do crédito, durante o processo de concessão de créditos (Jiménez *et al.*, 2006; Antoniou *et al.*, 2006), nomeadamente: as garantias patrimoniais (Voordeckers e Steijvers, 2006; Brick e Palia, 2007; Voordeckers e Steijvers, 2008; Steijvers e Voordeckers, 2009b,a), o nível de endividamento (Jiménez *et al.*, 2006; Sánchez-Ballesta e García-Meca, 2011), as oportunidades de crescimento (Sogorb-Mira, 2005) e a liquidez da empresa (Martins, 2004; Antoniou *et al.*, 2006; Perrini *et al.*, 2008; Sánchez-Ballesta e García-Meca, 2011). Tal como sugerem os diversos, espera-se que os custos de agência da dívida sejam exacerbados nas empresas altamente endividadas e com elevadas oportunidades de crescimento e atenuados nas empresas com elevadas garantias patrimoniais e liquidez financeira.

3.2.1.3 Relação entre o envolvimento familiar e a *performance* das empresas

Vários estudos têm comparado a *performance* das empresas familiares e não-familiares no sentido de verificar se, e como, o envolvimento da família na propriedade e na gestão cria ou destrói valor para a empresa (Anderson *et al.*, 2003a; Chrisman *et al.*, 2004, 2007; Smith, 2008; Allouche *et al.*, 2012). O debate em torno desta temática está longe de

reunir consenso entre os investigadores, porque os resultados encontrados ora sugerem que a relação entre a sobreposição da propriedade e da gestão nas mãos da família e a *performance* das empresas pode ser positiva (Anderson *et al.*, 2003a; Maury, 2006; Chu, 2009, 2011), ora sugerem que pode ser negativa (Bertrand *et al.*, 2008; Cucculelli e Micucci, 2008) ou insignificante (Chrisman *et al.*, 2004; Smith, 2008; Westhead e Howorth, 2006), ora sugerem que a relação entre as variáveis é não-linear (Villalonga e Amit, 2006; Saito, 2008; Jiang e Peng, 2011; Mazzola *et al.*, 2012).

Duas abordagens têm sido utilizadas para explicar a diversidade de resultados encontrados na literatura. Uma das vertentes defende que o envolvimento da família no negócio é uma fonte de vantagens comparativas para as empresas que pretendem obter *performance* superior às empresas não-familiares (Bertrand e Schoar, 2006; Maury, 2006; Chu, 2009, 2011). Em primeiro lugar, porque os laços familiares e confiança mútua entre os membros da família podem ser substitutos dos dispendiosos mecanismos de controlo, desenvolvidos para reduzir os tradicionais custos de agência do capital (Anderson *et al.*, 2003a), designadamente nos países com fraca proteção jurídica dos agentes económicos (Burkart *et al.*, 2003). Tanto mais que o altruísmo parental, típico das empresas familiares, fortifica os laços familiares, favorecendo uma cultura organizacional coletivista¹ (Corbetta e Salvato, 2004a).

Em segundo lugar, a ligação entre o património da empresa e o património familiar induz os gestores-familiares a adotarem uma gestão mais prudente e parcimoniosa. De facto, a perspetiva de longo prazo que inclui legar a empresa às gerações futuras torna os gestores-familiares menos propensos à gestão míope que privilegia apenas os ganhos de curto prazo (James, 1999; Stein, 1989), tal como aumenta a preocupação com a qualidade dos bens/serviços produzidos e a criação de redes de relações de confiança duradouras com todos os intervenientes na cadeia de valor, nomeadamente empregados,

¹A cultura coletivista gera, por seu turno, vantagens para a empresa tais como: menor assimetria de informação, maior participação no processo estratégico, redução dos custos administrativos e rapidez nos processos de tomada de decisão (Eddleston e Kellermans, 2007), o que torna as EF singulares (únicas). Essa singularidade pode favorecer o relacionamento intensivo com os clientes e fornecedores, bem como o comportamento pro-organizacional e a transferência de valores, normas, competência e conhecimento entre as gerações (Lubatkin *et al.*, 2007), que, por seu turno, favorecem a criação de valor e a *performance* das empresas (Barney, 1991; Dyer, 2006). Consequentemente, a disponibilidade dos membros familiares, a comunicação e a cooperação tendem a ser elevadas nas empresas mais altruísticas (Daily e Dollinger, 1992), o que reforça o envolvimento e a interdependência dos membros familiares, encorajando-os a sobrepor os objetivos da empresa aos próprios interesses e objetivos (Zahra, 2003), visto que consideram a empresa como uma extensão da família. O comprometimento com o sucesso do negócio, o bem-estar da família e a intenção do controlo transgeracional (Chrisman *et al.*, 2012) induzem os membros familiares a cooperarem e a assumirem uma postura que favoreça o sucesso e a perpetuidade da empresa.

fornecedores, intermediários e clientes.

Em terceiro lugar, o envolvimento da família representa uma fonte inestimável de recursos para a empresa (Barney, 1991), designadamente o capital humano, social e financeiro que aporta para a empresa (Dyer, 2006; Danes *et al.*, 2009)¹. Assim, por exemplo, em matéria de capital social, a boa reputação dos membros da família, em especial dos gestores, constitui um recurso único, raro, inimitável e valioso (Barney, 1991), na medida em que fornece, de forma continuada, informações indispensáveis para a organização assim como facilita o acesso à tecnologia e conhecimento, aos mercados e aos recursos complementares necessários para a prossecução dos objetivos empresariais (Zhao 2005).

Em quarto lugar, as famílias têm uma grande capacidade de criar e manter redes de relações políticas que podem favorecer a empresa, nomeadamente nos países com elevado índice de corrupção (Faccio, 2006, 2010). De acordo com este autor, as ligações que os membros familiares têm com indivíduos (familiares ou não), detentores de cargos públicos, favorecem normalmente o acesso preferencial aos recursos públicos, tais como créditos bonificados, preferências nos concursos públicos e até legislação favorável.

Por último, o facto de os membros familiares vinculados ou não ao negócio dedicarem muito tempo ao serviço da empresa, quer a nível operacional, quer ao nível de gestão (ou estratégico), muitas vezes sem qualquer remuneração, permite converter o capital humano em financeiro e, conseqüentemente, reduzir os custos médios de produção (Danes *et al.*, 2009). Por exemplo, o estudo realizado por Danes *et al.* (2009) revela que o capital familiar afeta positivamente o cumprimento dos objetivos de curto prazo e a sustentabilidade da empresa, ao ponto de explicar aproximadamente 14% da variação dos resultados brutos e 4% da variação do sucesso das empresas de curto prazo e aproximadamente 27% e 12% da variação dos resultados brutos e sucesso da empresa de longo prazo.

¹O capital financeiro (como por exemplo ativos monetários e físicos pertencentes à família) é geralmente a sua principal fonte de financiamento, nomeadamente nas situações de crises. O capital humano inclui as características físicas (e.g. idade, sexo), valores e capacidades dos indivíduos (e.g. conhecimento tácito e tácito, talento, resiliência, capacidade de negociação e de resolução dos problemas). O capital social compreende os recursos intangíveis disponibilizados pelos membros familiares, colaboradores e comunidade (fruto da reputação familiar) que podem facilitar as ações da empresa. Enquanto que o capital humano refere-se às características e competências dos indivíduos, o capital social integra a notoriedade da marca, as redes de relações que se estabelecem entre os proprietários e outras instituições, as carteiras de clientes e fornecedores, a reputação e integridade da família, entre outros atributos.

Outra vertente defende que as empresas familiares não são de todo instituições eficientes por excelência (Bertrand *et al.*, 2008; Cucculelli e Micucci, 2008). Tal questão deve ao facto dos membros familiares poderem – por razões culturais, personalidade e emocionais – adotar posturas ou comportamentos prejudiciais à empresa (Kidwell *et al.*, 2012), que, quando não são devidamente controlados, podem tornar essas empresas ineficientes, pouco competitivas e não rentáveis (Schulze *et al.*, 2002; Dyer, 2006; Eddleston e Kellermanns, 2007; Chirico *et al.*, 2011; Mazzola *et al.*, 2012).

Assim, vários estudos sugerem que a má performance das empresas familiares deve-se, em primeiro lugar, ao facto de que nem todas as famílias terem o *stock* de capital humano, físico e financeiro necessário e suficiente para levar a bom porto as atividades empresariais (Dyer, 2006).

Em segundo lugar, os membros familiares também podem apresentar características e objetivos divergentes difíceis de gerir (Kidwell *et al.*, 2012). Como se não bastasse, os conflitos desencadeados na arena familiar são facilmente transportados para a empresa (designadamente nos casos de afastamento dos membros familiares por morte ou divórcio, partilha de herança, rivalidade entre irmãos, sucessão na presidência). Consequentemente, os conflitos intrafamiliares podem, por exemplo, levar os CEO-familiares a não considerarem as sugestões e as opiniões de determinados membros familiares, nomeadamente se estas manifestamente colidirem com os seus interesses (Eddleston e Kellermanns, 2007), o que pode levar à animosidade, à desmotivação e à rutura familiar e, consequentemente, à degradação do valor da empresa.

Em terceiro lugar, tal como se referiu no ponto 3.2.1.3, o envolvimento da família no negócio tem os seus *bright* e *dark sides*. A concentração do poder e a respetiva monitorização num grupo muito restrito de indivíduos (maioritariamente familiar) permite aos gestores controladores privilegiarem os interesses familiares em detrimento dos interesses da sociedade, por exemplo, desviando os escassos recursos para compensações não-pecuniárias dos membros familiares (Demsetz, 1983), tratando a empresa como centro de emprego ou banco familiar (Shleifer e Vishny, 1997), limitando os cargos de gestão aos membros familiares independentemente dos seus *skills* e capacidades (Schulze *et al.*, 2002)¹

¹Ao invés de recrutar profissionais qualificados e competentes (Schulze *et al.*, 2003a, 2002). Isto porque o altruísmo parental e o direito a herança criam o sentimento de preferência dos membros familiares relativamente ao emprego, bem como o acesso a regalias e privilégios que estes não teriam se exercessem as mesmas funções noutras organizações. O altruísmo parental pode ainda tornar os CEOs-familiares

Em último lugar, a não diversificação do capital torna os gestores familiares mais avessos ao risco (Beatty e Zajac, 1994; Denis *et al.*, 1999) e, por conseguinte, menos orientados para a internacionalização (George *et al.*, 2005; Sciascia *et al.*, 2013). Por exemplo, George *et al.* (2005), ao analisarem 889 PME suecas, concluíram que as empresas detidas por *insiders* (CEO e administradores executivos) são mais avessas ao risco e têm pouca inclinação para expandir a escala e o escopo da internacionalização, comparativamente às empresas detidas por *outsiders* (capitais de risco ou investidores institucionais). Muito recentemente, Sciascia *et al.* (2013) analisaram 203 empresas familiares dos EUA e observaram, por um lado, que a relação entre o envolvimento da família na propriedade e a internacionalização das vendas era, na ótica de Aiken e West (1991), predominante positiva. Por outro lado, observaram que a relação entre o envolvimento da família no *Board* e a internacionalização das vendas era predominante negativa. Significando, neste último caso, que o aumento do envolvimento da família na gestão, até um certo ponto, reduz a internacionalização das vendas; qualquer acréscimo do envolvimento da família na gestão acima desse ponto ou mantém ou aumenta ligeiramente a percentagem das vendas destinadas ao mercado internacional. Isto ocorre porque a internacionalização é um processo complexo e dispendioso que requer não só uma investigação minuciosa das oportunidades de negócios, mas também a criação das infraestruturas necessárias para a sua expansão e o desenvolvimento de múltiplas estratégias. Essas atividades requerem, para além da participação e apoio de toda a equipa de gestão, *skills* e capacidades, que empresas geridas apenas pelos sócios raramente dispõem.

Perante as duas abordagens opostas, estudos recentes têm revelado que, por virtude da coexistência dos efeitos alinhamento e entrincheiramento, a relação entre o envolvimento da família e a *performance* das empresas não é monolítica (Villalonga e Amit, 2006; Saito, 2008; Jiang e Peng, 2011; Mazzola *et al.*, 2012). Sugerindo que níveis moderados do envolvimento da família, na propriedade e na gestão, podem reduzir os custos de agência do capital e da dívida que, por sua vez, aumentam a *performance* da empresa. Ao passo que níveis elevados do envolvimento da família, quer na gestão, quer na propriedade podem aumentar os custos de agência do capital que, concomitantemente, aumentam custos de agência da dívida e reduzem a *performance*. Sendo que a interação entre a propriedade e a gestão familiar poderá ter efeitos positivos sobre

avessos à adoção e implementação processos e procedimentos formais de monitorização, caso contrário pode mesmo isentar os membros familiares das avaliações e punições em caso de apresentarem má *performance*.

as *performance* das empresas devido ao alinhamento, tal como sugerem os estudos de Jensen e Meckling (1976), Ang *et al.* (2000) e Fleming *et al.* (2005) . Deste modo, postulam-se as seguintes hipóteses:

H_{3a}: Existe uma relação convexa (em forma de ∩) entre o envolvimento da família na propriedade e a performance da empresa.

H_{3b}: Existe uma relação convexa (em forma de ∩) entre o envolvimento da família na gestão e a performance da empresa.

H_{3c}: A interação entre a propriedade e a gestão familiar aumenta a performance da empresa.

Atendendo ao estudo de Chu (2009), os efeitos do envolvimento da família na *performance* das empresas serão avaliados de acordo com o seguinte modelo econométrico:

$$PER_i = \beta_0 + \beta_1(EFP_i) + \beta_2(EFP_i^2) + \beta_3(EFG_i) + \beta_4(EFG_i^2) + \beta_5(EFP_i * EFG_i) + \beta_6(CAC_i) + \beta_7(CAD_i) + \beta_8(VC_i) + \varepsilon_i \quad (3.3)$$

Onde:

$i = 1, 2, 3, \dots, n$;

PER = *Performance*;

β_0 = Constante;

EFP = Envolvimento da família na propriedade;

EFG = Envolvimento da família na gestão;

CAC = Custos de agência do capital;

CAD = Custos de agência da dívida;

VC = Variáveis de controlo e

ε_i = Variável aleatória residual.

Como se pode constatar no modelo econométrico 3.3, optou-se por avaliar a performance das PME's tendo em conta: (i) os indicadores do envolvimento da família no negócio; (ii) os indicadores referentes aos custos de agência do capital e da dívida e, por fim, (iii) as variáveis de controlo especificadas e já discutidas nos dois primeiros modelos de investigação propostos (cf. modelos econométricos 3.1 e 3.2).

3.2.2 A relação entre os mecanismos de controlo interno, custos de agência e *performance*

Tal como se observou no ponto 2.3, a literatura oferece um conjunto de mecanismos de controlo interno com vista a alinhar os interesses dos agentes económicos, atenuar os problemas de agência e minimizar os respetivos custos (Fama, 1980; Jensen, 1993), de modo a promover o aumento da *performance* das empresas. Tais mecanismos costumam receber a designação de «governo das sociedades» ou «sistemas de governação» (*Corporate Governance*) e abrange: (i) a estrutura de propriedade, (ii) a dimensão e composição do *board*, (iii) a remuneração da equipa de gestão do topo e (iii) o endividamento.

3.2.2.1 Relação entre os mecanismos de controlo interno e custos de agência do capital

⌘ Estrutura de propriedade e custos de agência do capital

Como foi referido na secção 1.2, a discussão em torno dos problemas de agência teve início quando Berle e Means (1932) observaram relações inversas entre a dispersão do capital e o valor da empresa. Jensen e Meckling (1976), entre outros (Fama, 1980; Jensen e Ruback, 1983), exploraram o assunto e concluíram que a má *performance* resultava dos custos de agência gerados pelas divergências de interesses existentes entre proprietários e gestores.

Na perspectiva desses autores, por exemplo Jensen e Meckling (1976) e Ang *et al.* (2000), esses custos poderiam ser reduzidos através da concentração da propriedade. Tendo em conta que, ao contrário dos acionistas minoritários que têm pouco ou nenhum incentivo para incorrer em custos de vigilância (nomeadamente quando os custos em que incorrem são superiores aos benefícios obtidos), os acionistas majoritários não só têm maiores incentivos para vigiar os gestores e promover o aumento da performance, como também podem ser mais eficazes no controlo dos custos de agência do capital (Shleifer e Vishny, 1997).

Neste alinhamento, Florackis (2008) encontrou relações inversas entre a concentração da propriedade e os custos de agência do capital. Chen e Yur-Austin (2007), por exemplo, constataram que a monitorização efetuada pelos *blockholders* reduz significativamente as despesas discricionárias dos gestores.

No entanto, os estudos de Morck e Vishny (1988), Thomsen e Pedersen (2000) e De Miguel *et al.* (2004) sugerem que a relação entre a concentração da propriedade e o desempenho das empresas não é, de todo, linear; os efeitos do entrincheiramento subjacentes à concentração da propriedade permitem, de facto, a expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários, o que pode aumentar os indicadores dos custos de agência do capital. Tendo em conta que, nalguns países ou contextos, os problemas de agência predominantes são aqueles que resultam dos conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, Young *et al.* (2008) sugerem que a propensão dos acionistas majoritários para distribuir a riqueza eficiente e ineficientemente pode conduzir à não linearidade entre a concentração da propriedade e os custos de agência do capital.

A concentração da propriedade, embora reduza em parte os conflitos de agência entre o principal e o agente, agrava, em contrapartida, os problemas entre principais (majoritário versus minoritário) (Peng, 2004; Young *et al.*, 2008), na medida em que o acionista controlador (*controlling owner*) assume o papel de agente perante os demais (*noncontrolling owners*). Em geral, esta situação dá lugar à expropriação ou à negligência (o chamado *free-riding problem*), problemas que se agravam com o aumento das discrepâncias entre o direito de voto e os direitos sobre os *cash-flows* (Zingales, 1994, 1995; Claessens *et al.*, 2000; Edwards e Weichenrieder (2004)).

Por exemplo, Edwards e Weichenrieder (2004), ao analisarem 97 empresas cotadas na Alemanha, observaram que os valores das ações eram menores nas empresas

cujos poderes de voto eram maioritariamente detidos pelas famílias, bancos e instituições não-bancárias (hipótese de entrincheiramento), mas eram maiores nas empresas em que os direitos sobre os *cash-flows* eram maioritariamente detidos pelas famílias e instituições não-bancárias (hipótese de convergência). Neste alinhamento, Thomsen e Pedersen (2000) e De Miguel *et al.* (2004) encontraram relações não-lineares entre a concentração da propriedade e a *performance* das empresas.

Os estudos de Thomsen e Pedersen (2000) e De Miguel *et al.* (2004) sugerem que a competição das hipóteses de convergência e de entrincheiramento faz com que existam relações não-lineares entre a concentração da propriedade e os indicadores dos custos de agência. Significando que, os custos de agência reduzem com moderados níveis de concentração da propriedade (decorrente da monitorização) e aumentam com níveis de concentração da propriedade elevados (como consequência do efeito entrincheiramento). Assim, postula-se a seguinte hipótese:

H_{4a1}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a concentração da propriedade e os custos de agência do capital.

O facto de Thomsen e Pedersen (2000), entre outros (Morck e Vishny, 1988; De Miguel *et al.*, 2004), terem encontrado relações não-lineares entre a concentração da propriedade e a *performance*, fez com que os mesmos autores sugerissem que a análise dos efeitos da concentração/dispersão do capital sobre o desempenho das empresas deveria ter em conta a identidade dos seus detentores, com o fundamento de que o tipo de acionista (e.g. família/indivíduo, empresas, instituições financeiras ou Estado) também é um dos determinantes da eficiência das organizações. Isto porque enquanto a concentração da propriedade mede o poder que os acionistas têm para influenciar as ações dos gestores, a identidade dos proprietários tem implicações nos seus objetivos e na forma como exercem o poder que, por seu turno, se reflete nas prioridades e estratégias da empresa.

Apesar da controvérsia em torno deste assunto (Coffee, 1991; Romano, 1993a,b; Doukas *et al.*, 2000; McKnight e Weir, 2009), o certo é que a maior parte dos estudos apontam no sentido de que os custos de agência do capital são menores nas empresas detidas por outras instituições (Noe, 2002; Gillan e Starks, 2003; Maury e Pajuste, 2005). Uma vez que, sendo estes intermediários dos acionistas finais (e.g. aforradores),

reúnem, geralmente, técnicos especializados e meios suficientes, quer para vigiar eficientemente os gestores, quer para proporcionar soluções para os problemas de agência vertical e horizontal (Noe, 2002). O que leva a formulação das seguintes hipóteses:

H_{4a2}: Quanto maior for a participação detida pelo Estado, menores serão os custos de agência do capital.

H_{4a3}: Quanto maior for a participação detida pelos Bancos, menores serão os custos de agência do capital.

H_{4a4}: Quanto maior for a participação detida por empresas não-financeiras, menores serão os custos de agência do capital.

H_{4a5}: Quanto maior for a participação detida por instituições financeiras não bancárias, menores serão os custos de agência do capital.

H_{4a6}: Quanto maior for a participação detida pelas Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS), menores serão os custos de agência do capital.

H_{4a7}: Quanto maior for a diversificação da estrutura acionista, menores serão os custos de agência do capital.

Baseando-se na hipótese de convergência de interesses, Jensen e Meckling (1976) e Ang *et al.* (2000) sugerem que a sobreposição da propriedade e da gestão poderá reduzir os custos de agência em virtude do alinhamento natural de interesses. Ang *et al.* (2000), ao analisarem PMEs australianas não cotadas, observaram que, apesar de uma franja muito pequena das empresas contratar gestores externos, os custos de agência do capital: (i) são menores nas empresas geridas pelos acionistas, (ii) variam inversamente com o aumento da participação do gestor no património da empresa, (iii) são proporcionais ao número de proprietários não-gestores. Na mesma linha de evidências, Fleming *et al.* (2005) e Florackis (2008) encontraram relações inversas entre *managerial ownership* e os indicadores dos custos de agência.

Porém, alguns autores constataram que as contrapartidas exigidas pelos *insiders* podem, de facto, diluir os benefícios obtidos pelo alinhamento de interesses entre proprietários e gestores (Fama e Jensen, 1983b; De Miguel *et al.*, 2004). Fama e Jensen (1983b), por exemplo, advogam que quando os gestores detêm frações substanciais do capital, que lhes confere enorme poder de voto ou influência sobre os destinos das empresas que administram, este podem, em função dos efeitos de entrincheiramento, satisfazer os seus objetivos não financeiros sem colocar em risco os seus empregos e salários, o que pode levar com que as relações entre o *owner management* e os custos de agência sejam, na prática, não lineares por força dos efeitos de alinhamento e entrincheiramento (De Miguel *et al.*, 2004). Em face disso, postula-se a seguinte hipótese:

H_{4a8}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a sobreposição entre a propriedade e a gestão e os custos de agência do capital.

✂ **Board e custos de agência do capital**

Grande parte da investigação sobre *corporate governance* parte do pressuposto de que a eficiência do *board*, enquanto mecanismo de controlo, depende da sua dimensão (número total de administradores) e composição (executivos versus não-executivos). Nessa área, Pearce e Zahra (1991) e Dalton *et al.* (1999) defendem que *boards* de maior dimensão ajudam a criar e a fortalecer as relações entre a empresa e outras instituições externas e a proporcionar maior diversidade, no que respeita à assessoria e ao aconselhamento em matérias relacionadas com opções estratégicas da empresa. Desempenha igualmente, um papel crucial, quer na angariação dos recursos necessários, quer na criação da imagem e manutenção da identidade da empresa. Este entendimento vem na senda de Singh e Harianto (1989) que observaram que os *boards* de grande dimensão podem contribuir para a melhoria da governação da empresa, nomeadamente nas situações em que o CEO tem maior domínio sobre ela.

No sentido oposto, Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993) sustentam que os *boards* de grande dimensão podem ser menos eficazes no controlo dos custos de agência e melhoria da *performance*, pois quanto maiores se tornam maiores são os problemas de agência (e.g. *free riding* dos administradores); consequentemente os *boards* tendem

a tornar-se simbólicos (Hermalin e Weisbach, 2003) – ou numa estrutura impotente, cerimonial e legalista (Huse, 1990).

Explorando essa linha de investigação, vários autores concluíram que os *boards* de maior dimensão estão geralmente associados a elevados custos de agência (Florackis, 2008) e à má *performance* (Yermack, 1996; Ghosh, 2007; Kam e Li, 2008; Cheng, 2008). Provavelmente porque inibem significativamente seus membros a propor ou encetar mudanças estratégicas (Goodstein *et al.*, 1994)

Como se pode observar no Capítulo 2, tanto os efeitos positivos, como os efeitos negativos relacionados com a dimensão do *board* são sustentados por evidências empíricas e documentadas na literatura. A combinação dos dois pontos de vista contraditórios sugere, por um lado, que quando os *boards* são muito grandes as desvantagens (tais como, a falta de coerência, dificuldades de coordenação e a fragmentação) são mais severas, levando à redução da dimensão do *board*. Por outro lado, quando os *boards* são muito pequenos, as empresas dificilmente beneficiam das vantagens que os *boards* de grande dimensão podem trazer, designadamente experiências, assessoria e aconselhamento, acesso aos recursos e reputação (Gabrielsson e Huse, 2005), induzindo o aumento da dimensão dos *boards* até ao nível considerado ótimo para cada empresa. Em face disso, postula-se a seguinte hipótese:

H_{4b}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a dimensão do board e os custos de agência do capital.

⌘ Endividamento e custos de agência do capital

De acordo com a literatura (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986; Damodaran, 2001), a política de endividamento tem quatro papéis fundamentais: (i) acesso aos recursos financeiros, necessários para o desenvolvimento da empresa; (ii) criação de riqueza para os acionistas por via da alavancagem financeira; (iii) sinalização das oportunidades de crescimento, das expectativas sobre os rendimentos esperados e da qualidade da empresa; (iv) controlo dos custos de agência do capital.

Tal como foi referido no Capítulo 2, os defensores da teoria de agência consideram que o endividamento da empresa joga um papel importante na redução dos

conflitos de interesses existentes entre acionistas e gestores, nomeadamente os que resultam dos *free cash flows* (Jensen e Meckling, 1976; Shleifer e Vishny, 1997).

Estes autores entendem que os problemas de agência podem ser minimizados através da distribuição dos excedentes de tesouraria aos acionistas, obrigando os gestores a contraírem dívidas para financiarem as atividades e projetos da empresa. Ao contrário do que acontece com a maior parte dos capitais internos, os gestores das empresas endividadas são obrigados a pagar periodicamente um determinado montante aos credores para restituir os créditos obtidos e pagar os encargos financeiros, sob pena de perderem, parcial ou totalmente, o direito de controlo que têm sobre a empresa. Deste modo, a necessidade de assegurar o serviço da dívida incentiva os gestores a administrar eficazmente o património da organização e a apresentar uma postura proactiva face às alterações do meio envolvente, que possam comprometer significativamente o desempenho das suas atividades e os compromissos que têm perante terceiros. Além disso, o incumprimento do serviço da dívida e o mau desempenho da empresa podem, não apenas, dificultar o refinanciamento da empresa por capitais externos, como também deteriorar a reputação do gestor no mercado laboral.

Mais, o facto do endividamento sujeitar, geralmente, os gestores ao escrutínio e disciplina por parte das instituições de crédito (Ross, 1977; Jensen, 1986), pode induzir à reforma e à transparência das organizações e, por essa via, reduzir os custos de agência. Aliás, os estudos empíricos existentes revelam que o endividamento das empresas melhora pelo menos um dos indicadores dos custos de agência do capital.

Nesta ordem de ideias, Ang *et al.* (2000) e Fleming *et al.* (2005) mostram que o recurso ao crédito aumenta a rotação dos ativos sem qualquer efeito significativo sobre os custos discricionários. Ao passo que Singh e Davidson (2003) e Florackis (2008) observam que o nível do endividamento reduz os custos discricionários dos gestores, sem qualquer efeito significativo sobre a rotação dos ativos. Assim, postula-se a seguinte hipótese:

H_{4c}: O endividamento reduz os custos de agência do capital.

⌘ Remuneração dos gestores e custos de agência do capital

Vários investigadores têm defendido que a minimização dos problemas de agência do capital depende, também, dos incentivos e motivações que os gestores do topo

têm para executar adequadamente as suas funções (Jensen e Meckling, 1976; Ang *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003) e pacotes remuneratórios aliciantes (Murphy, 1985).

Neste senda, Murphy (1985), entre outros autores (Mehran, 1995; Kato e Kubo, 2006), sugerem que uma política de remuneração ótima pode motivar os gestores a empenharem-se mais nas suas atividades, tomando decisões que maximizem a riqueza dos acionistas. Baseando-se na hipótese de alinhamento de interesses, os estudos de Firth *et al.* (2006), por exemplo, mostram que a estrutura e o nível remuneratório dos executivos têm efeitos positivos na *performance* das empresas.

Contrariamente, os estudos de Bebchuk e Fried (2003), entre outros (Brick *et al.*, 2006; Cohen e Lauterbach, 2008; Combs *et al.*, 2010), sugerem que a remuneração dos gestores é, em princípio, a origem dos problemas de agência, nomeadamente quando o CEO tem elevado poder e controlo sobre a empresa. Cohen e Lauterbach (2008), por exemplo, analisaram empresas israelitas cotadas em bolsa entre 1994 e 2001 e observaram que os CEOs-proprietários ou com ligação direta aos acionistas maioritários, família e grupo de controlo apresentavam, em média, pacotes remuneratórios 50% mais elevados do que os CEOs sem participação no capital social ou sem qualquer ligação aos acionistas maioritários ou grupo controlador. De igual modo, Brick *et al.* (2006) constataram que a remuneração dos CEOs está positivamente correlacionado com a remuneração dos demais administradores¹, tendo concluído que existem, de facto, *lobbies* na determinação da remuneração dos gestores de topo, visto que a remuneração excessiva do CEO e dos administradores está geralmente associada a má *performance*.

Tendo em conta as duas perspetivas anteriores, Florackis (2008) analisou 897 empresas cotadas no Reino Unido entre 1999-2003 e observou a coexistência dos efeitos de alinhamento e de entrincheiramento. Ou seja, o autor observou relações não-lineares predominantemente positivas entre a remuneração total auferida pelos gestores e a rotação dos ativos. Isto é, o aumento da remuneração dos gestores até um certo ponto reduz os custos de agência, qualquer acréscimo da remuneração dos gestores acima deste ponto mantém ou aumenta, ligeiramente, os custos de agência do capital). Nesta linha de evidência, postula-se a seguinte hipótese:

H_{4d}: Existe uma relação não-linear predominantemente positiva entre a

¹Estes autores verificaram, por exemplo, que um aumento de 10% da remuneração total dos administradores implica o incremento da remuneração total do CEO em 2,2%, dado suporte a hipótese do entrincheiramento.

remuneração total dos gestores e os custos de agência do capital.

As hipóteses formuladas nesta subsecção serão testadas de acordo com o seguinte modelo econométrico:

$$\begin{aligned}
 CAC_i = & \beta_0 + \beta_1(EP_i) + \beta_2(COM.PROP_i) + \beta_3(COM.PROP_i^2) + \beta_4(SGP_i) + \\
 & \beta_5(SPG_i^2) + \beta_6(BOARD_i) + \beta_7(BOARD_i^2) + \beta_8(END_i) + \\
 & + \beta_9(REM_i) + \beta_{10}(REM_i^2) + \beta_{11}(VC_i) + \varepsilon_i
 \end{aligned} \quad (3.4)$$

Onde:

$i = 1, 2, \dots, n$

CAC = Custos de agência do capital;

β_0 = Constante;

EP = Estrutura de propriedade;

COM.PROP = Concentração da propriedade;

SGP = Sobreposição entre a propriedade e a gestão;

BOARD = Dimensão e composição do *board*;

END = Endividamento;

REM = Remuneração da equipa de gestão do topo;

VC = Variáveis de controlo e

ε_i = Variável aleatória residual.

Seguindo a literatura existente, incluiu-se neste modelo outras variáveis (i.e. variáveis de controlo) que podem determinar o nível dos custos de agência do capital, nomeadamente o setor de atividade, a dimensão e idade das empresas.

3.2.2.2 Relação entre os mecanismos de controlo interno e custos de agência da dívida

Tal como foi referido na subsecção 1.4.2, os conflitos de interesses entre gestores, acionistas e credores têm efeitos adversos que, não sendo devidamente controlados, podem levar a uma gestão subótima dos recursos disponíveis, como por exemplo sobreinvestimento ou subinvestimento.

Em face disso, e em alinhamento com a secção anterior, formulam-se as hipóteses que relacionam os mecanismos de controlo interno e indicadores dos custos de agência da dívida.

⌘ Estrutura de propriedade e custos de agência da dívida

A concentração da propriedade permite alinhar os interesses de acionistas e credores (Shleifer e Vishny, 1997; Ang *et al.*, 2000; Anderson *et al.*, 2003b). Em primeiro lugar, porque as empresas com baixa dispersão do capital são geralmente detidas por investidores com perspectivas de longo prazo, que têm uma parte substancial da sua riqueza em risco. Como se referiu no ponto 3.2.1.2, a perspectiva de longo prazo é extremamente importante para a criação de relações de confiança entre acionistas e credores, na medida em que permite reduzir as assimetrias de informação e fortalecer as relações comerciais (Boot e Thakor, 1994; Berger e Udell, 1995). Uma vez que, a confiança mútua que se cria entre as partes, ao longo dos anos, pode reduzir os custos de monitorização e de ligação, que são geralmente necessários para evitar que qualquer comportamento oportunista aumente a probabilidade de incumprimento do serviço da dívida.

Em segundo lugar, os acionistas maioritários estão pouco predispostos a embarcar em estratégias que danifiquem as suas redes de relações, que ponham em causa a confiança mútua criada ao longo dos anos ou que reduzam a sua reputação creditória (Diamond, 1991). Pelo contrário, procuram rentabilizá-las o máximo possível, uma vez que a criação e manutenção de redes de relações de confiança consomem tempo e dinheiro. Explorando esta linha de investigação, alguns autores observaram que as relações bancárias reduzem o racionamento de crédito (Harhoff e Körting, 1998) e aumentam a disponibilidade das instituições de créditos para financiarem as PME (Harhoff e Körting, 1998; Angelini *et al.*, 1998).

Harhoff e Körting (1998), por exemplo, analisaram 1399 PMEs alemãs e concluíram que as empresas com créditos concentrados num número restrito de credores e com relações bancárias de longa duração gozavam de um estatuto de privilégio em matéria de prestação de garantias patrimoniais, taxas de juro e magnitude dos créditos, comparativamente as outras empresas. Segundo esses autores, o relacionamento de longo prazo entre bancos e empresas constitui um instrumento importante para atenuar as assimetrias de informação típicas dos mercados financeiros, que são, provavelmente, umas das principais causas do racionamento dos créditos. Anderson *et al.* (2003b) observaram que quanto maior é a reputação que os acionistas sinalizam ao mercado menores são os custos de financiamento. Na mesma linha, o estudo de Steijvers e Voordeckers (2009b) revela que quanto maior é a duração das relações entre devedores e credores menor é taxa de juro cobrada e menor é a probabilidade de os credores exigirem garantias empresariais.

Em terceiro lugar, a concentração da propriedade motiva e aumenta a capacidade dos acionistas maioritários para monitorar e punir os comportamentos oportunistas dos gestores (designadamente quando a diferença entre os direitos de voto e os direitos sobre os *cash-flows* gerados é diminuta (Shleifer e Vishny, 1997; Claessens *et al.*, 2002)), impondo, de certo modo, a disciplina e a gestão eficiente dos recursos da empresa. Esse entendimento está em harmonia com Sánchez-Ballesta e García-Meca (2011) que, ao analisarem as empresas não-financeiras cotadas na bolsa de valores de Madrid entre 1999 e 2002, verificaram que os custos de financiamento reduzem significativamente, à medida que aumentam as participações detidas pelos *insiders*. Na mesma linha de evidências, Chen (2012) observou que as empresas detidas maioritariamente por *insiders* e *block holders* pagavam menor *spread*. Diante destes estudos, postulam-se as seguintes hipóteses:

H_{5a1}: A concentração da propriedade reduz os custos de agência da dívida.

H_{5a2}: A sobreposição entre a propriedade e a gestão reduz os custos de agência da dívida.

É de realçar que os estudos de Shleifer e Vishny (1997) e Boubakri e Ghouma (2010) sugerem que os investidores institucionais têm, também, um papel importante na redução dos custos de agência da dívida.

A relevância desses investidores não será tanto pela sua independência e capacidade (técnica e financeira) para monitorar eficazmente os gestores, mas sim pelo facto de constituírem uma mais valia para os credores, pois podem servir de avalistas ou de garantias para o cumprimento do serviço da dívida. Com efeito, Boubakri e Ghouma (2010), ao analisarem empresas europeias e asiáticas, verificaram que a participação detida pelos Estados e instituições financeiras reduzem significativamente os custos da dívida. Similarmente, Sánchez-Ballesta e García-Meca (2011) observaram que as participações detidas pelos bancos e pelo Estado reduzem significativamente os custos de agência da dívida. Assim, espera-se que:

H_{5a3}: Quanto maior for a participação detida pelo Estado, menores serão os custos de agência da dívida.

H_{5a4}: Quanto maior for a participação detida pelos Bancos, menores serão os custos de agência da dívida.

H_{5a5}: Quanto maior for a participação detida por empresas não-financeiras, menores serão os custos de agência da dívida.

H_{5a6}: Quanto maior for a participação detida por instituições financeiras (não-bancárias), menores serão os custos de agência da dívida.

H_{5a7}: Quanto maior for a participação detida pelas SGPS, menores serão os custos de agência da dívida.

H_{5a8}: A diversificação da estrutura acionista reduz os custos de agência da dívida.

⌘ **Board e custos de agência da dívida**

Jensen e Meckling (1976) afirmam que os acionistas das empresas altamente endividadas têm maiores incentivos para expropriarem a riqueza dos credores através de investimentos em projetos de elevado risco, ou pouco atrativos na ótica dos credores,

visto que estes arcarão com grande parte das perdas, se os mesmos investimentos não forem bem sucedidos.

Neste quadro, uma das grandes preocupações que os credores geralmente enfrentam consiste na obtenção de informação quantitativa e qualitativa credível sobre as empresas candidatas ao financiamento externo que permita, por um lado, reduzir os riscos inerentes a concessão de créditos e, por outro, maximizar os retornos esperados. O balanço, as demonstrações dos resultados, os fluxos de tesouraria e os estudos de viabilidade dos novos investimentos têm sido amplamente utilizados pelos credores para avaliar a probabilidade de futuros clientes reembolsarem os créditos e pagarem os respetivos juros, bem como para determinar os termos e condições do financiamento (Daley e Vigeland, 1993; DeFond e Jiambalvo, 1994).

Deste modo, a disponibilização de créditos em condições favoráveis para as empresas tem dependido, quer da capacidade de reembolso de cada empresa, quer dos atributos e funções oferecidos pelos *board*, designadamente o *background* e a reputação dos membros que o integram. De facto, os credores consideram que o *board* é um componente crucial não só para a criação de valor da empresa, mas para o processo de recolha de informações relevantes e credíveis sobre as mesmas, porquanto constitui o principal responsável pelo supervisionamento dos processos contabilísticos e dos relatórios económico-financeiros, que servem de base à avaliação das potencialidades e níveis de risco das empresas que governam. Aliás, o estudo de Lorca *et al.* (2011) revela que sistemas de governação (*corporate governance*) fortes podem baixar os custos de agência da dívida, devido aos reduzidos problemas que envolvem os credores, à elevada vigilância e à reduzida assimetrias de informação.

Neste âmbito Lorca *et al.* (2011), entre outros autores (Klein, 2002; Anderson *et al.*, 2004) advogam que as características do *board* podem, de facto, influenciar a perceção que os credores têm quer sobre a fiabilidade da informação disponibilizada pela empresa, quer sobre os comportamentos dos seus membros. Segundo estes autores, os *boards* de maior dimensão podem ser benéficos para as empresas, não só porque aumentam o leque de experiências e recursos disponíveis para as organizações, mas, também, porque são dificilmente manipulados pelos CEOs com elevado poder. Assim sendo, Anderson *et al.* (2004) defendem que a vigilância da empresa aumenta e, por conseguinte, os custos de agência da dívida reduzem à medida que a dimensão do *board* aumenta, devido à maior capacidade que este possui para distribuir tarefas a

um grande número de intervenientes¹. Nesta linha de evidências, Lorca *et al.* (2011) observaram que as actividades desempenhadas pelo *board* (por exemplo, número de reuniões anuais) reduzem significativamente os custos de agência da dívida.

No entanto, John e Senbet (1998), entre outros autores (Yermack, 1996; Zou e Adams, 2008), salientam que os benefícios (e.g. elevada capacidade de vigilância, experiências, etc.) que resultam do aumento da dimensão do *board* podem ser diluídos pelos custos de assimetria de informação e de coordenação, que estão associados aos grandes grupos. Zou e Adams (2008), por exemplo, encontraram relações positivas entre a dimensão do *board* e os custos de financiamento, que, segundo os autores, podem ser explicadas pelo estudo de Yermack (1996) que indica que os *boards* de grande dimensão reduzem a performance financeira das empresas que; por seu turno, induz ao aumento dos custos de financiamento externo. O que sugere que a relação entre a dimensão do *board* e os custos de agência da dívida pode ser não-linear. Lorca *et al.* (2011) encontram, de facto, relações não-lineares entre as referidas variáveis. Desta forma, postula-se a seguinte hipótese:

H_{5b1}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a dimensão do board e os custos de agência da dívida.

Outros estudos sugerem ainda que a fiabilidade da informação divulgada, bem como a capacidade de monitorização dos executivos são proporcionais à dimensão e à independência da equipa fiscalizadora (Byrd e Hickman, 1992; Beasley, 1996; Anderson e Reeb, 2004), tais como a comissão de auditoria interna e o conselho geral e de supervisão. De acordo com Byrd e Hickman (1992), os administradores independentes, além de estarem mais motivados, por força da reputação que pretendem sinalizar externamente, são contundentes quer na avaliação da informação divulgada publicamente, quer no controlo do entrincheiramento dos gestores e expropriação dos recursos da empresa. O estudo de Beasley (1996) revela, por exemplo, que a percentagem de administradores independentes reduz significativamente a probabilidade de prestação de informações fraudulentas. Cientes disso, Uzun *et al.* (2004), ao analisarem a composição dos conselhos de administração das empresas americanas que cometeram fraudes entre 1978 e 2001, concluíram que existe maior probabilidade de a empresa praticar

¹De realçar que o estudo de Klein (2002) indica que a instituição de comités e comissões de avaliação está diretamente relacionada com a dimensão do *board*.

ilícitos quando é apenas governada e supervisionada por administradores internos. Em adição, Anderson e Reeb (2004) observaram que os custos de agência da dívida são menores tanto nas empresas com maior independência do *board*, como nas empresas com maiores dimensão do comités de auditoria. Assim, espera-se que:

H_{5b2}: Quanto maior é a dimensão do órgão fiscalizador, menores são os custos de agência da dívida.

⌘ Endividamento e os custos de agência da dívida

Tal como foi referido na subsecção 1.4.2, o recurso ao crédito pode reduzir os problemas de agência existentes entre principal-principal e/ou principal-agente; em contrapartida pode desencadear problemas de agência entre *insider* (e.g. acionistas e gestores) e *outsiders* (e.g. credores) (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977), que se podem materializar através da diluição dos ativos, diluição das dívidas da empresa, subinvestimento e substituição dos ativos (Keasey *et al.*, 2005). Dito de outro modo, o endividamento excessivo pode aumentar a propensão dos *insiders* para transferirem os ativos das empresas, de modo a atender os interesses pessoais, mesmo que em prejuízo dos interesses dos credores (Lease *et al.*, 1999).

Como resultado, os credores tendem a agravar os custos de financiamento, exigindo taxas de juro elevadas, garantias patrimoniais (Berger e Udell, 2006; Brick e Palia, 2007; Steijvers e Voordeckers, 2009b; CE, 2011), contratos de exclusividade (Shleifer e Vishny, 1997), entre outras condições. Por exemplo, Boubakri e Ghouma (2010) verificaram que a probabilidade de expropriação, pelos accionistas com maior poder de decisão reduz, significativamente, o *rating* da empresa e, conseqüentemente, aumentam os prémios de risco exigidos pelas instituições financeiras, que serão exacerbados, na ótica de La Porta *et al.* (1997) e Boubakri e Ghouma (2010), nos contextos em que os direitos dos credores não estão devidamente protegidos.

Certo é que Anderson e Reeb (2004) e, mais recentemente Boubakri e Ghouma (2010), analisaram grandes empresas cotadas e encontraram relações positivas entre o (*spread*) e o nível de endividamento.

Estes resultados e os pressupostos da teoria de agência no que diz respeito à minimização dos custos de agência do capital sugerem que, para níveis de endividamento moderados, os custos de agência da dívida serão menores, em virtude do

alinhamento de interesses entre acionistas e credores. No entanto, níveis elevados de endividamento podem aumentar custos de agência da dívida, por força do aumento do risco de financiamento incorrido pelas entidades credoras, dada a elevada probabilidade de diluição dos ativos e insolvência da empresa. Desta feita, formula-se a seguinte hipótese:

H_{5c}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre o nível de endividamento e os custos de agência da dívida.

⌘ Remuneração dos gestores e custos de agência da dívida

Os investigadores da teoria de agência sugerem que a remuneração dos gestores deve ser estruturada, de modo que estes tenham incentivos apropriados para velarem pelos interesses dos acionistas (Jensen e Meckling, 1976; Murphy, 1985). No entanto, a responsabilidade dos gestores também é extensiva aos capitais alheios investidos nas empresas (Shleifer e Vishny, 1997), especialmente nas empresas altamente alavancadas. Os credores, nomeadamente os bancos, são também potenciais investidores e, tal como os acionistas maioritários, não só fazem grandes investimentos nas empresas como também querem ver materializado o retorno dos seus investimentos (Shleifer e Vishny, 1997). É, por isso, cada vez mais usual os credores condicionarem directa ou indirectamente as remunerações que os gestores das empresas endividadas devem auferir (Brunello *et al.*, 2001b; Michiels *et al.*, 2013)¹.

Jensen e Meckling (1976) indicam que se a remuneração dos gestores permitir apenas o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores ², os últimos passarão a estar fortemente incentivados a desenvolver projetos de alto retorno mesmo que comportem manifestamente um risco elevado (em virtude da associação positiva existente entre o binómio risco/retorno), aumentando, por conseguinte, o risco da empresa face às expectativas iniciais dos credores, pela seguinte razão: se o projeto for bem-sucedido, os acionistas beneficiam da maior parte dos ganhos e valorizam os capitais próprios à custa dos credores; caso contrário, os credores arcam com as perdas, principalmente

¹Michiels *et al.* (2013), ao analisarem 529 empresas familiares não cotadas dos EUA, encontraram relações inversas entre a remuneração do CEO e o elevado risco de crédito.

²O que se traduz numa maior sensibilidade da remuneração-*performance* (i.e. *pay-performance sensitivity*).

quando a elevada tolerância ao risco levar ao incumprimento do serviço da dívida (Kabir *et al.*, 2013).

Cientes disso, os credores, enquanto agentes racionais, antecipam-se às potenciais transferências de risco resultantes das elevadas correlações positivas entre a remuneração dos gestores e a *performance* da empresa e vice-versa, agravando, proporcionalmente, as condições de financiamento (e.g. prémios de risco, valor e maturidade da dívida). Tal facto significa que as empresas que procuram somente alinhar os interesses dos seus acionistas e gestores poderão enfrentar um agravamento nos respetivos custos de financiamento e, conseqüentemente, apresentarem menor rendibilidade dos capitais afetos à exploração (John e John, 1993)¹.

Neste quadro, os acionistas são pressionados a limitar a elevada tolerância ao risco dos seus gestores, resultante da indexação da remuneração total à *performance* da empresa (ou seja, a sensibilidade da remuneração-*performance*), principalmente nas empresas que necessitam de empréstimos adicionais. Um tal cenário induz que a compensação dos gestores seja estruturada de modo a otimizar o *trade-off* entre os benefícios resultantes da tolerância e transferência do risco e, por outro lado, as perdas decorrentes do aumento dos respetivos custos de financiamento (Kabir *et al.*, 2013).

No entanto, e tomando uma posição distinta sobre o tema, alguns autores defendem que apesar da transferência do risco estar geralmente associada à expropriação da riqueza dos credores, não se pode descartar a possibilidade de determinadas componentes dos pacotes remuneratórios poderem alinhar também os interesses dos gestores com os dos credores (Duru e Reeb, 2005; Ertugrul e Hegde, 2008; Wei e Yermack, 2011; Kabir *et al.*, 2013). Por exemplo, o estudo de Duru e Reeb (2005) revela que a implementação de pacotes remuneratórios, que tenham como principal objetivo alinhar os interesses de gestores e credores, é trivial para as empresas com elevada concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão. O mesmo estudo reporta que os bónus atribuídos aos gestores reduzem significativamente os custos de financiamento das empresas com elevada dispersão do capital. Adicionalmente, Wei e Yermack (2011), ao analisarem as empresas incluídas no índice S&P 500 em 2006, concluíram que os credores e acionistas reagem, geralmente, à divulgação das informações relacionadas com os planos de pensões e as remunerações deferidas dos CEOs.

¹ Importa aqui realçar que o estudo recente de Kabir *et al.* (2013) reporta que empresas com notações de *rating* muito baixas apresentam custos de financiamento muito elevados. Assim como reporta relações inversas entre empresas com notações de *rating* muito elevadas e os respetivos custos de financiamento.

Os resultados obtidos, além de indicarem que as pensões e as remunerações deferidas são as componentes da remuneração dos executivos mais valorizadas pelos mercados, revelam que os custos de financiamento aumentam e os preços das ações reduzem, nas empresas cujos CEOs têm planos de pensões relativamente elevadas.

Nesta senda, Kabir *et al.* (2013) analisaram os efeitos dos bônus, planos de pensões, *stock options* e ações afetas aos executivos (*restricted shares*) nos custos de agência da dívida de empresas cotadas em bolsa no Reino Unido entre 2003 e 2012. Estes autores concluíram que os planos de pensões, atribuídos aos gestores, permitem o alinhamento dos interesses entre gestores e credores e, conseqüentemente, a redução dos custos de agência da dívida. Tal é explicado, segundo os autores, pelo facto da provisão para os planos de pensões, em forma de compensação aos executivos, converter os administradores (incluído os CEOs) em potenciais credores das empresas que administram e, conseqüentemente, alinhar os seus interesses com os dos outros credores.

Os mesmos autores constataram, também, relações inversas entre os bônus atribuídos aos gestores e o custo da dívida. Observaram, ainda, que as ações afetas aos CEOs conduzem ao agravamento dos custos de agência da dívida. De lembrar que ações afetas aos executivos se referem à componente variável da compensação dos gestores que, tal como as *stock options*, podem ser acionadas quando os executivos atingem as metas e objetivos contratualmente estabelecidos. Segundo o estudo de Kabir *et al.* (2013), os credores penalizam as empresas cujos executivos não acionam (*do not vesting*) o direito que têm sobre tais ações, aumentando os custos de financiamento.

Perante esses resultados, os autores argumentam que a pressão exercida pelos credores pode motivar a que os gestores invistam em projetos geradores *cash flows* estáveis, de modo a atingir os objetivos e metas estabelecidos e, em simultâneo, a reduzir o risco de incumprimento do serviço da dívida. Enquanto a estrutura remuneratória permitir que os gestores se mantenham focados no aumento da *performance* da empresa e na redução dos desperdícios dos *free cash flows*, os credores e acionistas sairão certamente beneficiados (Ortiz-Molina, 2007; Kabir *et al.*, 2013).

Estes estudos sugerem que existe um valor limite mínimo (ponto ótimo) de remuneração dos gestores que permite alinhar os interesses entre acionistas e credores. Sendo que o acréscimo da remuneração dos gestores acima deste valor, aumentará a propensão ao risco (ou sobreinvestimento) que, por sua vez, aumentará os custos de

agência da dívida. Assim, formula-se a seguinte hipótese:

H_{5d}: Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a remuneração total dos gestores e os custos de agência da dívida.

O impacto dos mecanismos de controlo interno sobre os custos de agência da dívida são aferidos tendo em conta o seguinte modelo econométrico:

$$CAD_i = \beta_0 + \beta_1(EP_i) + \beta_2(COM.PROP_i) + \beta_4(SGP_i) + \beta_5(BOARD_i) + \beta_6(BOARD_i^2) + \beta_7(END_i) + \beta_8(END_i^2) + \beta_9(F_i) + \beta_{10}(REM_i) + \beta_{11}(REM_i^2) + \beta_{12}(VC_i) + \varepsilon_i \quad (3.5)$$

Onde:

$i = 1, 2, \dots, n$

CAD = Custos de agência da dívida;

β_0 = Constante;

EP = Estrutura de propriedade;

COM.PROP = Concentração da propriedade;

SGP = Sobreposição entre a propriedade e a gestão;

BOARD = Dimensão e composição do *board*;

F = Fiscalização;

END = Endividamento;

REM = Remuneração da equipa de gestão do topo;

VC = Variáveis de controlo e

ε_i = Variável aleatória residual.

As características específicas de cada empresa, que podem afetar os custos de agência da dívida foram, também, controladas neste estudo, nomeadamente a dimensão e idade das empresas, as oportunidades de crescimento, a intensidade dos ativos tangíveis e a liquidez financeira.

Segundo alguns autores (Petersen e Rajan, 1994; Diamond, 1984), as grandes empresas têm, em regra, maior folga financeira e menor risco de incumprimento, portanto tendem a pagar menores taxas de juro do que as pequenas empresas. Do mesmo modo, as novas empresas representam maior risco para os credores devido à sua elevada taxa de mortalidade, quando comparadas com as mais antigas (Leeth e Scott, 1989). Além disso, as novas empresas têm menor capital reputacional a perder, no caso do seus gestores adotarem comportamentos que lesem os interesses dos seus credores. Espera-se, assim, que dimensão e idade das empresas estejam inversamente relacionadas com os custos de agência da dívida.

Uma vez que as empresas com ativos tangíveis valiosos e elevada liquidez financeira fornecem maiores garantias e segurança aos credores e, por conseguinte, menor racionamento dos créditos, esperam-se, também, relações inversas entre essas variáveis e os custos de agência da dívida. Contrariamente, esperam-se, ainda, relações diretas entre as oportunidades de crescimento e os indicadores dos custos de agência da dívida, dado que as empresas com maiores oportunidades de crescimento podem apresentar graves problemas de assimetrias de informação, associados à qualidade dos novos projetos (Myers e Majluf, 1984).

3.2.2.3 Relação entre os mecanismos de controlo interno e a *performance*

Uma das grandes preocupações evidenciadas por investigadores e empresários consiste na identificação de mecanismos que conduzam à tomada de decisões ótimas e à melhoria da *performance* das empresas. Nesta senda, o *corporate governance* tem sido considerado pela literatura como um dos principais mecanismos (Shleifer e Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 2000b), sistemas (Cadbury, 2000) ou regras (Coutinho de Abreu, 2010b) de gestão capaz de alinhar os interesses dos *stakeholders*, reduzir os custos de agência e, conseqüentemente, aumentar a *performance* das empresas.

⌘ Estrutura de propriedade e a *performance*

Vários estudos têm-se debruçado sobre os efeitos da concentração da propriedade e da sobreposição entre a propriedade e a gestão no controlo dos problemas de agência e melhoria da *performance*. Como se observou anteriormente, os resultados obtidos não têm sido consensuais¹.

Por um lado, há autores que defendem que se a monitorização efetuada pelos acionistas maioritários melhorar a qualidade das decisões tomadas pelos gestores e se não existirem efeitos secundários relacionados com o controlo efetivo da empresa, então a concentração da propriedade reduzirá os custos de agência (Ang *et al.*, 2000) e aumentará a *performance* das empresas (Shleifer e Vishny, 1997; Tam e Tan, 2007). Uma vez que o principal desejo dos acionistas maioritários é a valorização do seu património empresarial, quer os gestores queiram, quer não, é espectável que a concentração da propriedade aumente a monitorização por parte dos acionistas maioritários (hipótese da monitorização) e influencie positivamente os indicadores da *performance* das empresas (Jensen e Meckling, 1976; Tam e Tan, 2007). Tam e Tan (2007), por exemplo, ao analisarem empresas cotadas na Malásia, encontram relações positivas entre a concentração da propriedade, a rendibilidade dos ativos e o Q de Tobin. Similarmente, Perrini *et al.* (2008) analisaram empresas italianas e observaram que as participações detidas pelos cinco maiores acionistas melhoravam significativamente a valorização das empresas (Q de Tobin).

Por outro lado, alguns autores defendem que a propriedade demasiadamente concentrada pode deteriorar a qualidade das decisões tomadas pelos gestores (Walsh e Seward, 1990; Johnson *et al.*, 2000).

Por exemplo, os estudos de Morck e Vishny (1988), McConnell e Servaes (1990), Thomsen e Pedersen (2000) e Claessens *et al.* (2002) sugerem, que numa primeira fase, o aumento da concentração da propriedade aumenta também a *performance* das empresas, em virtude dos benefícios obtidos pelo acompanhamento efetuado pelo acionista maioritário. Mas, quando a concentração da propriedade é extremamente elevada, a *performance* das empresas começa a decair. Essa decadência resulta dos problemas de agência de autocontrolo e autogestão evidenciados por Schulze *et al.* (2001, 2002, 2003b), bem como do entrincheiramento (Walsh e Seward, 1990) e expropriação dos

¹Alguns autores entendem que as relações entre as variáveis, para além de dependerem do contexto em que as empresas se encontram inseridas (Thomsen *et al.*, 2006), não são uniformes (Thomsen e Pedersen, 2000; De Miguel *et al.*, 2004) nem são sistemáticas (Demsetz e Lehn, 1985; Demsetz e Villalonga, 2001; Thomsen *et al.*, 2006).

acionistas minoritários pelos maioritários, através das práticas de *tunneling* (Shleifer e Vishny, 1997; Johnson *et al.*, 2000) - que ocorrem quando os acionistas maioritários utilizam o poder do voto para aprovar projetos que atendam, essencialmente, os seus interesses, em prejuízos dos demais *stakeholder*. Nesta perspetiva, a concentração da propriedade tanto pode ser indutora de alinhamento de interesses e melhoria da *performance* (hipótese da convergência de interesses), como pode ser indutora de conflitos de interesses e degradação da *performance* (hipótese de entrincheiramento). Thomsen e Pedersen (2000) analisaram 435 empresas de 12 países europeus e verificaram que a *performance* das empresas é afetada positivamente pela concentração da propriedade, mas é negativamente afetada pela concentração da propriedade ao quadrado. Estando em harmonia com os estudos de De Miguel *et al.* (2004) e Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007). Assim, postula-se a seguinte hipótese:

H_{6a1}: Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre a concentração da propriedade e a performance da empresa.

Seguindo as recomendações de Thomsen e Pedersen (2000), apresentadas na secção 3.2.2.1, espera-se que:

H_{6a2}: Quanto maior for a participação detida pelo Estado, menor será a performance das empresas.

H_{6a3}: Quanto maior for a participação detida pelos Bancos, maior será a performance das empresas.

H_{6a4}: Quanto maior for a participação detida por empresas não-financeiras, maior será a performance das empresas.

H_{6a5}: Quanto maior for a participação detida por instituições financeiras (não bancárias), maior será a performance das empresas.

H_{6a6}: Quanto maior for a participação detida por SGPS, maior será a performance das empresas.

H_{6a7}: Quanto maior for a diversificação da estrutura acionista, maior será a performance das empresas.

Também observou-se anteriormente, que analisam os efeitos da sobreposição entre a propriedade e a gestão na *performance* das empresas também não têm chegado a conclusões consensuais. Tal como acontece com a concentração da propriedade, existem duas correntes teóricas: (i) a hipótese da convergência de interesses (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1993) e (ii) a hipótese de entrincheiramento (Morck e Vishny, 1988; McConnell e Servaes, 1990; Perrini *et al.*, 2008).

Verificou-se, no Capítulo 2, que Morck e Vishny (1988), Hermalin e Weisbach (1991) e Florackis (2005) encontram relações cúbicas entre a sobreposição da propriedade e da gestão e a *performance*.

No entanto, McMahon (2007), ao analisar 1872 PME's australianas, concluiu que apesar de não existirem relações significativas entre o *owner-management* e os indicadores da *performance*, as empresas cujos gestores tivessem 100% do capital social apresentavam maior probabilidade de obter *performance* superior, nomeadamente a rentabilidade líquida das vendas, dos capitais próprios e dos ativos. Perrini *et al.* (2008), analisaram empresas italianas cotadas entre 2002 e 2003 e não observaram relações estatisticamente significativas entre as variáveis. Contudo, observaram que a interação da concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão reduzia significativamente o desempenho das empresas; sustentando por isso a hipótese do entrincheiramento e do alinhamento. Assim, postula-se a seguinte hipótese:

H_{6a8}: Existe uma relação quadrática entre a sobreposição da propriedade e da gestão e a performance das empresas.

✂ *Board e performance*

Como foi referido na secção 3.2.2.1, a análise dos efeitos da dimensão do *board* sobre a performance das empresas tem alimentado duas correntes de investigação. A primeira sugere relações positivas entre a dimensão do *board* e os níveis de desempenho das organizações (Pfeffer, 1972, 1973; Pfeffer e Salancik, 1978; Kiel e Nicholson, 2003), sob o argumento de que os *boards* de grandes dimensões são, à partida, mais

diversificados e têm maiores capacidades para associar as contingências do meio envolvente e os recursos que garantam a rendibilidade e sustentabilidade das empresas (Pfeffer, 1972, 1973; Pfeffer e Salancik, 1978). Explorando esta linha de investigação, Kiel e Nicholson (2003) analisaram 348 grandes empresas australianas cotadas em bolsa e encontraram relações positivas entre a dimensão do *board* e a *performance* das empresas. No mesmo sentido, Abor e Biekpe (2007), ao analisarem PMEs do Gana, encontraram relações positivas entre a dimensão do *board* e a rendibilidade dos ativos.

A segunda corrente sugere que os *boards* de grandes dimensões nem sempre apresentam grandes diversidades em termos de *background* dos seus membros Lipton e Lorsch (1992); Eisenberg *et al.* (1998); Coles *et al.* (2008). Segundo esses autores, se o aumento da dimensão do *board* não garantir a diversificação de competências e o acesso aos recursos necessários, dificilmente aumentará a qualidade dos serviços prestados, tais como, a ligação com o meio envolvente, a coordenação de interesses, o aconselhamento, a assessoria e o controlo dos gestores. Os mesmos autores defendem que a diversificação do *board* sem ter em consideração as características das empresas (Coles *et al.*, 2008) não só dificultará a coordenação dos seus membros (Lipton e Lorsch, 1992), como também aumentará a propensão de fracionamentos resultantes dos jogos de forças (Zahra e Pearce, 1989; Lipton e Lorsch, 1992) que, por sua vez, pode inibir a adesão aos projetos que promovam mudanças estratégicas (Hermalin e Weisbach, 2003).

Eisenberg *et al.* (1998) analisaram os *boards* de cerca de 879 PMEs finlandesas, muitos dos quais tinham entre 3 e 7 membros, e observaram que o aumento da dimensão do *board* influenciava negativamente a variação da *performance* das empresas. Esses autores observaram, por exemplo, que um aumento de 3 para 4 membros implicava o decréscimo de aproximadamente 11% na rendibilidade dos ativos face ao período homólogo. Na mesma linha, Florackis (2005) e He (2008) encontraram relações inversas entre a dimensão do *board* e a *performance* das empresas.

As evidências empíricas sugerem que a relação entre a dimensão do *board* e a *performance* das empresas pode, também, ser não-linear do tipo \cap . Onde níveis moderados de membros no *board* aumentam a performance da empresa, por virtude da maior flexibilidade e coordenação dos seus membros. Ao passo que os *boards* extremamente grandes, que não tenham em linha de conta as características das empresas, podem não ser eficientes e, conseqüentemente, influenciar negativamente a *performance*. Assim sendo, postula-se a seguinte hipótese:

H_{6b}: Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre a dimensão do board e a performance das empresas.

⌘ Endividamento e a *performance*

Tal como se referiu no ponto 3.2.2.1, o recurso ao endividamento tem sido considerado uma das principais ferramentas utilizadas para restringir os comportamentos oportunistas resultantes das divergências de interesses entre proprietários e gestores (Jensen e Meckling, 1976) e, conseqüentemente, maximizar a *performance* das empresas (Damodaran, 2001).

Nesta perspetiva, Hadlock e James (2002) analisaram as empresas incluídas nos índices NYSE/AMEX e Nasdaq entre 1980 e 1993, tendo concluído que os financiamentos bancários reduzem as assimetrias de informação e aumentam a confiança dos investidores externos. Adicionalmente, o estudo de Hutchinson (1995) mostra que, para além dos efeitos sinalizadores e disciplinadores, a alavancagem financeira influencia positivamente a *performance* das empresas. Na mesma linha, Petersen e Rajan (1994) e Farooque *et al.* (2007) encontram relações positivas entre o nível de endividamento e os indicadores de rentabilidade.

No entanto, vários estudos empíricos sugerem que o endividamento exacerbado pode desencadear conflitos de agência entre acionistas e credores, que podem se repercutir negativamente nos custos de financiamento¹ e, conseqüentemente, tornar negativa a relação entre o endividamento e a *performance* das empresas (Fama e French, 1998; McConnell e Servaes, 1995; Weir *et al.*, 2002; Abor, 2007; Abor e Biekpe, 2007; Cheng, 2008). Neste quadro, Weir *et al.* (2002) analisaram empresas cotadas em bolsa no Reino Unido e observaram relações inversas entre as variáveis. Abor (2007), num estudo comparativo, analisou PME's do Gana e da África do Sul, tendo reportado relações inversas entre a dívida total, a dívida de curto prazo e os indicadores da *performance* (tais como, margem bruta, rentabilidade dos ativos e *Q de Tobin*).

As duas perspetivas acima expostas e as evidências empíricas apresentadas nos pontos 3.2.2.1 e 3.2.2.2 sugerem que níveis de endividamento moderados aumentam a *performance* das empresas. Ao passo que níveis de endividamento elevados deterioram

¹Kabir *et al.* (2013), por exemplo, encontram relações positivas entre o nível de endividamento e os custos de financiamento.

a performance, dado o agravamento dos custos de agência do capital e da dívida. Deste modo, postula-se a seguinte hipótese:

H_{6c}: Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre o nível de endividamento e a performance das empresas.

⌘ Remuneração dos gestores e *performance*

À semelhança dos outros mecanismos de controlo atrás mencionados, nota-se, também, uma falta de consenso entre os autores que analisaram os efeitos da remuneração na *performance* das empresas.

Numa banda encontram-se os que defendem que a diversificação e o aumento do pacote remuneratório dos gestores, para além de serem um meio de atrair gestores altamente competentes e de reduzir os problemas da seleção adversa e do risco moral, podem motivar os gestores a engajarem-se mais nas suas atividades, tomando decisões que maximizem a riqueza dos acionistas. Esta perspetiva é fundamentada Mehran (1995), Murphy (1985), Firth *et al.* (2006) e He (2008) que reportam relações positivas entre a remuneração dos gestores e a *performance* da empresa, por via da redução dos custos de agência.

Noutra banda encontram-se os estudos de Bebchuk e Fried (2003), Brick *et al.* (2006) e Murphy e Sandino (2010) que sugerem que a determinação da remuneração dos gestores é um factor gerador de conflitos e custos de agência que, não sendo devidamente controladas, podem tornar negativa a relação entre a remuneração dos gestores e a performance das empresas, designadamente:

- 1) o poder que os gestores têm sobre a estruturação e determinação da própria remuneração. Cohen e Lauterbach (2008), por exemplo, numa investigação aplicada as empresas israelitas observaram que os CEOs-proprietários recebem remunerações 50% mais elevada do que os não-proprietários;
- 2) as redes de relações que as empresas têm com determinados grupos económicos (Kato, 1997; Firth *et al.*, 2006; Kato *et al.*, 2007; Unite *et al.*, 2008). Por exemplo, Kato *et al.* (2007) verificaram que nas empresas não filiadas ao grupo *Chaebols*, a remuneração dos executivos é afetada positiva e significativamente

pela *performance* da empresa, ao passo que nas empresas filiadas a relação não é significativa;

- 3) os conflitos de interesses, bem como os *lobbies* que os gestores podem criar com a comissão e consultores de remuneração, que geralmente estão muito longe de serem independentes (Murphy e Sandino, 2010), de modo a obterem remunerações generosas. Murphy e Sandino (2010) observaram, por exemplo, que a influência que o CEO exerce sobre a empresa aliada aos interesses que se criam a montante e a jusante, pode levar a comissão de vencimentos ou consultores independentes a cooperarem com ele, sugerindo remunerações acima da média do mercado (*price skimming*).
- 4) os efeitos moderadores que os outros mecanismos de controlo podem exercer entre a remuneração dos gestores e a performance, vice-versa (Hutchinson e Gul, 2004; He, 2008; Michiels *et al.*, 2013), nomeadamente: (i) a sobreposição entre a propriedade e a gestão (ii) a concentração da propriedade (iii) a independência do *board*, (iv) o *status* do CEO e (v) a rendibilidade da empresa. O estudo de Michiels *et al.* (2013), por exemplo, revela que a diversificação e o nível remuneratório dos gestores são proporcionais à rendibilidade e à dimensão das empresas. Corroborando com He (2008) que, ao analisar 1143 empresas cotadas, verificou que a remuneração total dos gestores era proporcional à rendibilidade, à dimensão e ao risco de cada empresa.

Portanto, os estudos acima mencionados sugerem que a relação entre a remuneração dos gestores e performance também não é linear. Aliás, Florackis (2005) analisou empresas cotadas no Reino Unido e encontrou relações cúbicas entre as variáveis, sugerindo que níveis remuneratórios moderados aumentam a performance das empresas. Já os níveis remuneratórios elevados, sem ter em consideração as características das empresas, podem deteriorar a *performance*, por força do agravamento dos custos de agência do capital e da dívida. Nesta linha de investigação, postula-se a seguinte hipótese:

H_{6d}: Existe uma relação quadrática entre a remuneração total dos gestores e a performance das empresas.

Os efeitos dos mecanismos de controlo interno sobre a *performance* das empresas serão avaliados de acordo o seguinte modelo econométrico:

$$\begin{aligned}
 PER_i = & \beta_0 + \beta_1(EP_i) + \beta_2(COM.PROP_i) + \beta_3(COM.PROP_i^2) + \beta_4(SGP_i) + \beta_5(SPG_i^2) + \beta_6(SPG_i^3) \\
 & + \beta_7(BOARD_i) + \beta_8(BOARD_i^2) + \beta_9(END_i) + \beta_{10}(END_i^2) + \beta_{11}(REM_i) \\
 & + \beta_{12}(REM_i^2) + \beta_{13}(REM_i^3) + \beta_{14}(CAD_i) + \beta_{15}(CAC_i) + \beta_{16}(VC_i) + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{3.6}$$

Onde:

$i = 1, 2, \dots, n$

PER = *Performance*

β_0 = Constante;

EP = Estrutura de propriedade;

COM.PROP = Concentração da propriedade;

SGP = Sobreposição entre a propriedade e a gestão;

BOARD = Dimensão e composição do *board*;

END = Endividamento;

REM = Remuneração da equipa de gestão do topo;

CAC = Custos de agência do capital;

CAD = Custos de agência da dívida;

VC = Variáveis de controlo e

ε_i = Variável aleatória residual.

À semelhança de vários estudos (Thomsen e Pedersen, 2000; Chrisman *et al.*, 2004, 2007; Florackis, 2008; Chu, 2009), foram também aqui utilizadas algumas variáveis

de controlo para aferir a consistência dos resultados (dos modelos 3.4 e 3.5) face às características das empresas em análise, tais como a idade e dimensão da empresa, o setor de atividade, custos de agência do capital e da dívida. Nesta ótica, espera-se, por exemplo, que as empresas com elevados custos de agência do capital e da dívida tenham menor *performance*.

CAPÍTULO 4

METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

4.1 Introdução

O presente capítulo tem como principal objetivo apresentar e discutir os aspectos metodológicos utilizados para testar os modelos e hipóteses de investigação propostos no capítulo 3. Assim, no ponto 4.2 descreve-se amostra em estudo e o processo de recolha de dados. No ponto 4.4 operacionalizam-se as variáveis em estudo. Por fim, no ponto 4.5 descreve-se o método de análise dos dados.

4.2 Amostra

A amostra é composta por sociedades anónimas e por quotas de pequena e média dimensão que operam no contexto português. Na seleção teve-se em conta cinco critérios: (i) empresas não financeiras inscritas na base de dados da Einforma D&B ; (ii) empresas com pelo menos 1 ano de vida; (iii) empresas com mais de 10 colaboradores e menos de 250 colaboradores; (iv) empresas com dados económicos e financeiros de 2005 a 2011 disponíveis e, por fim, (v) empresas com alguns atributos que tornassem a amostra mais heterogénea (PMEs com estatutos de “excelência” ou de “líder” atribuídos pelo Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e a Inovação (IAPMEI) e empresas indiciadas por práticas ilícitas)¹.

Das 3000 PMEs acedidas, 22 das quais foram excluídas porque não reunirem pelo menos 1 dos critérios descritos. Em suma, a amostra final é constituída por 2978 PMEs não financeiras.

4.3 Método de recolha de dados

A literatura prevê a recolha de dois tipos de dados (Malhotra, 2004): os primários e os secundários. Os dados primários consistem nas informações qualitativas e quantitativas, recolhidas diretamente da população em estudo, por um ou mais investigadores, para responder a um problema específico. Já os dados secundários consistem nas informações recolhidas por terceiros (tais como, instituições comerciais, organizações sem fins lucrativos, Estado, instituições reguladoras), para fins diversos (Malhotra, 2004).

A recolha de dados secundários, por oposição à recolha de dados primários, tende a ser fácil e relativamente menos dispendiosa em tempo e dinheiro. No entanto, apresenta algumas limitações, nomeadamente: (i) os objetivos, a natureza, as métricas/*proxies* e os métodos utilizados para a recolha dos dados podem não ser os mais

¹É de realçar que se utilizou a técnica de amostragem mista (dirigida e aleatória) para selecionar a nossa amostra, não só por ser cada vez mais utilizada em ciências sociais (Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005; McKnight e Weir, 2009), mas, também, porque a natureza da presente investigação assim o exige. Em regra, a seleção da amostra pode ser: (i) aleatória - onde qualquer elemento da população tem igual probabilidade de ser escolhido, (ii) dirigida (ou por conveniência) - onde existe uma representação propositada de determinados elementos da população, com base num conjunto de critérios predefinidos pelos investigadores (Martinez e Ferreira, 2010) e (iii) mista - que abarca as duas anteriores.

apropriados para responder as questões de investigação na atualidade (Malhotra, 2004), (ii) os dados obtidos apresentam, geralmente, um elevado nível de agregação, (iii) inacessibilidade de toda informação necessária para a avaliar os modelos de investigação propostos, e por fim, (iv) a inacessibilidade dos dados em tempo real.

Contudo, a análise dos dados secundários é largamente utilizada (Fleming *et al.*, 2005; McKnight e Weir, 2009; Gogineni *et al.*, 2009) e tem contribuído significativamente para: a identificação e definição dos problemas; o desenvolvimento de abordagens teóricas; a identificação de variáveis-chave; a resposta a algumas questões de investigação; e, sobretudo, a interpretação criteriosa dos dados primários (Malhotra, 2004).

Destarte, adquiriu-se, junto à Einforma B&D¹, uma base de dados com os contatos (e.g. endereço eletrónico, morada e telefone), informações demográficas e os indicadores económico-financeiros de 3000 PME's referentes a 2005-2011, que depois de depuradas resultou na amostra final de 2978 PME's não financeiras. É de salientar que amostra em estudo foi dividida em duas subamostras. A primeira integra os dados de 2005 a 2009, cuja informação económico-financeira foi elaborada com base nos critérios definidos pelo Plano Oficial de Contas (POC). A segunda subamostra integra os dados de 2010 a 2011, cuja informação económico-financeira foi elaborada de acordo com Sistema de Normalização Contabilística (SNC), que passou a ser obrigatório a partir de 2010. A divisão da amostra visa, essencialmente, reduzir os enviesamentos, em termos de análise, que possam resultar da interpretação que cada um dos sistemas de contabilização impõe.

¹A Enforma D&B é uma empresa que opera no mercado de informação de (e para) empresas, há mais de 100 anos. Integra desde 2004 a maior rede de informação mundial de informação empresarial: a D&B World Wide. A base de dados da Einforma contém todas empresas registadas em Portugal e é atualizada diariamente por técnicos especializados através de fontes públicas e das próprias empresas.

4.4 Variáveis e a sua operacionalização

4.4.1 Variáveis independentes

4.4.1.1 Estrutura de propriedade

Como se referiu anteriormente, a estrutura da propriedade é uma das variáveis centrais do governo nas sociedades, visto que determina o poder que cada proprietário tem sobre o património da sociedade (Lee e O'Neill, 2003), influenciado, significativamente, o seu rumo.

A estrutura de propriedade tem sido avaliada com base nos seguintes subconstructos: a estrutura acionista¹, a concentração/dispersão do capital e a sobreposição entre a propriedade e a gestão (Demsetz e Lehn, 1985; Gedajlovic e Shapiro, 1998; Thomsen e Pedersen, 2000; Perrini *et al.*, 2008).

Inicialmente Demsetz e Lehn (1985) utilizaram a fração de capital detida pelos maiores acionistas para medir o nível de concentração/dispersão da estrutura de propriedade, dando maior relevância aos cinco maiores acionistas. Os estudos que sucederam o trabalho destes autores, passaram a considerar não só o nível de concentração do capital pelos maiores acionistas, mas também a fração do capital detida pelos gestores (*owner management*), nomeadamente o presidente do conselho de administração (*chairman*), o CEO e os outros membros do conselho de administração (Ang *et al.*, 2000; Doukas *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005; Cho e Jootae, 2007; Kapopoulos e Lazaretou, 2007).

Como se pode observar no quadro 4.1, a estrutura de propriedade é medida através dos seguintes indicadores: a) dimensão da estrutura acionista, b) tipos de acionistas, designadamente indivíduos/família, Estado, bancos, instituições financeiras bancárias, Sociedades gestoras de participações sociais, e outras instituições de carácter não financeiro (Thomsen e Pedersen, 2000; Florackis e Ozkan, 2009), c) diversificação da estrutura acionista² d) concentração/dispersão do capital social (Demsetz e Lehn,

¹A estrutura acionista mede-se geralmente pelo (i) número de acionistas, (ii) tipos de acionistas e (iii) a porção do capital detido por cada tipo de acionista - que pode ser indivíduo ou família, Estado, instituições financeiras, sociedades em relação de grupo, ou sociedades com simples participações (La Porta *et al.*, 2000a; Faccio e Lang, 2002; Volpin, 2002; Goergen e Renneboog, 2003).

²Considera-se aqui que a diversificação da estrutura acionista é unitária, quando alberga apenas um

1985; Gedajlovic e Shapiro, 1998; Ang *et al.*, 2000), e) participação detida por cada tipo de acionista (Sánchez-Ballesta e García-Meca, 2011) e, por fim, f) sobreposição entre propriedade e gestão da empresa (Fleming *et al.*, 2005; Cho e Jootae, 2007; Kapopoulos e Lazaretou, 2007).

Tabela 4.1: Estrutura de propriedade

VARIÁVEIS	DEFINIÇÃO/MÉTRICA
Dimensão da estrutura acionista	Número de acionistas
Tipos de acionistas	Variáveis nominais: Estado, banco e instituições financeiras não bancárias ¹ , SGPS, empresas não financeiras, família
Diversificação da estrutura acionista	Somatório dos tipos de acionistas
Participação do Estado	Percentagem do capital detida pelo Estado
Participação dos bancos	Percentagem do capital detida pelos Bancos
Participação de outras empresas	Percentagem do capital detidas empresas não financeiras
Participação das SGPS	Percentagem do capital detida pela SGPS ²

(Continua na página seguinte)

tipo de sócios, ou diversificada, quando alberga vários tipos (Denis *et al.*, 1999; Thomsen e Pedersen, 2000). Seguindo Denis *et al.* (1999), Denis *et al.* (1997) e Geletkanycz e Boyd (2011), utilizou-se o somatório de tipos de acionistas para mediar o nível de diversificação da estrutura acionista das empresas em análise.

¹De acordo com o dicionário da língua portuguesa, «as instituições financeiras são as instituições cuja atividade principal é a concessão de crédito, fazendo para isso captação de poupanças junto dos agentes económicos, em especial das famílias. Constituem, como tal, um intermediário de suma importância na transferência de fundos das entidades que possuem poupanças para aquelas que delas necessitam para financiar os seus investimentos ou gastos correntes. As mais importantes instituições financeiras são as instituições de crédito, embora as primeiras também englobem os chamados auxiliares financeiros (sociedades de corretagem, mediadoras, gestoras de património, entre outras). O Decreto-Lei nº 298/92 de 31 de dezembro (regime geral das instituições de crédito e sociedades financeiras) define, no seu Art. 2º, as instituições de crédito como empresas cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis, a fim de os aplicarem por conta própria mediante a concessão de crédito, passando no artigo seguinte a enumerá-las: as monetárias (os bancos, a Caixa Geral de Depósitos, SA, as caixas económicas, a Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e as caixas de crédito agrícola mútuo) e as não-monetárias (as sociedades de investimento, de locação financeira, de *factoring*, e as sociedades financeiras de aquisição a crédito). O mesmo Decreto-Lei delimita, posteriormente (Art. 4º), as atividades que estas instituições podem efetuar. De entre a longa enumeração aí feita, destacam-se as seguintes: (i) receção de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, (ii) operações de crédito, incluindo concessão de garantias e outros compromissos, locação financeira e *factoring*, (iii) operações de pagamento, (iv) emissão e gestão de meios de pagamento, (v) transações sobre instrumentos do mercado monetário e cambial, (vi) participação em emissão e colocação de valores mobiliários e (vii) atuação no mercado interbancário» (in Língua Portuguesa com Acordo Ortográfico [em linha]. Porto: Porto Editora, 2003-2015. [consult. 2015-02-06 04:56:26]. Disponível na Internet: [http://www.infopedia.pt/\\$institucioes-financeiras](http://www.infopedia.pt/$institucioes-financeiras)).

²As Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) são sociedades que têm por objecto a detenção duradoura de participações sociais de outras sociedades, juridicamente independentes, não exercendo directamente uma actividade económica (Decreto-Lei n.º 495/88, de 30 de Dezembro). Enquadram-se na figura geral das *holding*, sendo sociedades constituídas com o objectivo de intervir na gestão e controlar as participadas, exercendo os direitos sociais inerentes às respectivas participações sociais, de modo a receber os respectivos lucros ou dividendos, bem como os rendimentos resultantes de eventuais alienações dessas participações sociais.

Tabela 4.1: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	DEFINIÇÃO/MÉTRICA
Participação de outras instituições financeiras	Percentagem do capital detida por instituições financeiras (não bancárias)
Participação da família	Somatório das participações detidas pelos membros da mesma família
Concentração da propriedade	Percentagem do capital detida sócio ou acionista maioritário
Sobreposição entre propriedade e gestão	Número de gestores-proprietários

4.4.1.2 *Board*

Tal como se referiu no ponto 2.3.2, a constituição da estrutura administrativa é suportada por várias teorias. Por exemplo, a teoria da dependência dos recursos (Pfeffer e Salancik, 1978; Barney, 1991) e a teoria da *stewardship* (Davis *et al.*, 1997) defendem que os acionistas devem constituir um conselho de administração heterogéneo, capaz de colocar ao dispor das empresas diversos serviços e recursos que possam garantir o seu crescimento e desenvolvimento sustentável, nomeadamente, a legitimidade, a assessoria e aconselhamento, o canal de informação entre a empresa e outras instituições, recursos estratégicos, redes de relações, entre outros, que, por sua vez, podem ser raros, valiosos e inimitáveis (Barney, 1991). Paralelamente, a teoria de agência defende que, em virtude da incongruência de objetivos e interesses, o conselho de administração deve incluir um número de administradores não executivos (de preferência independentes) que garanta a efetiva supervisão, fiscalização e avaliação dos executivos.

Em termos práticos, a literatura revela que a forma jurídica, a estrutura acionista (unitária/diversificada), a estrutura de propriedade (concentrada/dispersa), o tipo de empresa (familiar/não familiar), o sector de atividade e a dimensão da empresa influenciam, significativamente, a composição e dimensão do conselho de administração (Raheja, 2005; Coles *et al.*, 2008; Pieper *et al.*, 2008). Por exemplo, nas grandes sociedades anónimas de capitais dispersos, assim como nas instituições financeiras, é comum encontrar conselhos de administração complexos, constituídos por vários administradores com funções executivas e não executivas (com relativa independência entre si) e, nalguns casos, existe mesmo a separação entre a presidência do conselho de administração (*Chairman*) e a presidência da comissão executiva (i.e. CEO). Ao passo que nas sociedades anónimas de pequena dimensão (e de capitais altamente concentrados)

destacam-se os conselhos de administração simples, constituídos apenas por conselho executivo ou administrador único e um fiscal único (que, no caso português, deve ser um revisor oficial de contas ou sociedade de revisores de contas¹). Já nas sociedades por quotas é comum encontrarem-se gerências singulares ou múltiplas com ou sem órgão fiscalizador.

Nesta ordem de ideias, o conselho de administração tem sido avaliado através de quatro indicadores: a dimensão, a composição, a independência dos membros do conselho de administração (Raheja, 2005; Westhead e Howorth, 2006; Bennedsen *et al.*, 2008; Coles *et al.*, 2008) e a dualidade de funções do CEO (Elsayed, 2007; Florackis, 2008).

Na presente investigação, utilizou-se o número de gerentes para medir a dimensão do “*board*” nas sociedade por quotas e os indicadores apresentados Tabela 4.2 para aferir o grau fiscalização interna destas sociedades.

Tabela 4.2: Estrutura governativa das sociedades por quotas

Código	Estrutura governativa das sociedades por quotas
1	Gerência singular
2	Gerência singular e fiscal único/ROC/SROC
3	Gerência múltipla
4	Gerência múltipla e fiscal único/ROC/SROC
5	Gerência múltipla e conselho fiscal

Por outro lado, e tal como Westhead e Howorth (2006) e Coles *et al.* (2008), utilizou-se o número de administradores para medir a dimensão do *board* das sociedades anónimas. Simultaneamente, fez-se o uso da variável dicotómica (em que 1 significa que o CEO acumula as funções de *chairman*, zero no caso contrário) para aferir se existe ou não separação entre as funções de presidente do conselho de administração e as funções do presidente da comissão executiva - CEO *duality* (Elsayed, 2007; Florackis, 2008).

Dado que é pouco usual encontrar administradores não executivos e independentes² nas empresas com elevada concentração da propriedade e sobreposição entre a

¹No contexto português, por exemplo, o art. 414.º, n.º 1 do CSC, postula que o fiscal único e o suplente têm de ser revisores oficiais de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas e não podem ser accionistas.

²De acordo art.º 414.º, n.º 5 do CSC, considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre, em alguma circunstância, susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de: a) ser titular ou actuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2%

propriedade e a gestão, designadamente nas PME's (Voordeckers *et al.*, 2007), utilizou-se, nesta investigação, o número de membros do órgão fiscal e as escalas descritas na Tabela 4.3 para avaliar o tipo de *board* e o respetivo grau de fiscalização interna.

Tabela 4.3: Estrutura governativa das sociedades anónimas

Código	Estrutura governativa das sociedades anónimas
1	Administrador e fiscal único/ROC/SROC
2	Conselho de administração e Fiscal único/ROC/SROC
3	Conselho de administração e conselho fiscal
4	Conselho de administração, conselho fiscal e ROC/SROC
5	Conselho de administração (comissão executiva e de auditoria) e ROC/SROC
6	Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e ROC/SROC

Neste âmbito, importa realçar que o actual CSC dota as sociedades anónimas de três modelos de administração e fiscalização alternativos e sujeitos ao princípio de *numerus clausus* e com proibição de *cherry picking* (art.º 278º, n.º 1). Tal significa que as sociedades anónimas estão sujeitas à obrigatoriedade de escolher apenas um dos modelos propostos e impedidas de efetuar diferentes combinações dos elementos que compõem cada um deles (Gonçalves, 2011), designadamente:

- 1) modelo latino ou clássico - constituído por conselho de administração e conselho fiscal (art.º 278º, n.º 1 al. a) do CSC;
- 2) modelo anglo-saxónico - constituído por conselho de administração, comissão de auditoria e ROC (art.º 278º, n.º 1 al. b) do CSC;
- 3) modelo germânico - constituído por conselho executivo, conselho geral e de supervisão e ROC ((art.º 278º, n.º 1 al. c) do CSC.

Como se pode constatar, não se podem dissociar as estruturas de administração dos modelos acima descritos¹. O CSC obriga à instituição de órgão fiscalizador² do capital social da sociedade; b) ter sido reeleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada.

¹Importa aqui realçar que o conselho de administração é composto pelo número de administradores fixado no contrato de sociedade (art.º 390º, n.º 1), cujos mandatos não podem exceder os quatro anos civis, sendo permitida a reeleição (art.º 391º, n.º 3). Há, no entanto, exceções no princípio da liberdade estatutária relativamente a fixação do número de administradores, que consiste na proibição dos sócios confiarem a administração da sociedade a um só administrador quando o capital social desta for igual ou superior a €200 001 (art.º 390º, n.º 2 do CSC). Essa exceção não abrange as empresas que adotem o modelo anglo-saxónico. De acordo com art.º 278, n.º 5, a composição do conselho de administração do modelo anglo-saxónico não pode ser confiado a um administrador único, independentemente do capital social da sociedade em causa.

²O órgão fiscalizador (comissão de auditoria, o conselho fiscal, fiscal único ou ROC) tem o dever

qualquer que seja o modelo de administração adotado pelas sociedades anónimas, cujos revisores oficiais de contas ficam sujeitos às incompatibilidades previstas no art.º 414º-A¹.

Observa-se nalguns modelos a obrigatoriedade das funções administrativas e as funções fiscalizadoras serem exercidas por dois órgãos distintos, nomeadamente os modelos latino e germânico (sistema dualista); enquanto que no modelo anglo-saxónico, a administração e a fiscalização são confiados a um único órgão - o *board* (sistema monista).

Ambos os sistemas têm vantagens e limitações (Coutinho de Abreu, 2010b). Por exemplo, ao integrar a comissão de auditoria no conselho de administração, o sistema monista permite maior e melhor circulação das informações entre administradores executivos e não-executivos, assim como confere aos administradores não-executivos o direito à participação e deliberação nas reuniões. O que significa que as funções fiscalizadoras passam a ser exercidas por quem, simultaneamente, participa no processo de tomada de decisão (art.º 423º-G, n.º 1b, do CSC) e, concomitantemente, tem acesso às informações qualitativas e quantitativas relevantes (Coutinho de Abreu, 2010c; Camara e Dias, 2011).

de vigilância e compete-lhe essencialmente: a) fiscalizar a administração da sociedade; b) vigiar pela observância da lei e do contrato social; c) verificar a regularidade dos livros, registos contabilísticos e documentos que lhe servem de suporte; d) verificar a exatidão dos documentos de prestação de contas; e) verificar se as políticas contabilísticas e os critérios valorimétricos adotados pela sociedade conduzem a uma correta avaliação do património e dos resultados; f) fiscalizar a eficácia do sistema de gestão de risco, sistema de controlo interno e do sistema de auditoria, se existentes; g) receber as comunicações de irregularidades apresentadas por acionistas, colaboradores e outros (arts. 420.º e 420º - A do CSC). Os membros do órgão de fiscalização não podem ser destituídos sem a ocorrência de factos que consubstanciem justa causa (arts.º419º, n.º 1 e 423º - E, n.º 1) e só podem auferir remunerações fixas (arts.º 422.º-A, n.º 1, 423.º-D e 440º, n.º 3).

¹O art.º 414º-A do CSC postula que não podem ser eleitos ou designados membros do conselho fiscal, fiscal único ou revisor oficial de contas: a) os beneficiários de vantagens particulares da própria sociedade; b) os que exercem funções de administração na própria sociedade; c) os membros do órgão de administração de sociedade que se encontram em relação de domínio ou de grupo com a sociedade fiscalizadoras, d) o sócio de sociedade em nome coletivo que se encontre em relação de domínio com a sociedade fiscalizada; e) os que, de modo direto ou indireto, prestem serviços ou estabelecem relações comerciais significativas com a sociedade fiscalizada ou sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo; f) os que exerçam funções em empresas concorrentes e que atuem em representação ou por conta desta ou por conta de qualquer outra forma estejam vinculados a interesses da empresa concorrente; g) os cônjuges, parentes e afins da linha reta ao 3º grau, inclusive, na linha colateral, de pessoas impedidas por força dos dispostos nas alíneas anteriores, bem como os cônjuges das pessoas abrangidas pelo disposto na alínea e); h) os que exerçam funções de administração ou de fiscalização em cinco sociedades, excetuando as sociedades de advogados, as sociedades de revisores oficiais de contas; etc.

Contudo, este modelo apresenta duas grandes fragilidades. A primeira tem a ver com a *bicefalia* (Coutinho de Abreu, 2007) dos membros da comissão de auditoria que são simultaneamente administradores e fiscalizadores da sociedade. A dupla tarefa atribuída aos administradores não-executivos comporta geralmente problemas complexos, principalmente no que diz respeito à definição dos deveres profissionais e fiduciários que os seus membros estão vinculados e à responsabilidade civil pelo seu incumprimento (Camara e Dias, 2011). A segunda fragilidade consiste na diluição, ao longo do tempo, da independência dos membros que compõem a comissão de auditoria (prevista no art.º 423º-B, n.º 5), dada a proximidade, empatia e cumplicidade que se cria com os administradores executivos, no exercício das suas funções deliberativas, não obstante das incompatibilidades previamente acauteladas pela lei.

Por sua vez, o sistema dualista, com a demarcação nítida das competências de gestão e de controlo atribuídas a cada um dos órgãos (Coutinho de Abreu, 2010a), evita os problemas evidenciados no sistema monista. Todavia, a sua grande limitação reside na elevada propensão para as assimetrias de informação entre o conselho executivo e o conselho geral e de supervisão, dado o desfasamento com que as informações qualitativas e quantitativas são disponibilizadas aos seus membros.

De acordo com Coutinho de Abreu (2010a), vem-se assistindo à convergência prática ou funcional dos dois sistemas, principalmente nos mercados altamente regulados. Isto porque, por um lado, o sistema monista tem evoluído do *managerial model*, onde o conselho de administração gere os negócios, para o *monitoring model*, em que a gestão é confiada principalmente aos administradores executivos, cabendo aos não-executivos controlar os executivos e a marcha dos negócios sociais. Por outro lado, no sistema dualista regista-se a tendência do órgão de fiscalização aceder mais facilmente às informações societárias e de cooperar mais intensamente com a direção na tomada de decisão da gestão.

4.4.1.3 Envolvimento familiar

A literatura sugere que a interação entre o sistema familiar e o sistema empresarial cria condições sistémicas únicas que influenciam significativamente a estrutura organizacional e o desempenho das empresas (Lansberg, 1983; Daily e Dollinger, 1991; Habbershon *et al.*, 2003). Habbershon *et al.* (2003) defendem que a singularidade

(*uniqueness*) e o familiarismo (*familiness*) existentes nas organizações não devem ser negligenciados quando se analisa a *performance* das empresas, visto que não afetam só o seu *modus operandi* mas também o acesso aos recursos necessários e, consequentemente, a criação de riqueza para os acionistas. Anderson *et al.* (2003a), Eddleston e Kellermanns (2007), Sciascia e Mazzola (2008), Chua *et al.* (2011), Chrisman *et al.* (2012), entre outros, têm analisado os efeitos do envolvimento familiar na redução dos custos de agência e melhoria da *performance*.

Com efeito, têm sido utilizados quatro indicadores: (i) a propriedade familiar (ou seja, a percentagem do capital detida pela família); (ii) a gestão familiar (ou seja, o número ou a percentagem de membros familiares que exercem funções de gestão na empresa); (iii) gerações que trabalham na empresa (isto é, o número de gerações da mesma família envolvidas na empresa) e, por último, (iv) a intenção de transferir a empresa para as gerações futuras (Zahra *et al.*, 2007a; Eddleston e Kellermanns, 2007; Sciascia e Mazzola, 2008; Chrisman *et al.*, 2012).

Seguindo Zahra *et al.* (2007a), na presente investigação utilizam-se apenas dois indicadores para aferir o envolvimento familiar no negócio: a) o somatório das participações detidas pelos membros da mesma família e b) a percentagem de membros familiares com assento no *board*.

Em termos restritos, considera-se família o conjunto de indivíduos com relação de parentesco que vivem juntos (agregado familiar). Em sentido lato, a família tem sido definida como o conjunto de pessoas ligadas pelo matrimónio, parentesco, afinidade e adoção. É costume os membros familiares partilharem o mesmo sobrenome, desde logo como forma de identidade do grupo.

Note-se que, apesar de vários autores utilizarem o sobrenome como principal critério para identificar os membros pertencentes à mesma família, continua a ser questionável se esse critério é suficiente, pois existem fortes probabilidades de se considerarem membros da mesma família indivíduos que, por mera coincidência, tenham o mesmo sobrenome, assim como existem fortes probabilidades de se excluírem indivíduos que sejam da mesma família mas que por diversas razões não partilham o mesmo sobrenome, tais como: cônjuge, genros, sogros, cunhados e parentes distantes.

À semelhança dos estudos anteriores, utilizou-se o sobrenome dos proprietários e gestores para aferir o grau de envolvimento da família na empresa.

4.4.1.4 Endividamento

A literatura apresenta vários indicadores para medir o nível de endividamento das empresas. Indicadores esses que resultam da combinação das seguintes massas patrimoniais: ativo total, passivo total, capital próprio, dívidas de curto prazo e dívidas de médio e longo prazo.

O quociente entre passivo e ativo total é um dos indicadores mais utilizados tanto para medir os níveis de endividamento das empresas (Jensen *et al.*, 1992; Berger e Udell, 1995; Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2006; Boubakri e Ghouma, 2010), quanto para determinar a parte do património social que ficará ao dispor dos credores em caso de liquidação da empresa (Rajan e Zingales, 1995).

No entanto, Rajan e Zingales (1995) são da opinião de que o referido rácio pode não ser uma boa *proxy* para avaliar o nível de endividamento das empresas, porque não fornece boas indicações no que tange a saber se sobre nas empresas em análise existem ou não elevados riscos de insolvência num futuro próximo. Tanto mais que, para efeitos de cálculos do passivo, o mesmo rácio considera as contas a pagar que estão relacionadas com as atividades operacionais, designadamente salários, fornecedores, impostos e adiantamento de clientes, o que pode levar a sobreavaliação do nível de alavancagem das empresas. Como sublinham alguns autores essas dívidas, geralmente de curto prazo, não fazem parte das decisões financeiras de carácter estrutural (Augusto, 2003), pelo que o quociente entre os capitais alheios (curto, médio e longo prazo) e o ativo total seria a *proxy* adequada para medir o nível de endividamento das empresas.

Entretanto, os mesmos autores alertam para o facto desta *proxy* (i.e. quociente entre os capitais alheios e ativo) também apresentar *handicaps*, pois não é apta a incorporar a hipótese de uma possível compensação entre ativos e passivos específicos que não estejam relacionados com o endividamento. Além disso, as contas a receber e a pagar, relacionadas com a exploração, podem conjuntamente ser influenciadas pelo sector de atividade de cada empresa.

Em face disto, Rajan e Zingales (1995) sugerem o rácio dos capitais alheios e ativo líquido, onde o ativo líquido se refere ao ativo total menos as dívidas correntes. Acontece que, embora esse rácio não seja afetado pelas transações comerciais, pode ser influenciado por fatores que nada têm a ver com as políticas de financiamento, nomeadamente pelas responsabilidades oriundas de benefícios pós-emprego (e.g. planos de

pensões). Nestes termos os autores consideram que a melhor *proxy* para medir o nível de endividamento das empresas é, provavelmente, o rácio entre os capitais alheios e o capital afeto à exploração, sendo que o último é definido como o somatório dos créditos e capitais próprios.

Todavia, o quociente entre as dívidas e ativo continua a ser amplamente utilizado para avaliar o nível de endividamento das empresas (Jensen *et al.*, 1992; Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2006; Florackis, 2008; Boubakri e Ghouma, 2010), apesar das fragilidades apresentadas por Rajan e Zingales (1995) e de existirem, também, outras medidas, tais como capitais alheios/ (capitais alheios + valor de mercado das ações) (Anderson *et al.*, 2003b); capitais alheios/volume de vendas (Brick e Palia, 2007).

Tendo em conta os objectivos desta investigação, utilizou-se o quociente entre as dívidas e ativo para medir o nível de endividamento das empresas, tal como sugerem Jensen *et al.* (1992), Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2006), Florackis (2008) e Boubakri e Ghouma (2010).

4.4.1.5 Remuneração

Embora a literatura, indique o pacote remuneratório pode ser constituído por duas componentes: pecuniárias e não pecuniárias, tal como se observou no ponto 2.3.4, utilizou-se a remuneração média anual dos gestores para aferir o nível remuneratório dos gestores do topo, à semelhança dos estudos de Kato e Long (2006) e Ding *et al.* (2010).

Três razões principais estiveram na base da escolha dessa *proxy*: (i) já foi testada em estudos anteriores, nomeadamente nas empresas cotadas em bolsa; (ii) os pacotes remuneratórios dos gestores das PME's são geralmente menos diversificados quando comparados com os das grandes empresas cotadas; (iii) o elevado nível de opacidade informacional das empresas em análise, quanto ao nível e estrutura remuneratória de cada um dos seus gestores.

4.4.2 Variáveis dependentes

4.4.2.1 Custos de agência do capital

Ang *et al.* (2000), Fleming *et al.* (2005) e Florackis (2008) aferiram os custos de agência do capital através de dois rácios de eficiência alternativos: (i) o rácio dos gastos operacionais sobre as vendas e (ii) a rotação dos ativos¹. Estes autores defendem que a baixa rotação dos ativos e elevados gastos operacionais sobre as vendas refletem a existência de desperdícios elevados, regalias excessivas, más opções de investimentos e/ou aquisição de ativos improdutivos, tais como bens de luxo que não acrescentam qualquer valor à empresa.

Note-se, no entanto, que McKnight e Weir (2009) questionaram os indicadores utilizados por Ang *et al.* (2000), entre outros (Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005; Florackis, 2008), para aferir os custos de agência do capital. Segundo aqueles autores, a rotação dos ativos é um indicador falacioso porque pressupõe que a elevada rotação dos ativos é equivalente à elevada eficiência na afetação dos recursos e, portanto, a baixos custos de agência (Ang *et al.*, 2000; Fleming *et al.*, 2005)². McKnight e Weir (2009) discordam desses indicadores por três principais razões:

- ⌘ Consideram que o crescimento das vendas não é sinónimo de maximização da rentabilidade do capital investido, pois podem contar para o volume de vendas os produtos/serviços economicamente não rentáveis. Consequentemente, o aumento das vendas pode não contribuir para a criação de riqueza para os acionistas.
- ⌘ Acreditam que as vendas podem gerar *inflows* que, de seguida, podem ser expropriados pelos gestores ou acionistas controladores, em vez de serem reinvestidos em projetos atrativos ou distribuídos aos proprietários, em forma de remuneração dos capitais investidos.

¹De acordo com Ang *et al.* (2000), o rácio dos gastos operacionais sobre as vendas procura aferir o esforço dos gestores no que diz respeito à redução dos desperdícios e à monitorização das despesas discricionárias. Paralelamente, a rotação dos ativos procura aferir a eficácia com que os gestores afetam os ativos da empresa. Ao contrário do primeiro rácio, a rotação dos ativos está inversamente relacionada aos custos de agência, significando que as empresas com elevada rotação dos ativos apresentam menores custos de agência do capital e vice-versa

²Em contraste, baixa rotação dos ativos significa, necessariamente, ineficiência da gestão, ou seja, que a administração aposta em projetos de investimentos sub-ótimos apresenta comportamento oportunista e, por conseguinte, custos de agência elevados

- ⌘ Consideram, ainda, que a rotação dos ativos pode variar de setor para setor devido, pelo menos em parte, à especificidade de cada sector¹.

Deste modo, McKnight e Weir (2009) utilizaram (i) a rotação dos ativos ajustada ao nível da produtividade da indústria, (ii) a quantidade de aquisições efetuadas pelas empresas e (iii) a interação entre as oportunidades de crescimento e os *free cash flows* (Doukas *et al.*, 2000)² como *proxies* para medir dos custos de agência.

Contudo, os resultados obtidos por estes autores encontram-se em alinhamento com os dos seus antecessores, o que levou McKnight e Weir (2009) a reconhecer a utilidade dos indicadores desenvolvidos por Ang *et al.* (2000) para medir os custos de agência do capital, apesar das suas limitações.

Por esta razão, na presente investigação, utilizam-se apenas as *proxies* desenvolvida por Ang *et al.* (2000) para medir os custos de agência do capital:

- 1) Logaritmo natural da rotação dos ativos - Níveis elevados de rotação dos ativos indicam menores custos de agência do capital (Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005; Florackis, 2008).
- 2) Logaritmo natural dos gastos operacionais sobre as vendas - Níveis elevados de gastos operacionais sobre as vendas indicam elevados custos de agência do capital (Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005; Florackis, 2008).

4.4.2.2 Custos de agência da dívida

Os custos de agência da dívida têm sido aferidos através dos custos explícitos e implícitos de financiamentos suportados pelas empresas, sendo que os primeiros incluem as taxas de juro e os segundos incluem as condições sob as quais os créditos são concedidos (Steijvers e Voordeckers, 2009b). Tal como se referiu anteriormente, as instituições financeiras garantem os seus retornos olhando, basicamente, para o risco dos créditos

¹Por exemplo, a rotação dos ativos é tendencialmente elevada no comércio, ao passo que o mesmo indicador é relativamente baixo na indústria transformadora.

²De acordo com Doukas *et al.* (2000), os custos de agência também podem ser medidos através da interação entre as oportunidades de crescimento e os *free cash flows*. Estes autores defendem que as empresas que apresentam baixas perspectivas de crescimento e elevados *free cash flows*, devem ser consideradas ineficientes e, por conseguinte, empresas com graves problemas de agência.

e os respectivos prémios de risco. Se não possuem informações completas sobre os projetos a serem financiados e sobre os mutuários, não conseguem avaliar adequadamente os riscos envolvidos. Consequentemente, tomam atitudes defensivas, tendo em conta as características da empresa e o risco percecionado.

Essas atitudes defensivas refletem-se, sobretudo, na indisponibilidade destas instituições para concederem créditos a determinadas empresas (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Voordeckers e Steijvers, 2008), bem como no agravamento das condições segundo as quais os créditos são concedidos, nomeadamente o prazo de reembolso (maturidade da dívida), as contrapartidas (juros e custos similares) e as garantias exigidas (Guiso, 1998; Steijvers e Voordeckers, 2009b).

Por exemplo, Steijvers e Voordeckers (2009b) e Steijvers *et al.* (2010) com base nos dados recolhidos em 1993 pela *Federal Reserve Board of Governors* e *The U.S. Small Business Administration*, através da *National Survey of Small Business Finances* (NSSBF), concluíram que as PME familiares apresentam maiores probabilidades de prestarem garantias pessoais, o que agrava de certo modo os custos (esforço) de financiamento dessas empresas. De acordo com os autores, isto acontece porque as prestações de garantias pessoais constituem, na ótica dos credores, o melhor instrumento para lidar com os problemas de agência resultantes dos efeitos adversos do autocontrolo e do altruísmo familiar evidenciados por Schulze *et al.* (2001) e Lubatkin *et al.* (2005).

Nestes termos, Steijvers e Voordeckers (2009b) consideram a prestação de garantias como um dos indicadores para avaliar os custos de agência da dívida, porque entendem que, embora as prestações de garantias patrimoniais impliquem alguns custos para os credores (e.g. custos de avaliação, valorização, monitorização e custos judiciais em caso de insolvência), os seus efeitos são mais nefastos para os mutuários, visto que implicam, geralmente, elevados custos de oportunidade e psicológicos.

Nesta linha de evidências, e tendo por base os estudos de Doukas e Pantzalis (2003), Sogorb-Mira (2005), Jiménez *et al.* (2006) e Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2006), nesta investigação mede-se os custos de agência da dívida através das contrapartidas de financiamento e da maturidade da dívida, tendo em conta as garantias patrimoniais e o nível de endividamento das empresas.

⌘ Garantias patrimoniais

A prestação de garantias, juntamente com as taxas de juro e a maturidade da dívida, é muito comum nos contratos de créditos. Os investigadores que se debruçam sobre esta temática sugerem que as garantias patrimoniais indexadas aos créditos são um dos mecanismos de defesa contra os problemas de seleção adversa (Bester, 1985; Chan e Kanatas, 1985; Besanko e Thakor, 1987) e do risco moral (Boot *et al.*, 1991), mas que têm sempre em consideração outros fatores específicos, tais como, o valor e maturidade do crédito, a rendibilidade e a dimensão da empresa (Lin *et al.*, 2011), a natureza e a duração das relações bancárias (Harhoff e Körting, 1998; Angelini *et al.*, 1998), o nível de competitividade no mercado de crédito, tipo de credor, ciclo de vida do negócio (Jiménez *et al.*, 2006), os custos (benefícios) de monitorização dos mutuários (Manove e Padilla, 1999; Manove *et al.*, 2001) e as condições macroeconómicas (Beck e Demircuc-Kunt, 2006).

Berger e Udell (1995, 1998), por exemplo, encontram relações positivas entre a prestação de garantias e o risco da empresa¹. Lin *et al.* (2011) encontraram relações inversas entre a tangibilidade dos ativos da empresa e o preço do empréstimo. Na mesma linha Jiménez *et al.* (2006) encontram relações inversas entre as prestações de garantias e os riscos de financiamento.

Ang *et al.* (1995), por sua vez, procuram analisar se existe correlação entre a prestação de garantias empresariais e garantias pessoais. Os resultados obtidos revelam que as grandes empresas apresentam um elevado grau de separação do risco empresarial e pessoal, sendo, por isso, pouco usual nessas organizações assegurar os créditos com o património pessoal. Por outro lado, verificaram que a concessão de créditos às PME's depende significativamente das garantias pessoais existentes.

Estes resultados estão em alinhamento quer com o estudo de Steijvers e Voordeckers (2009b) que, ao analisar 443 linhas de créditos de PME's, indica que 51,9% e 64,5% dos créditos obtidos pelas PME's estão indexados às garantias empresariais e pessoais, respetivamente, quer com os estudos anteriores (Scott, 1977; Chatterjee e Scott, 1989) que revelam que as empresas com maior proporção de ativos tangíveis

¹Por isso, identificam-se na literatura dois tipos de créditos: a) créditos sem garantias patrimoniais e b) créditos assegurados com o património da empresa (garantia empresarial) e/ou assegurados com o património dos sócios ou entidades afins (garantias pessoais). Ang *et al.* (1995) e Avery *et al.* (1998) verificaram que a prestação de garantias pessoais é muito utilizada nas empresas de pequena dimensão.

(elevadas garantias patrimoniais) têm maior facilidade de acesso ao crédito devido à robustez que estes ativos apresentam para fazer face aos exigíveis numa eventual insolvência da empresa.

Em face do acima exposto, e à semelhança dos estudos de Sogorb-Mira (2005) e Zou e Adams (2008), utilizaram-se a estrutura do ativo (tangíveis sobre o ativo total), as oportunidades de crescimento (intangíveis sobre ativo total) e a liquidez financeira para aferir a qualidade da dívida. Uma vez que as empresas com ativos tangíveis valiosos e elevada liquidez financeira fornecem maiores garantias e segurança para os credores, esperam-se relações inversas entre essas variáveis e os custos de agência da dívida. Contrariamente, esperam-se relações diretas entre as oportunidades de crescimento e os indicadores dos custos de agência da dívida, dado que as empresas com maiores oportunidades de crescimento podem apresentar graves problemas de assimetrias de informação, associados à qualidade dos novos projetos (Myers e Majluf, 1984).

⌘ Maturidade da dívida

A maturidade da dívida consiste no tempo segundo a qual um determinado crédito deve ser pago, que pode ser num curto prazo ou num médio e longo prazo (Sogorb-Mira, 2005; Jiménez *et al.*, 2006; Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2006).

Não havendo uma única definição sobre os limites nos quais determinadas dívidas devem ser consideradas de curto prazo ou de médio e longo prazo, é consensualmente aceite que as primeiras são aquelas que serão pagas num período igual ou inferior a um ano civil. O mesmo já não acontece com os parâmetros que definem as dívidas de médio e longo prazo. Seguindo as convenções contabilísticas, alguns estudos consideram dívidas de longo prazo aquelas que serão pagas após um ano civil (e.g. Scherr e Hulburt (2001); Antoniou *et al.* (2006)), enquanto outros consideram dívidas de longo prazo as que serão pagas após três anos (Barclay e Smith, 1995) ou após cinco anos (Schiantarelli e Sembenelli, 1997).

Nesta contenda, Scherr e Hulburt (2001) utilizaram dois indicadores para medir a maturidade da dívida: a) o quociente entre a dívida exigível após um ano e a dívida total e b) a média ponderada dos prazos de liquidação das dívidas. Doukas e Pantzalis (2003), por sua vez, utilizaram o quociente entre as dívidas de curto (médio e longo) prazo e os capitais investidos (i.e. o valor de mercado das ações mais as dívidas). Enquanto

que, Sogorb-Mira (2005) e Antoniou *et al.* (2006) utilizaram o quociente entre as dívidas de curto (médio e longo) prazo e o ativo total para avaliar a maturidade da dívida.

De acordo com Doukas e Pantzalis (2003), a maturidade da dívida pode ser uma medida alternativa dos custos de agência da dívida porque incorpora os riscos de financiamento percebidos pelos credores. Esses autores observaram, por exemplo, que as empresas com maiores riscos de expropriação são geralmente financiadas com dívidas de curto prazo¹. Adicionalmente, Guiso (1998), ao analisar o racionamento dos créditos nas empresas de alta-tecnologia italianas, observou que, além dessas empresas apresentarem maior racionamento de créditos quando comparadas com as de baixa-tecnologia, devido à elevada incerteza sobre o sucesso dos investimentos realizados em pesquisas e desenvolvimento, as empresas que assumiram que tinham os seus créditos restringidos eram, em média, 2,8 vezes mais financiadas por créditos de curto prazo. Esses estudos são consistentes com o de Myers (1977) que sugere que os custos de agência, associados ao problema de subinvestimento, serão mitigados quando as empresas com elevadas oportunidades de crescimento utilizarem dívidas de curto prazo, que expiram antes da execução de cada projeto financiado, induzindo a renovação (e/ou renegociação) da dívida de acordo com reputação creditória de cada mutuário. Portanto, na ótica dos credores, os custos de monitorização poderão ser reduzidos quando as empresas forem periodicamente avaliadas, através da emissão de dívidas de curto prazo. Esta política de financiamento (conhecido na literatura como *non-price credit rationing* (Kjenstad e Zhang, 2012)) pode ser contraproducente para mutuários, pois pode gerar desequilíbrios financeiros que resultam do incumprimento da regra de ouro da gestão financeira. Esta regra determina que os capitais utilizados pelas empresas no financiamento dos seus ativos devem ter uma maturidade igual, ou superior, à vida económica destes (Martins, 2004).

¹Ao compararem empresas multinacionais e domésticas, Doukas e Pantzalis (2003), para além de observarem que o nível de endividamento total reduz à medida que aumenta o capital estrangeiro das empresas multinacionais, observaram que as multinacionais apresentam, em média, maior nível de dívidas de curto prazo (e menor nível de dívida de longo prazo) do que as empresas domésticas. Na perspectiva destes autores, a redução da maturidade da dívida é um mecanismo de controlo dos conflitos de interesses entre credores e acionistas/gestores que resultam não tanto pelo investimento estrangeiro, mas pela diversificação e dispersão geográfica das operações dessas empresas. Segundo os autores, a dispersão geográfica das multinacionais dificulta a recolha e o processamento de informação, o que torna sua monitorização mais dispendiosas do que as empresas domésticas. Mais, a elevada oportunidade de crescimento, muito comum naquelas empresas, pode exacerbar os problemas de agência da dívida (i.e. sobreinvestimento, diluição da dívida, substituição de ativos, etc). Embora apresentem maiores oportunidades de crescimento, as multinacionais comportam outros riscos, tais como os riscos políticos e cambiais dos países onde operam. Cientes desses riscos, os credores tendem a racionar os créditos e/ou exigir juros elevado.

Assim, e seguindo Doukas e Pantzalis (2003), utiliza-se o quociente entre as dívidas de curto (ou médio e longo) prazo e o capital afeto a exploração para medir os custos de agência da dívida.

⌘ Custos de financiamento

Enquanto as grandes empresas cotadas em bolsa procuram, entre outras alternativas, financiarem-se nos mercados de capitais, estudos recentes indicam que o autofinanciamento ou o recurso aos bancos comerciais são as principais fontes de financiamento das PME's (CE, 2011).

Como se referiu anteriormente, as instituições financeiras (designadamente os bancos) estão cada vez mais cautelosas no que diz respeito à opacidade informacional, aos conflitos de interesses e aos riscos de incumprimento e de insolvência das empresas, no sentido de aumentar a sua rentabilidade e defender os interesses dos seus acionistas. Como resultado, utilizam o *spread* para compensar tanto os riscos de financiamento, como os custos de oportunidade. Daí que o *spread* seja muito utilizado como *proxy* dos custos de agência da dívida (Berger e Udell, 1995; Anderson *et al.*, 2003b; Brick e Palia, 2007; Steijvers e Voordeckers, 2009b).

É de realçar que há estudos que operacionalizam o *spread* através da diferença entre a taxa de juro definida para uma determinada linha de crédito e a taxa de juro efetiva na data da aprovação do crédito (Berger e Udell, 1995; Brick e Palia, 2007; Steijvers e Voordeckers, 2009b). Na nossa opinião, esta *proxy* apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, está geralmente vinculada a determinadas linhas de crédito (que podem ou não ser bonificadas). Em segundo lugar, não incorpora as outras despesas financeiras inerentes à concessão de créditos, designadamente: despesas bancárias relacionadas com o acesso ao financiamento; honorários e outras taxas afins relacionadas com a gestão e (re)negociação da dívida.

Assim, nesta investigação, foram também adotadas as seguintes *proxies* para medir os custos de financiamento: a) o rácio entre os gastos de financiamento (i.e. juros e gastos similares) e capitais alheios (Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2006) e b) a cobertura dos encargos financeiro (Jiménez *et al.*, 2009), ou seja, o quociente entre os encargos financeiros e resultados antes de encargos financeiros e amortizações.

4.4.2.3 *Performance*

A preocupação com a melhoria do desempenho/eficiência e a sua avaliação existe desde os primórdios da humanidade. À medida que as sociedades foram evoluindo, as avaliações de desempenho foram passando de modelos primitivos e simplificados para modelos mais complexos e modernos. A intensificação do comércio internacional e a elevada competitividade entre as economias têm tornado, cada vez mais, imprescindível a avaliação do desempenho das organizações (e os respetivos riscos) quer pelos *insiders*, quer pelos *outsiders* (i.e. investidores externos, credores e Estados), sob pena das empresas estarem a destruir valor (invés de criar), não sendo capazes de cumprir com as suas obrigações perante terceiros e, conseqüentemente, deteriorar as condições socioeconómicas dos países.

Embora haja uma certa unanimidade entre gestores e académicos no sentido de que a avaliação dos indicadores financeiros e não financeiros é fundamental para uma gestão mais cuidada (consciente) e para motivar e satisfazer os *stakeholders*, continua, ainda, aceso o debate sobre o grau de importância a ser atribuído a cada um desses indicadores, bem como a fiabilidade das medidas utilizadas para avaliar a *performance* das empresas.

Note-se que até recentemente, várias entidades assumiram o lucro e outros indicadores financeiros como os únicos indicadores para avaliar a *performance*. No entanto, estes indicadores foram postos em causa com a insolvência de empresas, consideradas altamente rentáveis e estáveis financeiramente (Camara *et al.*, 2010). Uma das razões que pode estar na base destes incidentes consiste no facto dos indicadores utilizados para medir a *performance* das empresas, além de não serem unívocos, dependerem de vários fatores internos e externos à organização.

Há mais de vinte anos que a *performance* tem sido considerada uma variável de natureza multidimensional, cujas dimensões são biunívocas (Cameron, 1978; Chakravanthy, 1986; Lumpkin e Dess, 1996), nomeadamente as dimensões de carácter financeiro (e.g. rentabilidade dos capitais, crescimento das vendas, produtividade, valor acrescentado, endividamento) e as dimensões de carácter não financeiro (e.g. satisfação de clientes e colaboradores, entrada em novos mercados, qualidade dos produtos e serviços oferecidos, risco do negócio, entre outros). Deste modo, alguns autores defendem que a avaliação da *performance* empresarial deve ser relativamente abrangente, sob pena de

chegar a conclusões erradas ou enviesadas (Lumpkin e Dess, 1996).

É um facto que certas práticas ou decisões podem conduzir, simultaneamente, a resultados favoráveis, para uma determinada dimensão da *performance*, e a resultados desfavoráveis para outras dimensões (Lumpkin e Dess, 1996). Por exemplo, a decisão de afetar verbas avultadas, à investigação e desenvolvimento e/ou à inovação de produtos e serviços, pode facilitar a entrada da empresa em novos mercados e aumentar a quota de mercado no longo prazo. Todavia, essa decisão pode aumentar o esforço de investimento, os níveis de endividamento, os custos de exploração e, por força disso, reduzir a rentabilidade dos capitais investidos no curto e médio prazo. De igual modo, o desinvestimento ou a assunção de riscos extremamente elevados podem aumentar a rendibilidade dos capitais no curto prazo, mas comprometer a sustentabilidade da empresa no médio e longo prazo.

Perante este cenário, tem-se propugnado por sistemas de avaliação mais direccionados, de modo a informar e motivar as partes envolvidas. Como por exemplo, avaliações periódicas capazes de informar sobre (i) a rendibilidade e saúde financeira da empresa, (ii) as oportunidades de negócios pouco ou nada exploradas, (iii) as novas tendências ou bens substitutos que podem pôr em causa a continuidade do negócio e sobre (iv) os conflitos de interesses que podem fragilizar a empresa ou mesmo comprometer a sua sustentabilidade.

Dado os objetivos que se pretendem alcançar com o presente estudo e atendendo aos dados disponíveis, a performance das empresas será avaliada de acordo com os seguintes indicadores, cujas *proxies* são apresentadas na Tabela 4.4:

Crescimento	{	Crescimento das vendas;
		Crescimento dos resultados operacionais;
		Crescimento dos ativos fixos.
Rendibilidade	{	Rendibilidade operacional dos ativos;
		Rendibilidade operacional das vendas;
		Rendibilidade líquida das vendas;
		Rendibilidade do ativo;
		Rendibilidade do capital afeto à exploração.

4.4.3 Variáveis de controlo

Na sequência das considerações feitas nos pontos 3.2.1.1, 3.2.1.2, 3.2.2.1, 3.2.2.2 e da necessidade de caracterização da nossa amostra, por outro lado, foram incluídas as seguintes variáveis de controlo: (i) sector de atividade, (ii) distrito, (iii) idade da empresa, (iv) dimensão da empresa, (v) capital social, (vi) forma jurídica, (vii) estatuto, (viii) liquidez geral e imediata e (ix) oportunidades de crescimento.

Na Tabela 4.4 apresenta-se a síntese das variáveis utilizadas e a sua operacionalização.

Tabela 4.4: Operacionalização das variáveis em estudo

VARIÁVEIS	INDICADOR	MÉTRICA
Estrutura de propriedade	Dimensão da estrutura acionista	Nº de sócios/acionistas
	Estado	% detida pelo Estado
	Bancos	% detida pelos bancos
	Empresas	% detida pelas não financeiras empresas
	SGPS	% detida pelas SGPS
	Outras instituições financeiras	% detida pelas outras instituições financeiras (não bancárias)
	Envolvimento familiar na propriedade	% detida pela família
	Concentração da propriedade	% detida pelo maior acionista
Diversificação da estrutura acionista	Σ dos tipos de acionistas	
Estrutura administrativa	Dimensão do <i>board</i>	Nº de membros do Conselho de administração/gerência
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	Nº de sócios gestores
	Fiscalização	N.º de membros do órgão de fiscalização
	Envolvimento da família no <i>board</i>	% dos membros familiares no <i>board</i>
Dualidade de funções do CEO	Variável dicotómica	
Endividamento	Endividamento	CA/Ativos
Remuneração	Remuneração dos gestores	Remuneração média anual dos gestores
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos	$\ln(\text{vendas}/\text{ativo})$
	Custos operacionais sobre vendas	$\ln(\text{custos operacionais}/\text{vendas})$
Custos de agência da dívida	Garantias patrimoniais	Tangíveis/ativo líquido
	Maturidade da dívida	CACP/CA e CAMLP/CA
	Custos de financiamento	Juros e custos similares/CA encargos financeiros/EBITDA

(Continua na página seguinte)

Tabela 4.4: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADOR	MÉTRICA
Performance	Crescimento das vendas	Média $(V_n - V_{n-1}) / \text{abs}(V_{n-1})$
	Crescimento dos resultados operacionais	Média $(RO_n - RO_{n-1}) / \text{abs}(RO_{n-1})$
	Crescimento do ativo fixo	Média $(AF_n - AF_{n-1}) / \text{abs}(AF_{n-1})$
	Rendibilidade operacional dos ativos	Resultados operacionais/ativos
	Rendibilidade operacional das vendas	Resultados operacionais/vendas
	Rendibilidade líquida das vendas	Resultado líquido/vendas
	Rendibilidade dos ativos	Resultados líquidos + amortizações e provisões/ativo
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	Resultados operacionais/(CA+CP-AF)
Variáveis de controlo	Distrito	Variável nominal (distrito)
	Sector de atividade	Variável nominal (CAE)
	Idade da empresa	Nº de anos da empresa
	Dimensão da empresa	$\text{Ln}(\text{volume de vendas})$
	Capital social	Capital social
	Forma jurídica	Variável nominal (SA, SPQP, SPQU)
	Estatuto	Variável nominal (Excelência, líder, outras)
	Liquidez geral	Ativo circulante/CACP
	Liquidez imediata	Disponibilidade/CACP
	Oportunidade de crescimento	Intangíveis/ativo líquido
Risco	Score atribuído pela Einforma B&D	

Notas:

SGPS - Sociedade gestora de participações sociais.

CAMLPL - Capitais alheios de médio e longo prazo.

CACP - Capitais alheios de curto prazo.

CP - Capitais próprios.

V - Vendas.

RL - Resultados líquidos.

CAE - Código de atividade económica.

CA - Capitais alheios.

SA - Sociedade anónima.

SPQP - Sociedade por quotas pluripessoal.

SPQU - Sociedade por quotas unipessoal.

EBITDA - Meios libertos operacionais.

AF - Ativo financeiro.

4.5 Métodos de análise de dados

Em função dos objetivos da investigação e da natureza dos dados a analisar, foram escolhidas determinadas técnicas estatísticas consideradas adequadas.

Os métodos descritivos (medidas de tendência central) foram utilizados para a caracterização da amostra e a avaliação da correlação existente entre as variáveis (Marôco, 2011).

Utilizou-se, igualmente, o teste paramétrico (*t* de *student*) para avaliar as diferenças de médias existentes entre os tipos de sociedades (i.e. sociedades anónimas, sociedades por quotas pluripessoais e sociedades por quotas unipessoais). Segundo Marôco (2011), existem basicamente duas metodologias para fazer este tipo de teste. Por um lado, os testes paramétricos, que exigem que a variável dependente possua distribuição normal e que as variâncias populacionais sejam homogêneas, caso se esteja a comparar duas ou mais populações. Por outro lado, os testes não paramétricos que não exigem à partida o conhecimento da distribuição amostral.

Nesta investigação optou-se pela utilização dos testes paramétricos por duas grandes razões. Em primeiro lugar, porque o tamanho da amostra em análise permite que este teste seja utilizado¹. Em segundo lugar, porque, de um modo geral, a potência dos testes paramétricos é superior à dos não paramétricos (Marôco, 2011); ou seja, a probabilidade de rejeitar, corretamente, H_0 é maior num teste paramétrico do que num teste não paramétrico.

Para testar as hipóteses de investigação, identificar e explicar a influências que cada uma das variáveis independentes exerce sobre a variável dependente foi utilizada a análise dos modelos de regressões lineares múltiplas (MRLM) pelo método dos mínimos quadrados, tal como sugerem Peng e Jiang (2010) e Hayes (2013).

Segundo Pestana e Gageiro (2005), a utilização dos MRLM requer que as variáveis sejam de níveis intervalo ou rácio e que a relação entre elas seja linear e aditiva. No entanto estas restrições não são absolutas, visto que, por um lado, as variáveis independentes de nível qualitativo podem ser introduzidas no modelo através do uso de variáveis artificiais (*proxies*) e, por outro lado, as relações não lineares e não aditivas podem, também, ser usadas através da transformação das variáveis originais ou através da introdução do produto de variáveis (Pestana e Gageiro, 2005).

Teoricamente, o MRLM permite aferir os tipos de relações existentes entre as variáveis dependentes (*Y*) e independentes (*X*), quando não há violação dos seguintes

¹De acordo Pestana e Gageiro (2005), quando a dimensão da amostra é superior a 30 o *t* de *student* aproxima-se do normal.

pressupostos (Pestana e Gageiro, 2005; Marôco, 2011): (i) a normalidade dos resíduos, (ii) a variância constante¹ (homocedasticidade dos resíduos), (iii) a não autocorrelação dos erros e (iv) a não multicolinearidade entre as variáveis independentes.

De acordo com Pestana e Gageiro (2005), a hipótese da variável aletória ter média zero é sempre verificada, pois os resíduos estimados pelo método dos mínimos quadrados são centrados. Adicionalmente, estes autores defendem que o teste F é robusto a violações da normalidade do erro, por isso pode-se perfeitamente dispensar a utilização do teste de *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) para verificar a aderência à normalidade.

Tal como é sugerido por Pestana e Gageiro (2005), serão utilizados os testes de *Durbin-Watson* para aferir a covariância nula ou a não autocorrelação dos resíduos, assim como os testes de multicolinearidade para aferir se as variáveis explicativas são linearmente independentes.

Para prosseguir com os objetivos, definidos na presente investigação, foi utilizado o *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (IBM SPSS), versão 21.0, como suporte para as análises estatísticas desenvolvidas.

¹A variância constante equivale a supor que não existem observações incluídas na variável residual, para as quais se considera existir uma influência mais intensa na variável dependente (Pestana e Gageiro, 2005).

CAPÍTULO 5

ESTUDO EMPÍRICO

5.1 Introdução

Este capítulo tem como objetivo apresentar e discutir os resultados obtidos da análise empírica. Começa-se pela caracterização da amostra (no ponto 5.2). De seguida, faz-se a comparação entre os tipos de sociedades comerciais relativamente à propriedade, gestão e *performance* (ponto 5.3). Adicionalmente, procede-se à análise do envolvimento familiar nos custos de agência do capital e da dívida, assim como na *performance* das empresas (ponto 5.4) e, por fim, avalia-se em que medida os mecanismos de controlo interno são eficazes para reduzir os custos de agência e melhorar a *performance* das empresas (ponto 5.5).

5.2 Caracterização da amostra

Tal como foi referido na secção 4.2, utilizou-se uma base de dados obtida junto da empresa Einforma D&B com informações demográficas, económicas e financeiras de 3000

PMEs referentes ao período 2005–2011, inclusive. Dessa amostra foram excluídas 22 empresas, 2 das quais tinham menos de 10 colaboradores ou mais de 249 colaboradores e 20 pertenciam ao sector financeiro. Deste modo, a amostra final é composta de 2978 PMEs não financeiras.

Como se pode observar na Tabela 5.1, a amostra abrange todos os distritos de Portugal, incluindo as regiões autónomas da Madeira e dos Açores. Cerca de 62% das empresas da amostra encontram-se localizadas no Porto (21,7%), Lisboa (17,3%), Braga (12,4%) e Aveiro (10,7%).

Tabela 5.1: Distribuição por distrito

Distrito	n	%
Açores	98	3,3
Aveiro	320	10,7
Beja	25	0,8
Braga	370	12,4
Bragança	25	0,8
Castelo Branco	39	1,3
Coimbra	122	4,1
Évora	34	1,1
Faro	79	2,7
Guarda	46	1,5
Leiria	154	5,2
Lisboa	515	17,3
Madeira	43	1,4
Portalegre	21	0,7
Porto	647	21,7
Santarém	114	3,8
Setúbal	114	3,8
Viana do Castelo	56	1,9
Vila Real	37	1,2
Viseu	119	4,0
Total	2978	100,0

De acordo com a Tabela 5.2, 39% das empresas da amostra são sociedades anónimas, 45% sociedades por quotas pluripessoais e 16% sociedades por quotas unipessoais. Aproximadamente 74% dessas sociedades operam na indústria transformadora, comércio e construção civil (Tabela 5.3).

A maior parte das empresas que constitui a amostra é de pequena dimensão, visto que tem entre 10 e 49 colaboradores (76%). As médias empresas representam 24% da amostra. Cerca de 91% das empresas em análise têm menos de 100 colaboradores (Tabela 5.4). A idade média das empresas é de, aproximadamente, 20 anos (cf. Tabela C.1, em anexo), variando entre 6 e 145 anos. Cerca de 16% têm até 10 anos, 55% têm entre 11 e 19 anos e 28,7% têm mais de 20 anos (Tabela 5.5). Esses resultados revelam que a amostra é constituída maioritariamente por empresas maduras/estabelecidas (Ayyagari *et al.*, 2011), pois 86% delas têm mais de 10 anos.

O capital social das empresas em estudo varia entre 4.500 e 600.000.000 euros. 76,8% das empresas têm capital social entre 30.000 e 5.000.000 euros, apenas 10% foram constituídas com capital social inferior a 5.000 euros (Tabela 5.6). O volume de vendas médio anual (2005-2011) das empresas da amostra varia entre 13.334 e 454.455.594 euros. Cerca de 86% delas têm um volume de vendas médio anual inferior a 10.000.000 euros (Tabela 5.7).

Tabela 5.2: Forma jurídica das sociedades

Tipos de sociedades	n	%
Sociedades anónimas	1163	39
Sociedades por quotas pluripessoais	1330	45
Sociedades por quotas unipessoais	485	16
Total	2978	100

Tabela 5.3: Distribuição por sectores de atividades

Sector de atividade	n	%
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	106	3,6
Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas	12	0,4
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	114	3,8
Atividades de informação e de comunicação	74	2,5
Atividades de saúde humana e apoio social	31	1,0
Atividades imobiliárias	12	0,4
Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória	1	0,0
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	45	1,5
Alojamento, restauração e similares	145	4,9
Captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição	62	2,1
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	765	25,7
Construção civil	472	15,8
Educação	22	0,7
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	3	0,1
Indústrias extrativas	19	0,6
Indústrias transformadoras	954	32,0
Outras atividades de serviços	14	0,5
Transportes e armazenagem	127	4,3
Total	2978	100

Tabela 5.4: Número de colaboradores

N.º de colaboradores	n	%	% Acum.
10-49	2262	76	76
50-99	436	14,6	90,6
100-149	153	5,1	95,8
150-199	79	2,7	98,4
200-249	47	1,6	100
Total	2977	100	

Tabela 5.5: Idade das empresas

Idade	n	%	% Acum.
1-10	481	16,2	16,2
11-19	1640	55,1	71,3
20-29	232	7,8	79,1
30-39	212	7,1	86,2
40-49	205	6,9	93,1
50-59	85	2,9	95,9
>59	121	4,1	100,0
Total	2976	100,0	

Tabela 5.6: Capital social

Capital social	n	%
<5.000	301	10,1
5.000-10.000	103	3,5
10.001-20.000	68	2,3
20.001-30.000	129	4,3
30.001-50.000	289	9,7
50.001-100.000	356	12,0
100.001-200.000	416	14,0
200.001-300.000	250	8,4
300.001-500.000	257	8,6
500.001-1.000.000	299	10,0
1.000.001-5.000.000	421	14,1
>5.000.000	89	3,0
Total	2978	100,0

Tabela 5.7: Volume de vendas médio anual (2005-2011)

Volume de vendas	n	%	% Acum
<100.000	15	0,50	0,50
100.000-249.999	126	4,23	4,73
250.000-499.999	258	8,66	13,40
500.000-999.999	489	16,42	29,82
1.000.000-9.999.999	1674	56,21	86,03
10.000.000-19.999.999	252	8,46	94,49
20.000.000-29.999.999	75	2,52	97,01
30.000.000-39.999.999	42	1,41	98,42
40.000.000-49.999.999	17	0,57	98,99
>49.999.999	30	1,01	100,00
Total	2978	100,0	

Em termos de políticas de financiamento, a Tabela 5.8 revela que cerca de 78,3% (2005-2009) e 72% (2010-2011) das empresas têm autonomia financeira inferior a 50%, o que significa que, em regra, as PME's procuram tirar proveitos das vantagens proporcionadas pela alavancagem financeira. Acontece, no entanto, que a esmagadora maioria dessas empresas é financiada por créditos de curto prazo (Tabela 5.9), o que está em alinhamento com o estudo de Sogorb-Mira (2005). Este autor analisou a estrutura de capital de 6482 PME's não-financeiras espanholas durante o período de 1994-1998, tendo verificado que o nível de endividamento médio (capitais alheios/ativo) dessas empresas era de aproximadamente 61%, sendo que, as dívidas de curto prazo cobriam cerca de 52% do ativo, e as dívidas de médio e longo prazo cobriam apenas cerca de 9% do ativo.

Tabela 5.8: Autonomia financeira

Capitais próprios/ativo	2005-2009		2010-2011	
	n	%	n	%
<0	94	3,2	136	4,6
0-25	1053	35,4	832	27,9
26-49	1185	39,8	1175	39,5
50-75	559	18,8	682	22,9
>75	87	2,9	153	5,1
Total	2978	100,0	2978	100,0

Tabela 5.9: Maturidade da dívida

	2005-2009	2010-2011
Dívidas de curto prazo	78%	73%
Dívidas de médio e longo prazo	22%	27%
Total	100%	100%

Quanto à política remuneratória, os resultados apresentados na Tabela 5.10 revelam que a remuneração média anual do pessoal referente ao período de 2005-2009 foi de 550.025 euros e variou entre 0 e 33.553.256 euros/ano. Ao passo que no período 2010-2011 a remuneração média anual do pessoal foi de 591.787. De realçar

que, apesar da remuneração média anual do pessoal referente ao período 2010-2011 ter crescido, aproximadamente, 8% em relação ao período anterior, a sua magnitude alterou-se significativamente (i.e. variou entre 9.083 e 9.184.762 euros no biénio contra 0 e 33.553.256 no período de 2005-2009).

A remuneração média anual dos gestores foi 54.461 e 58.381 euros para os períodos de 2005-2009 e 2010-2011, respetivamente, o que representou, em termos médios, aproximadamente 13% e 12% da remuneração total de cada período (Tabela 5.10). Em adição, observa-se, na Tabela 5.11, que 61,5% e 58,4% das empresas apresentaram remuneração média anual da equipa de gestão até 40.000 euros, para os períodos de 2005-2009 e 2010-2011, respetivamente.

Tabela 5.10: Remuneração

Remuneração	2005-2009				2010-2011			
	Mínimo	Máximo	Média	%	Mínimo	Máximo	Média	%
Gestores	0,00	2.324.546	54.461	13,32	0,00	2.620.615	58.381	12,06
Pessoal	0,00	33.553.256	550.025	86,68	9.083	9.184.762	591.787	87,94
N	2977				2978			

Tabela 5.11: Distribuição da Remuneração média anual dos gestores

Remuneração	2005-2009			2010-2011		
	n	%	Acum.	n	%	Acum.
<20.000	1183	39,7	39,7	1130	37,9	37,9
20.000-40.000	648	21,8	61,5	608	20,4	58,4
40.001-60.000	358	12,0	73,5	364	12,2	70,6
60.001-80.000	211	7,1	80,6	236	7,9	78,5
80.001-100.000	141	4,7	85,3	154	5,2	83,7
100.001-500.000	424	14,2	99,6	471	15,8	99,5
500.001-1.000.000	11	,4	99,9	11	,4	99,9
>1.000.000	2	,1	100,0	4	,1	100,0
Total	2978	100,0		2978	100,0	

5.2.1 Estrutura de propriedade das PMEs

Os resultados obtidos indicam que, embora o número de sócios varie entre 1 e 33 (Tabela 5.12), as PMEs têm em média 2,49 sócios/acionistas cada (c.f. Tabela C.1, em anexo), sendo que 80,5% da amostra tem até 3 sócios (Tabela 5.12).

De acordo com a Tabela 5.13, grande parte das PMEs analisadas é detida por pessoas singulares (famílias e outros indivíduos) e, por conseguinte, verifica-se uma fraca intervenção do Estado, dos bancos e de outras instituições financeiras. Observa-se, por exemplo, na Tabela C.1 (anexo), que o Estado, os bancos e outras instituições financeiras detêm em média 0,547%, 0,113% e 0,413% do capital social das PMEs, respetivamente. Estes resultados estão em harmonia com o estudo de Sánchez-Ballesta e García-Meca (2011) realizado no contexto espanhol, no qual se nota que as participações médias detidas pelos bancos, outras instituições financeiras, Estado e empresas não financeiras rondavam, respetivamente, os 0,096%, 0,103%, 0,006% e 0,347%.

A fraca intervenção do Estado no capital das PMEs era expectável visto que em países com economias de mercado é comum o Estado reduzir o investimento direto na economia e preocupar-se, essencialmente, com a criação de condições políticas (e.g. estabilidade política, tribunais eficazes, políticas migratória favoráveis), económicas (e.g. benefícios fiscais, sistema bancário competitivo) e ambientais capazes de promover internamente as atividades empreendedoras, atraindo simultaneamente o investimento direto externo.

Já a fraca intervenção das instituições financeiras no capital das PMEs pode ser explicada por quatro razões que não são mutuamente exclusivas. Em primeiro lugar, pode ser um dos mecanismos de controlo interno (estratégia) utilizado pelos investidores individuais de modo a reduzir ou eliminar os custos de agência, resultantes da dispersão do capital (Fama e Jensen, 1983b; Ang *et al.*, 2000), típicos das grandes empresas. Em segundo lugar, pode dever-se à fraca apetência dos investidores individuais em perder o controlo da empresa e submeter-se ao controlo de outros investidores, mesmo que isto signifique um maior risco de perda de competitividade ou de insolvência da empresa (Martins *et al.*, 2009). Em terceiro lugar, pode dever-se ao facto das instituições financeiras percecionarem as PMEs como organizações férteis em conflitos de agência, que resultam da sobreposição dos interesses individuais aos interesses da empresa, assim como a elevada propensão para o entrincheiramento. Acresce que, a

ineficácia dos mecanismos de controlo externo (mercado laboral, mercados de capitais e proteção legal) e a iliquidez das ações ou quotas podem tornar o investimento nas PME's menos atrativo para as instituições financeiras. O último fator, que pode estar na base do fraco investimento direto das instituições financeiras nas PME's, é o corolário dos anteriores, e consiste no elevado risco específico dessas empresas. A não diversificação do negócio, do património e das competências dos gestores, muito comum nas PME's, pode aumentar significativamente os custos de oportunidade suportados pelos investidores e, conseqüentemente, desincentivar a aplicação dos fundos disponíveis.

Importa, no entanto, ressaltar que, nos períodos em análise, se observou uma elevada intervenção de sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) e empresas de cariz não-financeiro no capital das PME's (Tabela 5.13), designadamente nas sociedades anónimas. Análise efetuada durante a recolha de informação permitiu verificar que muitas dessas empresas se encontram em relação de grupo ou de domínio, com ou sem participações cruzadas.

As participações cruzadas ou piramidais são muito comuns nos países europeus (Faccio e Lang, 2002). É considerada uma das principais estratégias (*large shareholders oriented*) utilizadas para proteger o património dos acionistas e reduzir os custos de agência resultantes da separação entre a propriedade e a gestão (Cuervo, 2002). A avaliação dos efeitos das participações cruzadas ou piramidais sobre os custos de agência não faz parte dos objetivos desta investigação. No entanto, é de realçar que alguns estudos indicam que as empresas em relação de grupo ou de domínio são, muitas vezes, utilizadas pelos *insiders* para expropriar o património da empresa, e conseqüentemente, os acionistas minoritários e/ou externos, através da prática de *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000; Gao e Kling, 2008).

A informação apresentada confirma a aceção segundo a qual as PME's apresentam elevada concentração do capital num único investidor (Tabela 5.14). Nota-se, por exemplo, que grande parte dos acionistas maioritários detêm mais de 69% do capital societário. A média da concentração da propriedade é aproximadamente de 74% e 59%, nas sociedades anónimas e por quotas pluripessoais, respetivamente (cf. Tabelas 5.23 e 5.24).

Finalmente, os resultados obtidos confirmam a aceção segundo a qual a estrutura acionista das PME's é pouco diversificada, pois aproximadamente 82% das empresas são detidas por apenas um tipo de investidor (que pode ser, família/indivíduo, empresas,

SGPS, bancos, outras instituições ou Estado) e 98% têm até 2 tipos de investidores (Tabela 5.16). Esta realidade leva a que não sejam aproveitadas as experiências, as redes de relações, as sinergias e os recursos que os outros tipos de investidores podem carrear para a empresa, de modo a criar riqueza e dinamizar a economia. A concentração da propriedade num único tipo de investidor pode ser confortável ou benéfico para os proprietários ou gestores, mas pode também ser prejudicial para as empresas que operam em mercados cada vez mais competitivos e globalizados. As parcerias estabelecidas entre os vários tipos de investidores podem ser benéficas para as empresas, desde que, obviamente, sejam acautelados os inconvenientes típicos de qualquer relacionamento.

Tabela 5.12: Número de sócios

N.º de sócios	n	%
1	963	34,9
2	891	32,3
3	368	13,3
4	206	7,5
5	175	6,3
6	69	2,5
7	27	1,0
8	16	,6
9	11	,4
10	5	,2
11	5	,2
12	3	,1
13	2	,1
14	2	,1
16	5	,2
17	1	,0
18	1	,0
19	2	,1
21	1	,0
25	1	,0
26	1	,0
27	1	,0
33	1	,0
Total	2757	100

Tabela 5.13: Tipo de investidores *versus* forma jurídica

Tipo de investidores	Forma jurídica			Total
	SA	SPQP	SPQU	
Estado	19	1	3	23
Empresas	421	143	91	655
Bancos	5	0	1	6
SGPS	289	23	9	321
Instituições financeiras	19	27	0	46
Família	295	822	4	1121
Indivíduos	220	536	374	1130

Notas:

SA - Sociedades anónimas

SPQP - Sociedade por quotas Pluripessoal

SPQU - Sociedade por quotas unipessoal

Tabela 5.14: Concentração da Propriedade

Participação detida pelo maior acionista	n	%
<25	107	4,0
25-49	347	13,1
50-69	794	30,0
70-99	562	21,2
>99	835	31,6
Total	2645	100,0

Tabela 5.15: Participação detida pela família *versus* forma jurídica

Participação detida pela família	Forma jurídica			Total
	SA	SPQP	SPQU	
1-25	33	12	0	45
26-49	22	9	0	31
50-69	41	49	0	90
70-99	74	75	0	149
>99	120	676	3	799
Total	290	821	3	1114

Notas:

SA - Sociedades anónimas.

SPQP - Sociedade por quotas pluripessoais.

SPQU - Sociedade por quotas unipessoais.

Tabela 5.16: Diversificação da estrutura acionista

Tipos de acionistas	n	%
1	2004	82,2
2	391	16,0
3	40	1,6
4	2	,1
5	1	,0
Total	2438	100,0

5.2.2 Estrutura de gestão das PME's

De acordo com as Tabelas 5.17 e 5.18, a estrutura administrativa comum nas sociedades anónimas consiste num conselho de administração e fiscal único, não havendo geralmente uma separação entre as funções do presidente do conselho da administração e as funções do presidente da comissão executiva. Já a estrutura administrativa das sociedades por quotas é, geralmente, constituída por gerência singular (42,1%) ou múltipla (55,3%) (Tabela 5.19)¹.

Tabela 5.17: Administração e fiscalização das sociedades anónimas

Administração	n	%
Administrador e fiscal único	96	8,6
Conselho de administração e Fiscal único	947	85,2
Conselho de administração e conselho fiscal	59	5,3
Conselho de administração, conselho fiscal e ROC	10	,9
Total	1112	100,0

Tabela 5.18: Separação das funções do presidente do conselho de administração e do presidente da comissão executiva (CEO)

Separação de funções	n	%
Não	1154	99,6
Sim	5	,4
Total	1159	100,0

¹O CSC português permite nos arts.º 252º e 262º que as sociedades por quotas sejam administradas por gerência sem a institucionalização de um órgão fiscalizador interno (com as devidas exceções), ao passo que as sociedades anónimas devem ter um órgão fiscalizador (art.º 278.º, n.º 1), o que se pode confirmar através da Tabela A.5, em anexo.

Tabela 5.19: Administração e fiscalização das sociedades por quotas

Gerência	n	%
Gerência singular	757	42,1
Gerência singular e fiscal único (ROC)	11	,6
Gerência múltipla	995	55,3
Gerência múltipla e fiscal único (ROC)	35	1,9
Total	1798	100,0

5.2.3 Outras variáveis

A Tabela 5.20 indica que, embora a dimensão do *board* varie entre 1 e 21 elementos, as PMEs têm, em média, 3 membros no órgão de gestão. Apesar de haver algumas semelhanças com os conselhos de administração das grandes empresas (i.e. presidente do conselho de administração e vogais do conselho de administração), a informação disponível não permite identificar os membros executivos e não-executivos das PMEs.

Os dados analisados mostram também que, para além dos administradores-delegados, dos procuradores e dos representantes (previstos nos arts.º 408, n.º 2, 391, n.º 7 e 390, n.º 4 do CSC, respetivamente), é frequente encontrar sócios/acionistas sem funções executivas formal nos órgãos de administração das empresas¹. Observa-se, por exemplo, na Tabela A.1 em anexo, que cerca de 21% das sociedades em análise têm pelo menos 1 sócio a administrar ou gerir a empresa sem que esteja juridicamente indicado para tal. Adicionalmente, observa-se que aproximadamente 53% das PMEs têm dois ou mais gestores familiares (Tabela 5.22)

Esses resultados corroboram com Chrisman *et al.* (2012), que observaram que 83% das 1060 empresas, da amostra, indicaram que pelo menos um membro da família, além do sócio-gestor, estava envolvido no negócio, sendo que 36% dos casos envolvem duas ou mais gerações da família. Os autores observaram, igualmente, que as empresas têm, em média 1,72 gestores familiares, sendo que 57% delas têm dois ou mais gestores familiares.

O exercício de cargos de gestão por acionistas/sócios sem nomeação legal para

¹Sugerindo a existência de administradores/gerentes de direito e de facto, figuras que que, aliás, estão previstas no código da insolvência e da recuperação de empresas (CIRE). O qual considera administradores/gerentes de direito aqueles que se encontram legalmente nomeados como titulares de um cargo social ou designados no contrato social, figurando no registo comercial da sociedade. E a administração/gerentes de facto aqueles que praticam atos de gestão da sociedade com ou sem nomeação legal para o exercício do cargo.

o efeito, sendo uma prática relativamente frequente na amostra em análise, especialmente nas sociedades por quotas pluripessoais, não deve ser ignorada, na medida em que tal prática pode afetar significativamente os resultados e o destino das empresas, nomeadamente quando estes sócios/acionistas: a) carregam para a organização experiências e conhecimento sobre o setor de atividade e b) vigiam diretamente as atividades dos outros gestores de modo a reduzir os custos de agência.

Tabela 5.20: Dimensão do conselho de administração ou gerência

Membros do conselho de administração	n	%
1	491	16,6
2	942	31,8
3	679	22,9
4	490	16,6
5	202	6,8
6	89	3,0
7	36	1,2
8	15	,5
9	6	,2
10	4	,1
12	1	,0
13	2	,1
15	1	,0
16	1	,0
21	1	,0
Total	2960	100,0

A Tabela 5.21 indica que aproximadamente 78% das empresas da nossa amostra são geridas pelos seus proprietários¹. Uma análise mais pormenorizada permitiu, por exemplo, verificar que cerca de 89% e 42% dos líderes das sociedades por quotas e anónimas são proprietários da empresa, respetivamente². Apenas 7.2% dos líderes das PME's são mulheres (Tabela A.4, em anexo).

Esses resultados estão em conformidade com Martins *et al.* (2009) que defendem que as PME's são, em regra, fundadas por dois ou três indivíduos e que são seus gerentes/administradores. Sendo que, em alguns casos, os sócios não têm funções administrativas, mas acompanham com regularidade a evolução dos negócios, reservando para si as decisões mais relevantes, nomeadamente as relacionadas com investimento

¹Esta é uma análise muito otimista da realidade, porque algumas sociedades que se encontram em relação de simples participação, de participação recíproca ou de grupo (coligadas) podem ser geridas pelos sócios/acionistas que detêm participações indiretas.

²Também aqui esta é a visão mais otimista, quer porque 333 sociedades anónimas que compõem a amostra em estudo ou não declararam a totalidade dos acionistas, não permitindo aferir se alguns CEOs ou presidentes do conselho de administração detêm ou não participações nas sociedades que administram, quer porque, como já se referiu, a existência de empresas com participações cruzadas ou piramidais não permite aferir se determinados líderes detêm ou não participações na empresa.

e financiamento.

Tabela 5.21: Número de sócios gestores

Sócios gestores	n	%
0	553	21,6
1	535	20,9
2	830	32,4
3	351	13,7
4	171	6,7
5	73	2,8
6	25	1,0
7	14	,5
8	7	,3
10	1	,0
12	1	,0
16	1	,0
19	1	,0
Total	2563	100,0

Tabela 5.22: Envolvimento da família na gestão

Envolvimento da família na gestão	n	%
0	1398	47,2
2	765	25,9
3	423	14,3
4	226	7,6
5	85	2,9
6	36	1,2
7	20	,7
8	4	,1
12	2	,1
Total	2959	100,0

Terminada a apresentação da estrutura de propriedade e de gestão das PME's, vejamos então se existem diferenças significativas entre as sociedades anónimas, por quotas pluripessoais e por quotas unipessoais relativamente às variáveis em estudo.

Importa realçar que, embora a nossa amostra contenha os dados demográficos e económico-financeiros de 2005 a 2011, serão aferidos essencialmente os resultados estatísticos referentes ao biénio 2010-2011, sem prejuízo dos dados de 2005-2009 que serão objeto de análise sempre que se considerar oportuno¹. Esta opção deve-se não só ao facto dos dados de 2010 e 2011 serem os mais recentes, mas também porque uma análise conjunta das duas subamostras pode tornar o trabalho exaustivo e complexo,

¹Tendo em conta que a economia portuguesa (tal como aconteceu noutras economias europeias) foi severamente afetada pela crise económica e financeira que teve início em 2007, optou-se também por apresentar os resultados estatísticos de 2005-2009 no anexo B para que, em termos comparativos, se possa observar o grau de variabilidade dos indicadores em estudo.

obrigando à duplicação de quadros, com prejuízo para a organização, sistematização e clareza desta investigação.

5.3 Estudo comparativo entre os tipos de sociedades

A decisão de explorar economicamente um negócio implica tanto a escolha do tipo de sociedade, como a determinação da estrutura acionista, da estrutura de propriedade, da dimensão e composição dos órgãos sociais. A este propósito são levantadas várias questões: (i) quais as vantagens e desvantagens de explorar o negócio através de uma sociedade anónima, por quotas pluripessoal ou por quotas unipessoal?, (ii) em que medida o tipo de sociedade pode beneficiar/prejudicar os interesses da empresa e dos seus proprietários? e (iii) qual a estrutura de propriedade e gestão ótima que permite maximizar o crescimento e o desenvolvimento das empresas?

Obviamente que não existem respostas consensualmente aceites para estas questões, mas os resultados obtidos revelam que as estruturas de propriedade e gestão das sociedades anónimas e por quotas diferem significativamente nalguns aspetos.

5.3.1 Sociedades anónimas e sociedades por quotas

Como se pode observar na Tabela 5.23, as sociedades anónimas apresentam, em média, maior volume de capital social¹, número de sócios², participação social de outras instituições (designadamente o Estado, empresas de cariz não financeiro e SGPS), diversificação da estrutura acionista e elevada concentração da propriedade num único sócio. Em contraste, as sociedades por quotas apresentam maior envolvimento direto da família e outros indivíduos na propriedade da empresa.

No plano da estrutura administrativa também existem diferenças. Por exemplo, as sociedades anónimas apresentam, em termos médios, maior *Board*, fiscalização e maior envolvimento da família na gestão das empresas, enquanto que as sociedades

¹Que pode ser potenciado pelo facto de estar legalmente estatuído que o capital inicial de uma SA deve ser de pelo menos € 50.000, que será dividido por acções de igual valor nominal (art.º 276º do CSC).

²Também podem ser potenciados pelos requisitos impostos pelo CSC, designadamente o artigo 273.º que estipula que a sociedade anónima não pode ser constituída por um número de sócios inferior a cinco, salvo quando a lei o dispense.

por quotas apresentam maior sobreposição entre a propriedade e a gestão, e maior intervenção dos sócios sem funções administrativas formais.

Embora seja consensualmente aceite que nas PMES o capital social está geralmente concentrado nas mãos de um indivíduo ou família (Ang *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003; Martins *et al.*, 2009; Chrisman *et al.*, 2012), é deveras surpreendente que, em termos médios, haja maior concentração da propriedade nas sociedades anónimas¹, desde logo, porque a essência e as características legais das sociedades vão no sentido de se gerar riqueza a partir de várias fontes de financiamento, limitando, simultaneamente, as responsabilidades dos proprietários relativamente à sociedade e terceiros.

A elevada concentração da propriedade e o elevado envolvimento da família na gestão das empresas, evidenciados nas sociedades anónimas, levam-nos a intuir que, provavelmente, não existem diferenças significativas entre as sociedades anónimas e por quotas no diz respeito ao envolvimento da família na propriedade. Restando assim como principais diferenças a composição e dimensão da estrutura acionista.

Como se pode observar nas Tabelas 5.13 e 5.23, enquanto que nas sociedades por quotas privilegia-se o envolvimento direto da família na propriedade da empresa e, quanto maior é o agregado familiar (ou associados), maior é a dispersão do capital entre os seus membros; nas sociedades anónimas, o envolvimento da família no negócio é feito por via direta e indireta. Neste caso, a estrutura de propriedade tende a ser relativamente dispersa quando o envolvimento da família no negócio for direto (i.e. através das participações que cada membro familiar detém na sociedade) e tende a ser concentrada quando o mesmo for indireto (i.e. através das participações de outras sociedades). Esta aceção é suportada não só pelo facto de, aproximadamente, 59% das sociedades anónimas da amostra serem detidas por outras sociedades (Tabela 5.13), mas também pelo facto de apresentarem maior envolvimento da família na gestão do que as sociedades por quotas as quais, como se viu, apresentam, em termos médios, maior envolvimento da família na propriedade (Tabela 5.23).

Como se pode constatar nas Tabelas A.3 e 5.23, é relativamente frequente encontrar nos conselhos de administração das sociedades anónimas uma figura denominada por “representante”. A existência de desta figura, no *board* das empresas em

¹Nota-se, por exemplo, que nas sociedades anónimas a concentração da propriedade ronda os 73,9% contra os 69,7% nas sociedades por quotas.

análise, pode ser explicada pelo facto da maior parte das sociedades anónimas ser detida por outras empresas e, porque o CSC no seu art.º 390º, n.ºs 3 e 4 estipula que “os administradores podem não ser acionistas, mas devem ser pessoas singulares com capacidade jurídica plena” e “se uma pessoa coletiva for designada administrador, deve nomear uma pessoa singular para exercer o cargo em nome próprio; a pessoa coletiva responde solidariamente com a pessoa designada pelos atos desta”.

Paralelamente, verifica-se a permanência de sócios/acionistas sem funções executivas (pelo menos formais) na administração das sociedades, principalmente nas sociedades por quotas. À luz da teoria de agência pode-se intuir que esse fenómeno ocorre porque, tal como já foi referido na secção 5.2.3, os proprietários estão cada vez mais conscientes sobre os potenciais conflitos de agência do capital e, face as fragilidades dos mecanismos de controlo existentes (internos e externos), preferem acompanhar de perto o negócio de modo a reduzir os comportamentos oportunistas e a expropriação do património societário.

No entanto, é bom realçar que o contrário também pode acontecer. Não são raros os casos em que determinados sócios ou acionistas são nomeados administradores ou gestores para acomodar (alinhar) interesses entre os acionistas, principalmente quando a cultura da organização é vincada pelo altruísmo paternalista ou clientelismo (Schulze *et al.*, 2002; Dyer, 2006; Chrisman *et al.*, 2012).

Assim, os proprietários podem, por exemplo, convencionar informalmente que determinados sócios tenham assento no conselho de administração ou na gerência (mesmo que na prática estes não exerçam tais funções) de modo a usufruírem de alguns benefícios previstos para os gestores do topo (i.e. gestores/administradores de direito); podem, igualmente, permitir que determinados sócios participem diretamente na gestão da empresa sem que estejam formalmente indicados para tal (i.e. gestores/administradores de facto).

Tendo em conta o nível de endividamento e os indicadores dos custos de agência da dívida, os resultados apresentados na Tabela 5.23 revelam que as sociedades por quotas estão, em média, mais endividadas do que as sociedades anónimas. Apesar de ambos os tipos de sociedades serem maioritariamente financiados por dívidas de curto prazo, o racionamento do crédito (em termos de prazo) também é maior nas sociedades por quotas. Tal como foi sugerido por Doukas e Pantzalis (2003) e Steijvers e Voordeckers (2009a), esses resultados sugerem que as PME's padecem de elevados

custos de agência da dívida, que se repercutem geralmente nos termos e condições de financiamento (e.g. valor, maturidade, garantias e preços). Nota-se, por exemplo, que as sociedades que apresentam maiores níveis de dívidas de médio e longo prazo (sociedades anónimas) apresentam, em termos médios, tangibilidade efetiva dos ativos superior a 90% e elevados custos explícitos de financiamento (i.e. juros e custos similares).

Adicionalmente, os resultados revelam que, embora as sociedades anónimas apresentem menor nível de endividamento, menor risco de financiamento¹, maior remuneração dos gestores², maior longevidade (o dobro), e maiores oportunidades de crescimento, do que as sociedades por quotas, não existem diferenças significativas entre ambas, no que respeita ao controlo dos desperdícios ou despesas discricionárias (i.e. custos operacionais sobre vendas) e aos indicadores da *performance*. Ainda assim, as sociedades por quotas apresentam não só maior liquidez imediata, mas também maior rotação e rendibilidade dos ativos.

Tabela 5.23: Comparação entre SA e SPQ (2010-2011)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SA	SPQ	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	2.756.953	231.034	5,444	,000
	Nº de sócios/acionistas	2,870	2,29	6,870	,000
	Part. detida pelos Estado	1,369	,2227	4,026	,000
	Part. detidas pelos bancos	0,259	,0557	1,519	,129
	Part. detidas pelas empresas	33,798	10,259	16,666	,000
	Part. detidas pelas SGPS	30,497	1,542	26,252	,000
	Part. detidas por outras inst. financeiras	0,663	,315	1,623	,105
	Part. detida pela família	29,728	43,104	-6,622	,000
	Part. detidas por outros indivíduos	11,285	44,240	-17,751	,000
	Part. detida pelo maior acionista	73,912	69,759	3,838	,000
	Diversificação da estrutura acionista	1,368	1,133	11,893	,000
Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	5,758	2,420	50,204	,000
	Dimensão do <i>Board</i>	3,602	2,386	22,335	,000
	Sobreposição entre a gestão e a propriedade	1,272	2,050	-12,116	,000
	Fiscalização	1,08	,03	76,613	,000
	Representantes	11,881	,303	31,723	,000
	Sócios no <i>board</i>	0,695	16,629	-21,645	,000
	Envolvimento da família no board	41,810	35,273	4,261	,000
Endividamento	CA/A	0,637	0,660	-2,288	,022

(Continua na página seguinte)

¹A avaliação de risco efetuada pela Einforma B&D sugere que as sociedades por quotas apresentam, em média, maior risco de financiamento do que as sociedades anónimas.

²De realçar que a magnitude da remuneração dos gestores e do pessoal é maior nas sociedades anónimas, provavelmente porque estas apresentam também maior número de gestores e de colaboradores.

Tabela 5.23: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SA	SPQ	T	SIG.
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	93.008	36.192	15.716	,000
	Remuneração do pessoal	1.015.883	320.038	24.142	,000
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos	1,123	1,550	-8,861	,000
	Custos operacionais sobre vendas	0,952	16,098	-0,800	,424
Custos de agência da dívida	Tangíveis/ativo	0,272	0,267	0,575	,565
	Tangíveis/Ativo não corrente	0,926	0,981	-10,117	,000
	Dívidas de curto prazo (PC/CA)	0,699	0,742	4,835	,000
	Dívidas de médio longo prazo (PNC/CA)	0,301	0,258	-4,835	,000
	Juros e custos similares/capitais alheios	0,020	0,017	5,029	,000
	Juros e custos similares/EBITDA	-0,070	0,176	-1,145	,252
Performance	Crescimento das vendas	6,905	1,246	1,551	,121
	Crescimento dos res. operacionais	10,175	-48,60	0,915	,360
	Crescimento dos CP	46.183.306	2,747	1,249	,212
	Crescimento do ativo fixo	4.262.244	5,955	1,248	,212
	Rendibilidade bruta das vendas	56,947	37,564	0,792	,429
	Rendibilidade operacional das vendas	0,048	-15,09	0,800	,424
	Rendibilidade líquida das vendas	0,002	-15,37	0,799	,424
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	,040	,047	-1,623	,105
Outras variáveis	N.º de colaboradores	63,831	27,458	24,885	,000
	Idade da empresa	28,508	14,442	24,180	,000
	Liquidez geral	1,891	2,191	-1,448	,148
	Liquidez imediata	0,316	0,442	-3,054	,002
	Dimensão da empresa	15,530	14,126	31,870	,000
	Risco atribuído pela Einforma B&D	2,499	2,723	-7,045	,000
	Oportunidade de crescimento	,0284	,0046	7,769	,000

5.3.2 Sociedades por quotas pluripessoais e sociedades por quotas unipessoais

Na secção anterior observou-se que não existem diferenças significativas entre as sociedades anónimas e por quotas relativamente aos indicadores relacionados com os custos discricionários e *performance* empresarial, apesar de serem diferentes nos indicadores relacionados com a estrutura de propriedade, estrutura administrativa, endividamento, política remuneratória e dimensão da empresa. Será que acontece o mesmo entre as sociedades por quotas pluripessoais e unipessoais?

Os resultados apresentados na Tabela 5.24 mostram que, em média, o capital social é maior nas sociedades com elevada concentração da propriedade, ou seja nas SPQUs. Os dados revelam também que cerca de $\frac{1}{3}$ das SPQUs são detidas por outras instituições, o que significa que uma franja das sociedades que reinveste o seu capital prefer deter o controlo total da participada, por isso opta por constituir sociedades por quotas unipessoais (quando não investem em sociedades anónimas). Observa-se, por exemplo na Tabela 5.13, que aproximadamente 21% das SPQUs são detidas por outras sociedades, contra 13% das SPQPs ¹.

Tal como era expectável, as SPQUs apresentam estruturas de propriedade não diversificadas. Elas também diferem das SPQPs relativamente à dimensão do *board*, ao número de representantes, ao envolvimento familiar na gestão, à fiscalização interna, ao nível de endividamento, às políticas remuneratórias, à dimensão das empresas e às oportunidades de crescimento.

Porém, não diferem estatisticamente no que diz respeito aos indicadores dos custos de agência da dívida (nomeadamente a maturidade da dívida e os juros e custos similares sobre a dívida), custos de agência do capital (e.g. gastos discricionários dos gestores) e na maior parte dos indicadores da *performance*, contrariando, de certo modo, os estudos de Ang *et al.* (2000) e Singh e Davidson (2003) que defendem que os custos de agência do capital são inferiores nas sociedades com elevada concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão. Fez-se uma análise comparativa entre as SPQUs detidas por pessoas coletivas e pessoas singulares e os resultados encontrados revelam que não existem diferenças significativas entre os dois grupos de empresas no que diz respeito ao envolvimento da família na gestão da empresa, aos custos de agência do capital e à *performance* (Tabela 5.25).

Estes resultados permitem corroborar as evidências de Schulze *et al.* (2003a) e Lubatkin *et al.* (2005) que defendem que as empresas com elevada concentração da propriedade e sobreposição entre a propriedade e a gestão também podem ser afetadas pelos problemas de agência do capital resultantes do *self control* e *self management*, que podem reflectir-se nos custos de financiamento externo de cada empresa, ou seja

¹O que confirma, de certo modo, a aceção de Coutinho de Abreu e Costa (2003) que defendem que os grandes grupos empresariais, utilizam cada vez mais o instrumento societário unipessoal para gerir, através de sociedades filiais dominadas integralmente, uma parte determinada das actividades e do património, de modo que se solidifique uma política de controlo de manifestações individualizadas de vontade, muitas vezes, contrárias ao interesse compreendido no grupo onde as filiais são parte.

nos custos de agência da dívida (Doukas e Pantzalis, 2003). Constatou-se, também, que embora não haja diferenças significativas entre os dois grupos relativamente ao nível de endividamento, as SPQUs são, em regra, financiadas com créditos de curto prazo, os quais são particularmente maiores nas SPQUs detidas por pessoas coletivas (cf. Tabela 5.25). Provavelmente porque apresentam também maior propensão de expropriação do património da empresa através das práticas de *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000).

Tabela 5.24: Comparação entre SPQP e SPQU (2010-2011)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SPQP	SPQU	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	191.257	340.116	-3,619	,000
	Nº de sócios/acionistas	2,75	1,01	22,697	,000
	Part. detidas pelo Estado	,0754	,6263	-2,194	,028
	Part. detidas pelos bancos	0,000	,2092	-1,661	,097
	Part. detidas pelas empresas	7,075	19,038	-7,924	,000
	Part. detidas pelas SGPS	1,4193	1,8789	-,722	,470
	Part. detidas Out. Int. financeiras	,4300	0,000	1,869	,062
	Part. detida pela família	58,53	,42	26,709	,000
	Part. detidas por outros indivíduos	32,0583	77,672	-19,609	,000
	Part. detida pelo maior acionista	58,811	99,996	-42,432	,000
	Diversificação da estrutura acionista	1,181	1,002	9,495	,000
	Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	2,77	1,46	18,219
Dimensão do <i>Board</i>		2,75	1,38	19,740	,000
Sobreposição entre a gestão e propriedade		2,50	,80	25,686	,000
Fiscalização		,02	,06	-4,735	,000
Representantes		,00	,03	-3,770	,000
Sócios no board		,75	,02	13,016	,000
Envolvimento da família no <i>board</i>		46,32	4,98	21,010	,000
Endividamento	CA/A	,651	,687	-2,516	,012
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	40.882	23.332	7,924	,000
	Remuneração do pessoal	279.224,	431.962	-6,330	,000
Custos de agência do capital	Rotação dos ativos	1,498	1,692	-2,565	,010
	Custos operacionais sobre vendas	21,617	,963	,604	,546
Custos de agência da dívida	Tangíveis/ativo	,272	,253	1,714	,087
	Tangíveis/Ativo não corrente	,984	,972	2,746	,006
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	,739	,750	,977	,328
	Dívidas de médio longo prazo (CAML/CA)	,261	,250	-,977	,328
	Juros e custos similares/CA	,017	,018	-1,269	,204
	Juros e custos similares/EBITDA	,024	,592	-2,087	,037

(Continua na página seguinte)

Tabela 5.24: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SPQP	SPQU	T	Sig.
Performance	Crescimento das vendas	–,469	5,943	–2,361	,018
	Crescimento dos resultados operacionais	–56,436	–27,153	–,835	,404
	Crescimento dos CP	9,571	–15,968	1,769	,077
	Crescimento do ativo fixo	,985	19,567	–2,352	,019
	Rendibilidade bruta das vendas	27,115	66,218	–,883	,377
	Rendibilidade operacional das vendas	–20,617	,037	–,604	,546
	Rendibilidade líquida das vendas	–20,982	,010	–,603	,546
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	,047	,046	,150	,881
Outras variáveis	N.º de colaboradores	26,237	30,808	–3,393	,001
	Idade da empresa	14,776	13,528	2,342	,019
	Liquidez geral	2,232	2,077	,429	,668
	Liquidez imediata	,425	,490	–1,189	,234
	Dimensão da empresa	14,174	13,992	2,889	,004
	Risco atribuído pela Einforma B&D	2,759	2,623	3,088	,002
	Oportunidade de crescimento	,0037	,0073	–2,261	,024

Tabela 5.25: Comparação entre SPQUs detidas por pessoas coletivas e singulares (2010–2011)

VARIÁVEIS	INDICADORES	P. COLETIVA	P. SINGULAR	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	1.295,024	83,343	9,250	,000
	Part. detida pelo Estado	2,9126	0,000	3,352	,001
	Part. detida pelos bancos	,9709	0,000	1,913	,056
	Part. detida pelas empresas	88,2353	0,266	50,508	,000
	Part. detida pelas SGPS	8,7379	0,000	5,987	,000
	Part. detida por outros indivíduos	0,0000	98,836	–97,936	,000
Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	2,62	1,146	15,929	,000
	Dimensão do <i>Board</i>	2,3400	1,122	15,906	,000
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	,00	1,005	–45,121	,000
	Fiscalização	,25	,02	8,739	,000
	Representantes	,11	0,005	5,114	,000
	Envolvimento da família no <i>board</i>	4,0000	5,159	–,489	,625
Endividamento	CA/A	,6578	,6941	–1,305	,192
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	31,882	21,186	2,633	,009
	Remuneração do pessoal	1.226,260	218,944	14,095	,000
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos	1,876	1,641	1,112	,267
	Custos operacionais sobre vendas	,9374	,9700	–1,239	,216

(Continua na página seguinte)

Tabela 5.25: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	P. COLETIVA	P. SINGULAR	T	SIG.
Custos de agência da dívida	Tangíveis/ativo	,1929	,2700	-3,351	,001
	Tangíveis/Ativo não corrente	,919	,9861	-5,526	,000
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	,881	,7177	-6,283	,000
	Dívidas de médio longo prazo (CAMLPA/CA)	,119	,282	6,283	,000
	Juros e custos similares/CA	,0113	,020	-3,656	,000
	Juros e custos similares/EBITDA	,125	,725	-,662	,508
Performance	Crescimento das vendas	24,233	0,962	2,432	,015
	Crescimento dos resultados operacionais	33,429	-44,251	,989	,323
	Crescimento dos CP	-,9641	-20,375	,460	,646
	Crescimento do ativo fixo	5,378	23,445	-,579	,563
	Rendibilidade bruta das vendas	62,458	67,165	-1,466	,143
	Rendibilidade operacional das vendas	,063	,030	1,239	,216
	Rendibilidade líquida das vendas	,0174	,008	,604	,546
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	,053	,045	,673	,501
Outras variáveis	Nº de colaboradores	62,22	22,40	11,283	,000
	Idade da empresa	21,17	11,49	8,811	,000
	Liquidez geral	1,635	2,173	-2,236	,026
	Liquidez imediata	,2798	,5428	-1,991	,047
	Dimensão da empresa	15,5619	13,5784	14,944	,000
	Risco atribuído pela Einforma B&D	2,4951	2,6601	-1,666	,096
	Oportunidade de crescimento	,0167	,0048	2,395	,017

Finalmente, resta saber se existem ou não diferenças dignas de realce entre as sociedades com e sem estatuto de PME líder /excelência.

5.3.3 Sociedades com e sem estatuto de PME líder ou excelência

PME Líder é uma marca registada do Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI). O Estatuto PME Líder é atribuído anualmente pelo IAPMEI e pelo Turismo de Portugal, no caso das empresas do Turismo, no âmbito do Programa FINCRESCER, em parceria protocolada, com nove grupos bancários a operar em Portugal: Barclays, Banco BPI, Banco Espírito Santo, Banco Espírito Santo dos Açores, Caixa Geral de Depósitos, Crédito Agrícola, Millennium BCP, Montepio e Banco Santander Totta¹. PME Excelência também é uma marca registada do IAPMEI, que visa

¹<http://www.iapmei.pt/iapmei-mstplartigo-01.php?temaid=170&msid=6> (12/08/14).

sinalizar as pequenas e médias empresas com perfis de desempenho superiores. Trata-se de um estatuto de qualificação empresarial criado pelo IAPMEI. As PME Excelência são selecionadas pelo IAPMEI e pelo Turismo de Portugal, em parceria com os bancos anteriormente mencionados, com base no universo das PME Líder, cujos critérios de seleção estão estatuidos no próprio *site* do IAPMEI¹.

A nossa amostra contém 1499 empresas contempladas com o estatuto de PME líder e excelência até 2011. Da comparação entre empresas com e sem estatuto PMEs líder /excelência, constatou-se que as primeiras apresentam maior dimensão e diversificação da estrutura acionista, maior envolvimento da família no negócio, maior fiscalização interna, maior dimensão do *board*, maior sobreposição entre a propriedade e a gestão, maior remuneração dos gestores, menor capital social, menor participação de outras sociedades e menor concentração da propriedade (Tabela 5.26).

Os resultados revelam também que apesar de as PMEs líder/excelência serem mais antigas, de maior dimensão e apresentarem menor nível de endividamento e custos de financiamento, elas não diferem, significativamente, das demais empresas no que diz respeito aos indicadores dos custos de agência do capital, maturidade da dívida e a *performance* (exceto quanto à rendibilidade dos ativos). Os dados sugerem ainda que para o mesmo tipo de endividamento as PMEs líder /excelência pagam, em média, menos juros e custos similares do que as demais empresas. Mas, é importante notar que essas empresas apresentam, também, menor nível de endividamento e maior tangibilidade dos ativos (i.e. garantias empresariais que podem ser acionadas em caso de incumprimento da dívida).

Tabela 5.26: Comparação entre empresas com e sem estatuto de PME líder ou excelência(2010-2011)

VARIÁVEIS	INDICADORES	PME LÍDER/EXCEL.	OUTRAS	T	Sig.
	Capital social	653.773,39	1.788.815,30	2,497	,013
	Nº de sócios/acionistas	2,89	2,10	-9,890	,000
	Part. detida pelo Estado	0,0000	1,0531	4,103	,000
	Part. detida pelos bancos	,1651	,0648	-,832	,406
	Part. detida pelas empresas	10,5439	24,363	10,190	,000
Estrutura de propriedade	Part. detida pelas SGPS	8,867	11,373	2,205	,028
	Part. detida Out. Int. financeiras	,3820	,4412	,307	,759
	Part. detida pela família	52,05	26,94	-14,049	,000
	Part. detida por outros indivíduos	30,715	38,028	4,082	,000

(Continua na página seguinte)

¹<http://www.iapmei.pt/iapmei-mstplartigo-01.php?temaid=156&msid=6> (12/08/14).

Tabela 5.26: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	PME LÍDER/EXCEL	OUTRAS	T	SIG.
	Part. detida pelo maior acionista	63,406	78,325	15,392	,000
	Diversificação da estrutura acionista	1,2374	1,1605	2436	,000
Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	3,95	3,50	-5,101	,000
	Dimensão do <i>Board</i>	3,0369	2,6848	-6,165	,000
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	2,29	1,36	-16,034	,000
	Fiscalização	,47	,41	-2,415	,016
	Representantes	,20	,18	-1,246	,213
	Sócios no board	,42	,28	-4,341	,000
	Envolvimento da família no board	48,830	26,684	-15,320	,000
Endividamento	CA/A	0,568	0,736	17,528	,000
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	71.262	45.326	-7,125	,000
	Remuneração do pessoal	548.373	635.788	2,846	,004
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos	1,356	1,410	1,150	,250
	Custos operacionais sobre vendas	0,940	19,564	1,009	,313
Custos de agência da dívida	Tangíveis/ativo	0,273	0,265	-1,057	,291
	Tangíveis/Ativo não corrente	0,974	0,945	-5,229	,000
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	0,730	0,720	1,180	,238
	Dívidas de médio longo prazo (CAMLP/CA)	0,270	0,280	-1,180	,238
	Juros e custos similares/CA	0,017	0,019	3,431	,001
	Juros e custos similares/EBITDA	0,089	0,071	-0,086	,932
Performance	Crescimento das vendas	2,218	4,709	,699	,484
	Crescimento dos resultados operacionais	-32,302	-18,893	,214	,831
	Crescimento dos CP	11,477	3.6315.870	1,007	,314
	Crescimento do ativo fixo	6,287	3.367.377	1,011	,312
	Rendibilidade bruta das vendas	53,200	36,958	-680	,497
	Rendibilidade operacional das vendas	0,060	-18,564	-1,009	,313
	Rendibilidade líquida das vendas	0,037	-18,913	-1,010	,313
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	0,064	0,023	-10,379	,000
Outras variáveis	N.º de colaboradores	42,960	40,350	-1,666	,096
	Idade da empresa	22,700	17,120	-9,118	,000
	Liquidez geral	2,073	2,074	,008	,993
	Liquidez imediata	0,412	0,374	-945	,345
	Dimensão	14,949	14,394	-11,385	,000
	Risco atribuído pela Einforma B&D	2,450	2,824	12,284	,000
	Oportunidade de crescimento	,0064	,0216	5,047	,000
N		1.499	1.479		

Uma vez que o envolvimento da família na propriedade e gestão é muito comum nas PMEs (Chrisman *et al.*, 2012), no ponto que se segue procura-se analisar em que

medida este envolvimento familiar afeta os custos de agência do capital e dívida, bem como a *performance* dessas empresas.

5.4 Envolvimento familiar, os custos de agência e a *performance* das empresas

Teoricamente, o envolvimento da família na propriedade, na gestão, na governação, bem como a intenção dos proprietários em passar a empresa para as gerações futuras são os principais atributos que (conjugados ou não) definem as empresas familiares (Chua *et al.*, 1999). Em termos práticos, o envolvimento familiar na empresa manifesta-se de várias formas (Guerreiro, 1996; Chua *et al.*, 1999). Guerreiro (1996), por exemplo, estudou as PME portuguesas e identificou seis tipos de empresas familiares: clã, linhagem, nuclear, conjugal, fratria e individual. E como a autora bem sublinhou, o *clustering* dessas empresas variou consoante (i) a rede de parentesco envolvida na relação empresarial, (ii) a participação familiar na estrutura acionista, (iii) a participação da família na gestão e governação da empresa, (iv) a magnitude da presença parental na organização, (v) os antecedentes empresariais da família e, por último, (vi) a forma como a família equaciona os objetivos, estratégias e estrutura, e, ainda, a maneira como estes são formulados, desenvolvidos e implementados.

Contudo, convém realçar que na presente investigação utiliza-se apenas o envolvimento da família na propriedade e na gestão para aferir o impacto do envolvimento familiar sobre os custos de agência e *performance* das empresas, tal como Zahra *et al.* (2007a) e Mazzola *et al.* (2012).

5.4.1 Envolvimento familiar e os custos de agência do capital

O tratamento de dados longitudinais requer, geralmente, o teste de *Durbin-Watson* para aferir um dos pressupostos do método dos mínimos quadrados, que é a independência dos resíduos. Este pressuposto foi cumprido, uma vez que os valores encontrados estão próximos de 2 (Marôco, 2011). Adicionalmente, observa-se que os modelos de regressão múltipla analisados não apresentam problemas de multicolinearidade porque os valores da *Variance Inflation Factor* (VIF) obtidos são inferiores a 5, encontrando-se dentro

dos parâmetros segundo os quais não existem multicolinearidade entre as variáveis explicativas (Pestana e Gageiro, 2000)¹. Seguindo Aiken e West (1991), foram centradas as variáveis utilizadas para testar os feitos não lineares e interativos, apresentados no capítulo 3, de modo a eliminar as potenciais multicolinearidades entre essas variáveis.

Deste modo, os resultados apresentados nas Tabelas B.5 e 5.27 revelam que o envolvimento da família na empresa pode, de facto, exacerbar, ou não, os problemas de agência do capital nas PME's, estando em harmonia com Schulze et al. (2001), entre outros autores (Lubatkin *et al.*, 2005; Chu, 2009; Zinga *et al.*, 2013a), que sugerem relações não-lineares² entre o envolvimento da família no negócio e os custos de agência.

Por exemplo, os dados da Tabela 5.27 indicam, por um lado, que a relação entre o envolvimento da família na propriedade e a rotação dos ativos é não-linear, predominantemente positiva, sem qualquer efeito significativo sobre os custos discricionários. O que significa que o aumento da participação detida pela família até 40,7%,³ aumenta a rotação dos ativos ($\beta = ,280$; $p=,000$), qualquer acréscimo do envolvimento da família na propriedade acima desse valor não altera ou reduz ligeiramente a rotação dos ativos ($\beta = -,092$; $p=,018$). No entanto, a participação detida pela família não tem efeitos significativos sobre os custos discricionários dos gestores. Em face disso rejeita-se a hipótese H_1a , segundo a qual existe uma relação côncava (em forma de U) entre o envolvimento da família na propriedade e os custos de agência do capital.

Por outro lado, os resultados indicam que a relação entre o envolvimento da família na gestão e a rotação do ativo é não-linear, predominantemente negativa, mas sem qualquer efeito significativo sobre os custos discricionário. Isto é, a rotação dos ativos decresce ($\beta = -,194$; $p=,000$) quando a família ocupa até 39,23% do *board* e mantém ou aumenta ligeiramente ($\beta = ,069$; $p=,000$) quando o *board* é maioritariamente ocupado por membros familiares. Todavia, o envolvimento da família na gestão também não exerce qualquer efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores. Assim sendo rejeita-se a hipótese H_1b .

¹De acordo com estes autores o valor VIF, habitualmente considerado como limite acima do qual existe multicolinearidade, é 10.

²As relações não-lineares são muito comuns nos domínios económicos, políticos e ambientais e têm sido testadas empiricamente por vários autores. As famosas curvas de *Laffer* e de *Kuznets*, por exemplo, permitiram verificar que as relações entre duas variáveis podem ser positivas para uma determinada para um determinado valor e negativas para noutro, na mesma população.

³De acordo com Aiken e West (1991), $X_{MIN/MAX} = \frac{-\beta_1}{2*\beta_2}$.

Esses resultados estão em alinhamento com os estudos de Minichilli *et al.* (2010), Mazzola *et al.* (2012) e Zinga *et al.* (2013a) que defendem que o envolvimento da família no negócio tanto pode ser benéfico como prejudicial para a empresa, devido aos efeitos de alinhamento e entrincheiramento (De Miguel *et al.*, 2004). Tal como foi sublinhado no capítulo 3, o envolvimento da família na propriedade e na gestão pode exacerbar os custos de agência, principalmente quando existe (i) divergência de interesses e orientações entre os membros familiares, (ii) altruísmo assimétrico no seio familiar (discriminação de género, idade, gerações, entre outros) e (iii) prevalência dos interesses familiares ou não-económicos em detrimento dos interesses das empresas.

Paralelamente, o mesmo envolvimento da família no negócio pode, também, reduzir os tradicionais custos de agência, evidenciados nas grandes empresas cotadas, principalmente quando o empenho de cada membro familiar na organização é valorizado e encorajado. O alinhamento de interesse, derivado da unificação da propriedade e gestão, os laços familiares e a proximidade entre os membros, aumenta a crença de pertença (i.e. *psychological ownership*), cujo principal efeito consiste na forte sensação de identificação e comprometimento com os valores da empresa, que favorecem a cultura organizacional coletivista. A cultura coletivista gera, por seu turno, vantagens para a empresa tais como menores assimetrias de informação, maior participação no processo estratégico, redução dos custos administrativos e rapidez no processos de tomada de decisão (Eddleston e Kellermanns, 2007). Simultaneamente, encoraja os membros familiares a sobreporem os objetivos da empresa aos próprios interesses e objetivos (Zahra, 2003), visto que consideram a empresa como extensão da família.

Em face disso, analisou-se também os efeitos interativos entre o envolvimento da família na propriedade e na gestão. Os mesmos resultados apresentados na Tabela 5.27 indicam que a interação entre a propriedade e a gestão familiar melhora apenas a rotação dos ativos ($\beta = ,060$; $p = ,018$), mas não tem efeitos significativos sobre os custos discricionários ($\beta = ,080$; $p = ,936$). Corroborando com Singh e Davidson (2003) que observaram que os *insiders* aumentam a rotação dos ativos, mas não têm efeitos significativos sobre os custos discricionários. Nestes termos, a hipótese H_{1c} é parcialmente corroborada.

Esses resultados sugerem que os gestores familiares, apesar de dominarem o sistema de produção (área operacional), não têm competências de gestão que lhes permitam criar riqueza eficiente e sustentável. De acordo com Guerreiro (1997), tal

acontece porque as disposições empresariais e as competências de gestão parecem estar dissociadas, o que significa que quem é capaz de criar empresas são as famílias que, na sua maioria, não as sabem gerir e quem as sabe gerir são os técnicos que dificilmente conseguem aceder à direção da empresa (Guerreiro, 1997). Ao contrário do que acontece nalguns mercados munificentes (Carvalho, 2008), tem sido cada vez mais difícil levar a bom porto um negócio sem a existência de uma componente estratégica permanente, que constitua um potencial de reforma de objetivos, posicionamentos e procedimentos em função das mudanças que ocorrem no meio envolvente (Guerreiro, 1997).

Os resultados apresentados nas Tabelas 5.27 e B.5 indicam, ainda, que os custos de agência do capital reduzem, à medida que aumenta a dimensão das empresas, provavelmente porque a probabilidade destas integrarem profissionais não-familiares no *board* e adotarem economias de escala é, também, maior. No entanto, quanto mais antigas as empresas se tornam, maiores são os problemas de agência do capital, o que pode ser explicado pela divergência de interesses e perspectivas de negócios das diferentes gerações familiares que trabalham, ou não, nestas empresas (Sharma *et al.*, 1997; Chrisman *et al.*, 2012).

Tabela 5.27: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2010-2011)

Variáveis	Ln(Rotação dos ativos)			Ln(Custos operacionais sobre vendas)		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		-10,354	,000		6,762	,000
N.º sócios	-,176	-8,457	,000	-,003	-,150	,881
EFP	,280	5,768	,000	-,054	-1,100	,271
EFP ²	-,092	-2,366	,018	,031	,802	,423
EFG	-,194	-5,018	,000	,053	1,358	,174
EFG ²	,069	2,173	,030	-,053	-1,652	,099
EFP*EFG	,060	2,358	,018	,002	,080	,936
Endividamento (CA/A)	-,003	-,166	,868	,233	12,022	,000
Dimensão [Ln(Vendas)]	,281	13,676	,000	-,239	-11,538	,000
Setor	,037	1,966	,049	,016	,824	,410
Idade	-,205	-9,876	,000	,138	6,581	,000
R ²	,114			,107		
R ⁴	,111			,103		
F	32,567			29,975		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	1,963			2,012		

^a Valores estandardizados.

EFP - Envolvimento da família na propriedade.

EFG - Envolvimento da família na gestão.

CA - Capitais alheios.

A - Ativos.

Tal como se referiu na secção 4.4.2.1, as *proxies*, utilizadas para aferir os custos de agência do capital das empresas, apresentam algumas limitações que não devem ser descuradas (McKnight e Weir, 2009), sobretudo em relação à rotação dos ativos. De acordo com estes autores, a rotação dos ativos pode variar de setor para setor devido, pelo menos em parte, à especificidade de cada um.

Para atenuar os potenciais enviesamentos provocados pelo efeito do setor de atividade, ajustou-se o referido indicador, não à mediana do setor, tal como sugerem McKnight e Weir (2009), mas à média dos respectivos setores. Assim, na Tabela 5.28 apresentam-se os indicadores dos custos de agência do capital (não logaritimizadas) propostos por Ang *et al.* (2000) e na Tabela 5.29 são apresentados os indicadores dos custos de agência do capital sugeridos por McKnight e Weir (2009).

Como se pode observar, nas referidas Tabelas, as tendências dos coeficientes em análise não se alteram, embora nalguns casos, os níveis de significância não são captadas. Observa-se, por exemplo, que enquanto as estimativas mencionadas anteriormente (Tabela 5.27) sugerem relações não-lineares entre o envolvimento da família na propriedade e gestão e a rotação dos ativos, assim como relações positivas entre

a interação da propriedade e da gestão familiar e o mesmo indicador, os resultados apresentados nas Tabelas 5.28 e 5.29 sugerem que o envolvimento da família na propriedade afeta positivamente a rotação dos ativos e o envolvimento da família na gestão afeta negativamente o mesmo indicador, sendo que a interação entre a participação e gestão familiar tem efeitos marginais ou insignificativos sobre a rotação dos ativos.

Diante destes cenários, e à semelhança de Fleming *et al.* (2005) que estudaram os problemas de agência nas PMEs australianas, optou-se por validar os modelos apresentados na Tabela 5.27, quer porque são suportados pelas correntes teóricas que defendem a não-linearidade entre o envolvimento da família no negócio e a eficiência das organizações, por virtude da coexistência dos efeitos de alinhamento e entrenchamento (Walsh e Seward, 1990; De Miguel *et al.*, 2004; Mazzola *et al.*, 2012), quer porque estes modelos são relativamente melhores do que os apresentados nas Tabelas 5.28 e 5.29, na medida em que apresentam R^2 superiores.

Tabela 5.28: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2010-2011) – Ang *et al.* (2000)

Variáveis	Rotação dos ativos			Custos operacionais sobre vendas		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		-5,883	,000		7,680	,000
N.º sócios	-,085	-4,014	,000	,038	1,773	,076
EFP	,126	2,547	,011	-,061	-1,216	,224
EFP ²	-,016	-,398	,691	,038	,927	,354
EFG	-,142	-3,594	,000	,058	1,448	,148
EFG ²	,051	1,565	,118	-,049	-1,481	,139
EFP*EFG	,045	1,726	,084	-,009	-,336	,737
Endividamento (CA/A)	,072	3,657	,000	,062	3,125	,002
Dimensão [Ln(Vendas)]	,250	11,920	,000	-,208	-9,772	,000
sector	-,040	-2,051	,040	,012	,612	,540
Idade	-,147	-6,913	,000	,065	3,000	,003
R ²	,077			,043		
R ^A	,074			,040		
F	21,071			11,430		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	1,990			2,012		
N	2530			2530		

^a Valores estandarizados.

EFP - Envolvimento da família na propriedade.

EFG - Envolvimento da família na gestão.

CA - Capitais alheios.

A - Ativos.

Tabela 5.29: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2010-2011) – McKnight e Weir (2009)

Variáveis	Rotação dos ativos ajusta à média do setor			Custos operacionais sobre vendas ajustados à média do setor		
	β (°)	Val.t	Sig	β (°)	Val.t	Sig
Constante		-7,794	,000		8,010	,000
N.º sócios	-,056	-2,596	,009	,039	1,780	,075
EFP	,097	1,944	,052	-,061	-1,206	,228
EFP ²	-,013	-,321	,748	,037	,927	,354
EFG	-,146	-3,660	,000	,059	1,477	,140
EFG ²	,059	1,783	,075	-,049	-1,493	,135
EFP*EFG	,035	1,312	,190	-,009	-,326	,745
Endividamento (CA/A)	,078	3,931	,000	,063	3,167	,002
Dimensão [Ln(Vendas)]	,179	8,464	,000	-,209	-9,780	,000
Idade	-,154	-7,224	,000	,066	3,063	,002
R ²	,057			,043		
R ^A	,054			,040		
F	16,953			12,669		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	2,005			2,012		
N	2529			2529		

^a Valores estandardizados.

EFP - Envolvimento da família na propriedade.

EFG - Envolvimento da família na gestão.

CA - Capitais alheios.

A - Ativos.

5.4.2 Envolvimento familiar e os custos de agência da dívida

Os resultados apresentados nas Tabelas 5.30 e B.6 (anexo) sugerem que, em termos gerais, o envolvimento da família no negócio aumenta o risco de financiamento percebido pelos credores que, conseqüentemente, se traduz num aumento do racionamento do crédito externo. Observa-se, por exemplo, na Tabela 5.30, que embora o envolvimento da família na propriedade reduza marginalmente o racionamento do crédito ($\beta = -,049$; $p = ,067$, dívidas de curto prazo), por virtude do alinhamento de interesses entre proprietários e credores, tal como é sugerido por James (1999), a interação entre o envolvimento familiar na propriedade e na gestão aumenta o racionamento do crédito ($\beta = ,045$; $p = ,017$, dívidas curto prazo), pese embora não tenha qualquer efeito significativo sobre os custos de financiamento ($\beta = ,030$; $p = ,155$). Face a estes resultados, as hipóteses H_{2a} e H_{2b} não são, de todo, corroboradas, enquanto que a hipótese H_{2c} é parcialmente corroborada.

No entanto, os mesmos dados sugerem, mais uma vez, que as PME's são percebidas como empresas de elevados riscos, sendo que os credores acautelam os seus interesses através do racionamento do crédito, garantias patrimoniais ou taxas de juro

elevadas, tal como sugerem os estudos de Voordeckers e Steijvers (2006, 2008).

Por exemplo, as estimativas apresentadas na Tabela 5.30 indicam que as empresas detentoras de ativos tangíveis valiosos e suscetíveis de serem acionados, em caso de incumprimento do serviço da dívida, são financiadas com dívidas de médio e longo ($\beta = ,364$; $p = ,000$), mas, em contrapartida, suportam elevados juros e custos similares ($\beta = ,066$; $p = ,001$).

Paralelamente, observa-se, por um lado, que o nível do endividamento das empresas está positivamente correlacionado com a tangibilidade dos ativos ($\rho = ,057$; $p = ,001$ e $\rho = ,037$; $p = ,005$, Tabelas em anexo n.º C.4 e C.2, respetivamente) e que, por outro lado, o endividamento está positivamente associado com as dívidas de longo prazo e com os custos de financiamento.

Estes resultados estão em harmonia com Antoniou *et al.* (2006) que argumentam que os ativos não depreciáveis (como por exemplo, terrenos) estão geralmente associados ao aumento da maturidade da dívida. Portanto, uma vez que as dívidas de longo prazo aumentam os riscos de sobreinvestimento, diluição e substituição dos ativos, os credores tendem a associar os créditos de longo prazo ao aumento das contrapartidas exigidas (juros e custos similares) e, também, ao aumento da liquidez, que garante o reembolso da dívida.

Os resultados mostram, de facto, que os custos de agência da dívida são menores nas empresas com elevada liquidez financeira (Tabela 5.30). Nota-se, por exemplo, que as dívidas de médio e longo prazo aumentam ($\beta = ,075$; $p = ,000$) e os custos de financiamento diminuem ($\beta = -,080$; $p = ,000$), à medida que a liquidez imediata das PME's aumenta. O que significa que os credores suavizam ou agravam os custos de financiamento de acordo com a capacidade de reembolso imediato de cada empresa. Contrariamente ao previsto, as oportunidades de crescimento das PME's aumentam a maturidade da dívida ($\beta = ,226$; $p = ,000$, dívidas de médio e longo prazo), mas sem efeito significativo sobre os custos de financiamento.

Em adição, observa-se, também, que o volume de vendas não é suficiente para aumentar a confiança dos credores ou convencê-los da viabilidade e sustentabilidade dos negócios nas PME's. Pelo contrário, torna-se uma boa oportunidade de enriquecimento dos credores em detrimento do esforço dessas empresas. É de notar que, por exemplo, na Tabela B.6, à medida que aumenta o volume de vendas, aumenta a ma-

turidade da dívida ($\beta = ,072$; $p = ,000$), mas, por outro lado, aumentam os respectivos custos ($\beta = ,103$; $p = ,000$). Este cenário inverte-se no biénio 2010-2011 (Tabela 5.30), onde o aumento da vendas se traduz numa diminuição da maturidade da dívida ($\beta = -,098$; $p = ,000$), sem efeito significativo sobre os custos de financiamento.

Em suma, existem fortes evidências de que os credores procuram, a todo o custo, aumentar a sua rendibilidade e reduzir os riscos de financiamento, racionando os créditos concedidos às PME's (em termos de maturidade e preço). No limite, só concedem créditos às PME's que: (i) tenham liquidez financeira; (ii) tenham garantias patrimoniais, que possam ser acionadas em caso de incumprimento do serviço da dívida; ou (iii) estejam predispostas a pagar juros elevados.

Os conceituados economistas Stiglitz e Weiss (1981) alertam para o facto da postura extremamente defensiva (que é racional e legítima) poder ter efeitos perversos tanto para os próprios credores, como para a economia nacional. Segundo estes economistas, a erradicação do risco (através do racionamento do crédito, garantias patrimoniais e outras exigências) e a corrida desenfreada aos lucros (através de taxas de juro menos competitivas) podem ter efeitos não desejados na rendibilidade das instituições de crédito, no médio e longo prazo, devido aos problemas de selecção adversa e risco moral. Pois quanto maiores forem os custos de financiamento, maior será a probabilidade de os mutuários escolherem projectos que prometam taxas de retorno elevadas, mesmo que sejam mais arriscados (risco moral), atraindo assim empresas com elevado risco enquanto que as de menor risco serão dispensadas (selecção adversa).

Portanto, as atitudes extremamente defensivas e oportunistas não só reduzem os retornos esperados das instituições de crédito (Stiglitz e Weiss, 1981), mas também limitam o crescimento de uma parte significativa de empresas, tais como *start-up*, empresas de rápido crescimento (e.g. empresas gazelas), empresas de alta tecnologia e de trabalho intensivo, que geralmente não têm ativos tangíveis necessários e suficientes para aceder ao crédito de longo prazo e/ou suportar juros elevados.

Tabela 5.30: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar nos custos de agência da dívida (2010-2011)

Variáveis	Dívidas de CP/CA			Dívidas de MLP/CA			Juros e custos similares/CA		
	β (a)	Val.t	Sig	β (a)	Val.t	Sig	β (a)	Val.t	Sig
Constante		12,907	,000		5,764	,000		3,477	,001
N.º sócios	-,020	-,995	,320	,020	,995	,320	,004	,194	,846
EFP	-,049	-1,836	,067	,049	1,836	,067	,013	,424	,672
EFG	,006	,228	,819	-,006	-,228	,819	,010	,371	,710
EFP*EFG	,045	2,388	,017	-,045	-2,388	,017	-,030	-1,424	,155
Endividamento (CA/A)	-,115	-6,006	,000	,115	6,006	,000	,105	4,973	,000
Tangíveis/A	-,364	-20,047	,000	,364	20,047	,000	,066	3,280	,001
Intangíveis/A	-,225	-11,826	,000	,225	11,826	,000	,020	,957	,339
Liquidez geral	-,139	-7,546	,000	,139	7,546	,000	-,006	-,301	,763
Liquidez imediata	-,075	-3,907	,000	,075	3,907	,000	-,079	-3,750	,000
LN(Vendas)	,098	4,958	,000	-,098	-4,958	,000	-,015	-,671	,502
Idade	-,062	-3,176	,002	,062	3,176	,002	,060	2,763	,006
Setor	,001	,033	,974	-,001	-,033	,974	-,003	-,143	,887
R ²	,210			,210			,031		
R ⁴	,206			,206			,026		
F	55,611			55,611			6,653		
Valor P	,000			,000			,000		
Durbin-Watson	2,018			2,018			2,003		
N	2530			2530			2530		

^a Valores estandardizados.

EFP - Envolvimento da família na propriedade.

EFG - Envolvimento da família na gestão.

CP - Curto prazo.

MLP - Médio e longo prazo.

CA - Capitais alheios

5.4.3 Envolvimento familiar e *performance* das empresas

À semelhança do estudo de Chen *et al.* (2005), os resultados apresentados na Tabela 5.31 revelam que o envolvimento da família, quer na propriedade, quer na gestão, não tem efeitos significativos nos indicadores da *performance*. Não existem, por isso, evidências que permitam suportar as H_3a , H_3b , H_3c ; resultados esses que se encontram em conformidade com os estudos de Chrisman *et al.* (2004), Sciascia e Mazzola (2008) e Audretsch e Hülsbeck (2010). Estes autores defendem que, embora as empresas familiares tenham uma relativa vantagem face às não-familiares na redução dos custos de agência, o envolvimento da família, por si só, é insuficiente para garantir uma *performance* superior no longo prazo.

Os resultados obtidos sugerem que empresas familiares, nomeadamente as PMEs, não exploram adequadamente as suas potencialidades, provavelmente, porque não as conhecem (“quem não sabe é como quem não vê”) ou porque as conhecem mas vivem permanentemente o dilema entre interesses familiares *versus* interesses da em-

presa. Tal como foi referido anteriormente, Lansberg (1983) observou que a sobreposição natural entre a instituição familiar¹ e a instituição empresarial² expõe constantemente os CEOs-familiares a conflitos entre, por exemplo: (i) dar oportunidade aos familiares (nomeadamente família nuclear) ou empregar apenas os mais competentes; (ii) distribuir subsídios de acordo com as necessidades dos membros familiares ou estruturar o pacote remuneratório de acordo com o valor de mercado e desempenho histórico de cada indivíduo e, (iii) dar oportunidade de aprendizagem atendendo às necessidades (vocação) do membro familiar ou dar oportunidade de aprendizagem de modo a satisfazer as necessidades e exigência dos recursos humanos da empresa.

O altruísmo parental, os valores jurídicos e culturais pendem geralmente para o lado familiar, em detrimento da sociedade. Certo é que o constante desequilíbrio entre os dois interesses legítimos pode limitar, não só, a estabilidade familiar como também a sustentabilidade da própria empresa, nomeadamente quando os ganhos obtidos pelo envolvimento da família no negócio são inferiores ou iguais aos seus custos. É, cada vez mais, notório que, a estagnação ou falência das empresas familiares tem sempre implicações significativas no património familiar e na qualidade de vida dos seus membros, designadamente a perda do emprego, a redução dos recursos financeiros, a perda do prestígio e reputação perante a comunidade, a desvalorização da riqueza familiar e a penhora dos bens remanescentes.

Analisando simultaneamente os resultados referentes ao envolvimento familiar nos custos de agência (Tabelas B.5, 5.27, B.6 e 5.30) e na *performance* das empresas (Tabelas B.7 e 5.31) pode-se concluir que o envolvimento da família é, também, um mecanismo de controlo dos custos de agência (obviamente com as suas limitações, tal como acontece com os outros mecanismos de controlo identificados na literatura). Neste quadro, a redução dos custos de agência, e, conseqüentemente a melhoria dos indicadores da *performance*, depende do modo como os membros familiares, que detêm participação na empresa, utilizam o poder que têm sobre ela (que vai desde o abuso do poder ao equilíbrio entre os interesses da empresa e os interesses pessoais), mas também da sua capacidade para contratar e reter quadros qualificados (que podem, ou não, ser membros da família), e ainda para captar os recursos necessários e geri-los

¹Cujo objetivo principal consiste em cuidar e garantir a subsistência dos membros familiares, onde os sistemas e relações são estruturadas de modo a satisfazer as necessidades e interesses dos membros familiares.

²Cujo objetivo principal consiste em produzir bens e serviços de qualidade a preços competitivos, onde as suas relações são guiadas por normas que facilitam os processos produtivos.

eficazmente.

Aliás, as Tabelas B.7 e 5.31 indicam que quanto maior é o controlo dos custos de agência do capital, melhores são os indicadores da *performance*.

Tabela 5.31: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar na *performance* (2010-2011)

Variáveis	RO/A			RO/V			RO/AE			(RL+DP)/A			RL/V		
	β (^a)	Val.t	Sig	β (^a)	Val.t	Sig	β (^a)	Val.t	Sig	β (^a)	Val.t	Sig	β (^a)	Val.t	Sig
Constante		6,276	,000		-2,783	,005		2,940	,003		6,178	,000		-2,783	,005
N.º sócios	-,016	-,823	,410	-,020	-1,667	,096	-,012	-,653	,514	-,009	-,453	,651	-,020	-1,667	,096
EFP	,039	,898	,369	-,014	-,498	,619	,040	,924	,356	,029	,669	,504	-,014	-,498	,619
EFP ²	-,016	-,475	,635	,003	,149	,881	-,022	-,631	,528	-,013	-,370	,712	,003	,149	,882
EFG	-,062	-1,787	,074	-,005	-,234	,815	-,050	-1,477	,140	-,044	-1,271	,204	-,005	-,234	,815
EFG ²	,022	,793	,428	,000	-,009	,993	,005	,195	,845	,016	,567	,571	,000	-,009	,993
EFP*EFG	-,003	-,127	,899	,011	,750	,453	,009	,384	,701	-,004	-,166	,868	,011	,750	,453
LN(V/A)	,155	7,530	,000	,068	5,284	,000	,036	1,778	,076	,143	7,005	,000	,068	5,288	,000
LN(CO/V)	-,215	-11,655	,000	-,858	-74,67	,000	-,247	-13,560	,000	-,208	-11,440	,000	-,858	-74,67	,000
CACP	-,022	-1,140	,254	-,027	-2,198	,028	-,024	-1,259	,208	-,017	-,895	,371	-,027	-2,198	,028
Endividamento (CA/A)	-,416	-22,284	,000	,128	11,021	,000	-,439	-23,844	,000	-,449	-24,378	,000	,128	11,019	,000
Tangíveis/A	,111	6,001	,000	,027	2,357	,018	-,061	-3,364	,001	,130	7,140	,000	,027	2,358	,018
Intangíveis/A	,035	1,829	,068	-,039	-3,255	,001	-,025	-1,328	,184	,043	2,272	,023	-,039	-3,255	,001
Liquidez geral	-,018	-1,050	,294	,004	,374	,708	-,022	-1,284	,199	-,012	-,710	,478	,004	,374	,708
Liquidez imediata	,008	,437	,662	-,027	-2,426	,015	-,007	-,381	,703	,003	,182	,856	-,027	-2,426	,015
Dimensão [Ln(Vendas)]	,034	1,695	,090	-,002	-,142	,887	,102	5,250	,000	,020	1,042	,297	-,002	-,143	,887
Idade	-,140	-7,329	,000	,061	5,144	,000	-,131	-6,976	,000	-,138	-7,316	,000	,061	5,144	,000
Setor	-,009	-,557	,578	-,006	-,535	,593	-,016	-,976	,329	,006	,374	,708	-,006	-,534	,593
R ²	,309			,732			,328			,330			,732		
R ⁴	,304			,731			,324			,325			,731		
F	65,584			402,307			71,802			71,418			402,299		
Valor P	,000			,000			,000			,000			,000		
Durbin-Watson	1,908			1,940			1,917			1,908			1,940		
N	2516			2516			2516			2516			2516		

^a Valores estandardizados.

RO/A - Retorno do ativo.

RO/V - Rendibilidade operacional das vendas.

RO/AE - Rendibilidade do capital investido.

(RL+DP)/A - Rendibilidade dos ativos.

RL/V - Rendibilidade líquida das vendas.

Esquematizando a análise empreendida, a Tabela 5.32 apresenta o resumo das hipóteses corroboradas, no âmbito do envolvimento familiar no negócio.

Tabela 5.32: Resumo das hipóteses corroboradas – envolvimento familiar

DESCRIÇÃO	RESULTADO
H_{1a} : Existe uma relação côncava (em forma de \cup) entre o envolvimento da família na propriedade e os custos de agência do capital.	Rejeitada
H_{1b} : Existe uma relação côncava (em forma de \cup) entre o envolvimento da família na gestão e os custos de agência do capital.	Rejeitada
H_{1c} : A interação entre a propriedade e a gestão familiar minimiza os custos de agência do capital.	Corroborada parcialmente
H_{2a} : O envolvimento da família na propriedade aumenta os custos de agência da dívida.	Não corroborada
H_{2b} : O envolvimento da família na gestão aumenta os custos de agência da dívida.	Não corroborada
H_{2c} : A interação entre a propriedade e a gestão familiar aumenta os custos de agência da dívida.	Corroborada parcialmente
H_{3a} : Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre o envolvimento da família na propriedade e a <i>performance</i> da empresa.	Não corroborada
H_{3b} : Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre o envolvimento da família na gestão e a <i>performance</i> da empresa.	Não corroborada
H_{3c} : A interação entre a propriedade e a gestão familiar aumenta a <i>performance</i> da empresa.	Não corroborada

5.5 Mecanismos de controlo interno, os custos de agência e a *performance*

As análises efetuadas até aqui visava verificar se existem diferenças dignas de realce entre as sociedades por quotas e anónimas, em termos de estrutura de propriedade, estrutura de gestão, endividamento, remuneração dos gestores, custos de agência e *performance*, assim como avaliar em que medida o envolvimento família no negócio pode afeta os custos de agência e performance das PME's.

Como se observou nos pontos 5.3 e 5.4, os resultados obtidos revelam que, embora as sociedades anónimas e por quotas sejam diferentes em termos de estrutura de propriedade e gestão, elas não o são em matérias da *performance*. Os resultados revelam também que, ao contrário do que se veicula, os problemas de agência do capital e da dívida são muito comuns no contexto das PME's, independentemente serem ou não detidas e geridas por um único indivíduo. Por último, sugerem que o envolvimento da família na empresa pode exacerbar ou atenuar os custos de agência os quais, por sua vez, terão efeitos negativos, positivos ou neutros (insignificantes) na performance das empresas.

Importa agora perscrutar em que medida os mecanismos de controlo interno utilizados nas grandes empresas cotadas em bolsas afetam os custos de agência e performance das PME's não cotadas.

5.5.1 Mecanismos de controlo e custos de agência do capital

5.5.1.1 Estrutura de propriedade e custos de agência do capital

As Tabelas B.8 e 5.33 indicam que os efeitos da estrutura de propriedade sobre os indicadores dos custos de agência do capital variam ao longo do tempo.

Nota-se, por exemplo, que apesar da relação entre a concentração da propriedade e a rotação dos ativos ser convexa em ambos os períodos de análise (cujo valor máximo é de aproximadamente 71%), existe uma relação direta entre a mesma variável e os custos discricionários dos gestores, principalmente nas épocas de maior crescimento económico (Tabela B.8)¹. Assim, aceita-se parcialmente a hipótese H_{4a1} .

Esta tendência manifesta-se também nos indicadores relacionados com a identidade dos acionistas. Observa-se, por exemplo na Tabela B.8, que a participação detida pelo Estado aumentou significativamente os custos de agência do capital ($\beta = -,195$; $p = ,000$; $\beta = ,186$; $p = ,000$) no período de 2005-2009, enquanto que nos períodos subsequentes (2010 e 2011, Tabela 5.33) os seus efeitos negativos foram significativamente visíveis em apenas um dos indicadores dos custos de agência do capital ($\beta = -,171$; $p = ,000$; $\beta = ,034$; $p = ,105$). Os capitais detidos pelos bancos e outras instituições financeiras não-bancárias não têm, em regra, efeitos significativos sobre os indicadores dos custos de agência do capital². No entanto, os dados da Tabela 5.33 mostram ainda que os custos de agência do capital são geralmente maiores nas empresas detidas pelas empresas de cariz não-financeiro e SGPS ($\beta = -,122$; $p = ,000$; $\beta = ,131$; $p = ,000$ e $\beta = -,114$; $p = ,000$; $\beta = ,073$; $p = ,024$, respetivamente). A diversificação da estrutura acionista, por si só, revela-se pouco eficaz para resolver os conflitos de agência horizontais e verticais, uma vez que melhora marginalmente apenas um dos indicadores dos custos de agência³

¹Segundo fontes que tiveram acesso aos dados do Instituto Nacional de Estatística, o produto interno bruto (PIB) português cresceu, em média, 2,3% e 0,07% nos períodos de 2005-2009 e 2010-2011, respetivamente (<http://www.pordata.pt/Portugal/Taxa+de+crescimento+%28percentagem%29+do+PIB+e+PIB+per+capita+a+precos+constantes+%28base+2011%29-883>, 16/2/2015).

²Com exceção do período de 2005-2009 em que as participações detidas pelas instituições financeiras não-bancária tiveram efeitos positivos e significativos sobre os custos discricionários dos gestores ($\beta = ,038$; $p = ,049$).

³Por exemplo, no período de 2005-2009 a diversificação da estrutura acionista aumenta marginalmente a rotação dos ativos ($\beta = ,036$; $p = ,092$), ao passo que no período de 2010-2011 reduz marginalmente os custos discricionários dos gestores ($\beta = -,043$; $p = ,068$).

Estes resultados estão em harmonia com o estudo de Florackis e Ozkan (2009) que, concluíram que quanto maior é a participação detida por outras instituições (designadamente, os investidores institucionais), menor é a eficácia da monitorização interna e, por conseguinte, maiores são os custos de agência do capital. Destarte, rejeitam-se as hipóteses H_{4a2} , H_{4a4} , H_{4a6} .

Uma vez que a diversificação da estrutura acionista, as participações detidas por bancos e outras instituições financeiras não têm efeitos significativos sobre os indicadores dos custos de agência, as hipóteses H_{4a3} , H_{4a5} e H_{4a7} não são corroboradas.

É de referir, ainda, que os resultados de 2005-2009 indicam relações diretas entre a sobreposição da propriedade e da gestão e a rotação dos ativos ($\beta = ,178$; $p = ,000$), bem como relações côncavas entre a mesma variável e os custos discricionários dos gestores ($\beta = ,198$; $p = ,000$), cujo valor mínimo era de 2,5 sócios-gestores. O que significa que, *ceteris paribus*, os custos discricionários reduzem até que a empresa tivesse 2,5 sócios-gestores, acima desse valor qualquer incremento do número de sócios-gestores aumentava significativamente esses custos. No entanto, entre 2010 e 2011, a sobreposição da propriedade e da gestão passa a ter efeitos diretos, quer sobre a rotação dos ativos ($\beta = ,166$; $p = ,000$), quer sobre os custos discricionários dos gestores ($\beta = ,103$; $p = ,053$).

Esses resultados sugerem que, em regra, a sobreposição da propriedade e da gestão melhora a rotação dos ativos¹, já os seus efeitos sobre os custos discricionários dos gestores varia ao longo do tempo. Desta forma, a hipótese H_{4a8} é parcialmente corroborada.

Em suma, os resultados acima expostos confirmam a aceção de Florackis e Ozkan (2009) que defendem que os custos de agência do capital persistem ao longo do tempo e que os gestores agem como se houvesse um nível ótimo de custos de agência que desejam atingir, pois, estes desviam-se geralmente do nível ótimo, mas tentam reverter a situação embora com algum atraso, provavelmente devido aos custos de ajustamento. Neste contexto, o nível ótimo dos custos de agência é afetado pelo *trade-off* entre os benefícios esperados e os custos de expropriação acumulado.

¹De realçar que Singh e Davidson (2003) e Chen e Yur-Austin (2007) observaram que o *managerial ownership* aumenta significativamente a rotação dos ativos, mas sem efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores.

5.5.1.2 *Board* e custos de agência do capital

As estimativas apresentadas na Tabela B.8 indicam que a relação entre a dimensão do *board* e a rotação dos ativos é não-linear predominantemente negativa e tem como valor mínimo 4,35 membros. Tal significa que, o aumento da dimensão do **board** até 4,35 membros aumenta gradualmente os custos de agência do capital (ao reduzir a rotação dos ativos); mas qualquer aumento acima desse valor mantém ou reduz ligeiramente os custos de agência. Contrariamente, indicam que a relação entre os custos discricionários dos gestores e a dimensão do *board* é côncava, cujo valor máximo é de 2,9 membros. No entanto, os dados de 2010-2011 reportam que a dimensão *board* aumenta os custos de agência (ao reduzir a rotação dos ativos em ($\beta = -,202$; $p = ,000$), mas sem qualquer efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores ($\beta = ,026$; $p = ,506$)¹.

Esses resultados sugerem que a dimensão e composição do *board*, enquanto mecanismo de controlo interno, pode, de facto, influenciar os indicadores dos custos de agência do capital. A sua eficácia depende da capacidade dos acionistas em ajustá-la às necessidades e características de cada empresa, tal como sugerem alguns autores (Corbetta e Salvato, 2004b; Coles *et al.*, 2008). Aliás, os dados de 2005-2009, indicam que o alargamento da dimensão do *board* até um certo ponto tende a aumentar os custos de agência do capital (ao reduzir a rotação dos ativos), mas, simultaneamente, reduz os custos de agência do capital (ao reduzir os custos discricionários dos gestores). Sugerindo que existe um ponto ótimo segundo o qual os custos de agência do capital são minimizados. Desta forma, corrobora-se parcialmente a hipótese H_{4b}

Por fim, observa-se na Tabela 5.33 que, quanto maior é a dimensão do órgão fiscalizador, maiores são os custos de agência do capital, visto que reduz a rotação dos ativos ($\beta = -,182$; $p = ,000$) e aumenta os custos discricionários dos gestores ($\beta = 0,053$; $p = ,049$), sugerindo assim que o excesso de fiscalização interna das PMEs, para além de inibir a criatividade dos gestores, é pouco eficaz no controlo e minimização dos conflitos de interesses. Neste alinhamento, é de salientar o estudo de Chen e Nowland (2010) que sugere que existe um nível ótimo de fiscalização do conselho de administração para cada empresa, a partir do qual o acréscimo revela-se contraproducente, principalmente

¹De realçar o estudo de Florackis (2008) reporta que a dimensão do board aumentam significativamente os custos de agência do capital, visto que reduz a rotação dos ativos e aumenta os custos operacionais sobre as vendas. Contrariamente, Ibrahim e Samad (2007), ao analisar empresas familiares cotadas na Bolsa da Malásia, observaram que apesar da dimensão do *board* aumentar, a rotatividade dos ativos, não afeta significativamente os custos operacionais sobre as vendas.

nas empresas familiares.

5.5.1.3 Endividamento e custos de agência do capital

As estimativas apresentadas nas Tabelas B.8 e 5.33 mostram que, ao contrário do que é postulado por diversos autores (Jensen e Meckling, 1976; Ang *et al.*, 2000; Singh e Davidson, 2003; Fleming *et al.*, 2005; Florackis, 2008), o endividamento das empresas piora geralmente os indicadores dos custos de agência do capital nas PMEs.

Observa-se, por exemplo, que o nível de endividamento aumenta significativamente os custos discricionários dos gestores em ambos os períodos ($\beta=,224$; $p=,000$ e $\beta=,226$; $p=,000$, respetivamente). Estes resultados suportam, de certo modo, a aceção de Chen e Yur-Austin (2007) que defendem que o endividamento reduz a qualidade da gestão dos ativos, principalmente quando a economia se encontra em recessão. Assim, rejeita-se a hipótese H_{4c} .

5.5.1.4 Remuneração dos gestores e custos de agência do capital

Ao contrário de Florackis (2008) que encontrou relações diretamente proporcionais entre a remuneração dos gestores e a rotação dos ativos, assim como relações não-lineares predominantemente positivas entre a mesma variável e os custos discricionários, constata-se, na Tabela 5.33, que a rotação dos ativos diminui ($\beta=-,140$; $p=,000$) e os custos operacionais sobre as venda aumentam ($\beta=,059$; $p=,063$), à medida que a remuneração dos gestores aumenta. O que significa, ao contrário do que se previa, o aumento da remuneração dos gestores exacerba os custos de agência do capital.

Estes resultados estão em conformidade com os estudos de Bebchuk e Fried (2003), entre outros (Brick *et al.*, 2006; Cohen e Lauterbach, 2008; Combs *et al.*, 2010), que sugerem que a remuneração dos gestores tende a ser a origem dos problemas de agência, sobretudo quando o CEO tem elevado poder e controlo sobre a empresa. Assim sendo, a hipótese H_{4d} é rejeitada.

5.5.1.5 Outras variáveis e custos de agência do capital

Análises adicionais revelam, mais uma vez, que quanto maior é a dimensão das empresas menores são os custos de agência do capital (Tabelas B.8 e 5.33), provavelmente porque o elevado património, as redes de relações e, a consequente visibilidade externa dessas empresas aumentam a propensão à inovação tecnológica e administrativa (e.g. *Balanced score card, just in time, gestão pela qualidade total*) e de produtos. Como resultado, estão mais suscetíveis a melhorar as análises e previsões do meio envolvente, a qualidade dos produtos/serviços e a monitorização dos fatores críticos de sucesso (Zinga, 2011). Os resultados obtidos corroboram os estudos de Singh e Davidson (2003) e Firth *et al.* (2008). Estes últimos, por exemplo, analisaram empresas não-financeiras cotadas nas bolsas de valores chinesas (Shanghai and Shenzhen), no período compreendido entre 1998 e 2000, tendo concluído que as grandes empresas apresentam menores custos de agência do capital devido à sua maior capacidade para implementar economia de escala.

Tal como se observou no ponto 5.4.1, os resultados confirmam que quanto mais antigas são as empresas, maior é a sua incapacidade para controlar os custos de agência do capital ($\beta = -,101$; $p = ,000$ e $\beta = ,116$; $p = ,000$, Tabela 5.33). Isto acontece, não só porque as práticas de gestão antigas não se adequam às atuais exigências dos mercados competitivos e sofisticados, mas também porque os ciclos de vida do setor, da empresa e do empresário não são, geralmente, tidos em conta pelos gestores (Gersick *et al.*, 1997b; Martins *et al.*, 2009), quer por falta de uma orientação estratégica, quer pela sobreposição das instituições empresariais e familiares (Daily e Dollinger, 1991; Guerreiro, 1996).

Tabela 5.33: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2010-2011)

Variáveis	Ln(Rotatividade dos ativos)			Ln(custos operacionais sobre vendas)		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		-19,688	,000		9,059	,000
Nº de sócios/acionistas	-,137	-5,054	,000	-,040	-1,348	,178
Part. detida pelo Estado	-,171	-8,964	,000	,034	1,623	,105
Part. detida pelos bancos	,031	1,707	,088	,009	,434	,664
Part. detida pelas empresas	-,122	-3,858	,000	,131	3,700	,000
Part. detida pelas SGPS	-,114	-3,938	,000	,073	2,262	,024
Part. Det. O Inst. Finan.	,028	1,543	,123	,023	1,153	,249
Diversificação	,025	1,174	,241	-,043	-1,824	,068
COM. PROP.	,028	1,076	,282	,011	,365	,715
COM. PROP. ²	,071	3,675	,000	,019	,870	,384
BOARD	-,202	-5,696	,000	,026	,664	,506
BOARD ²	,060	1,637	,102	-,036	-,854	,393
Fiscalização	-,182	-7,313	,000	,053	1,968	,049
SPG	,166	3,521	,000	,103	1,933	,053
SPG ²	-,024	-,628	,530	,001	,015	,988
Endividamento	,033	1,829	,068	,226	11,276	,000
Remuneração	-,140	-4,827	,000	,059	1,858	,063
Remuneração ²	,047	1,535	,125	-,021	-,756	,450
Idade	-,101	-5,085	,000	,116	5,293	,000
Setor	-,023	-1,253	,210	,037	1,865	,062
Dimensão [Ln(Vendas)]	,505	21,882	,000	-,323	-12,576	,000
R ²	,274			,126		
R ^A	,267			,119		
F	44,410			16,934		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	2,024			2,016		
N	2379			2367		

^a Valores estandardizados.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

Tendo em conta as limitações apresentadas pelas *proxies* utilizadas para aferir os custos de agência do capital das empresas (McKnight e Weir, 2009), foram também feitas análises adicionais para avaliar a robustez dos modelos apresentados. Como se pode observar nas Tabelas 5.34 e 5.35, os sinais mantêm-se e os níveis de significância dos coeficientes são iguais ou similares ou inconclusivos.

Em termos comparativos, as regressões estimadas com base nos indicadores propostos por Ang *et al.* (2000) continuam a ser melhores do que as estimadas de acordo com os indicadores sugeridos por (McKnight e Weir, 2009), que procura atenuar os enviesamentos causados, possivelmente, pela especificidade de cada setor de atividade.

Tabela 5.34: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2010-2011) - Ang *et al.* (2000)

Variáveis	Rotação dos ativos			Custos operacionais sobre vendas		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		-10,806	,000		10,199	,000
Nº de sócios/acionistas	-,071	-2,403	,016	,019	,617	,538
Part. detida pelo Estado	-,035	-1,662	,097	-,023	-1,041	,298
Part. detida pelos bancos	,011	,578	,563	,002	,115	,909
Part. detida pelas empresas	-,075	-2,164	,031	,089	2,459	,014
Part. detida pelas SGPS	-,059	-1,874	,061	,045	1,354	,176
Part. Det. O Inst. Finan.	,074	3,790	,000	,011	,559	,576
Diversificação	,015	,657	,512	-,015	-,599	,549
COM. PROP.	,039	1,347	,178	-,002	-,074	,941
COM. PROP. ²	,057	2,684	,007	-,004	-,178	,859
BOARD	-,151	-3,904	,000	,067	1,664	,096
BOARD ²	,136	3,405	,001	-,036	-,863	,388
Fiscalização	-,129	-4,758	,000	,051	1,795	,073
SPG	,117	2,266	,024	,013	,250	,802
SPG ²	-,057	-1,383	,167	,002	,054	,957
Endividamento	,085	4,274	,000	,059	2,855	,004
Remuneração	-,100	-3,139	,002	,088	2,663	,008
Remuneração ²	,013	,385	,700	-,044	-1,288	,198
Idade	-,072	-3,352	,001	,036	1,581	,114
Setor	-,072	-3,659	,000	,031	1,528	,127
Dimensão [Ln(Vendas)]	,395	15,661	,000	-,303	-11,538	,000
R ²	,136			,061		
R ^A	,128			,053		
F	18,482			7,609		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	2,010			2,011		
N	2378			2379		

^a Valores estandardizados.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

Tabela 5.35: *Análise cross-section: Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2010-2011) - (McKnight e Weir, 2009)*

Variáveis	Rotação dos ativos ajusta à media do setor			Custos operacionais sobre vendas ajustados à media do setor		
	β (°)	Val.t	Sig	β (°)	Val.t	Sig
Constante		-11,033	,000		10,466	,000
Nº de sócios/acionistas	-,050	-1,630	,103	,019	,608	,543
Part. detida pelo Estado	-,010	-,466	,641	-,021	-,986	,324
Part. detida pelos bancos	,009	,423	,672	,002	,077	,938
Part. detida pelas empresas	-,067	-1,897	,058	,087	2,406	,016
Part. detida pelas SGPS	-,064	-1,980	,048	,042	1,269	,204
Part. Det. O Inst. Finan.	,063	3,161	,002	,010	,491	,623
Diversificação	,018	,756	,450	-,015	-,608	,543
COM. PROP.	,022	,739	,460	-,003	-,113	,910
COM. PROP. ²	,052	2,395	,017	-,005	-,215	,830
BOARD	-,109	-2,751	,006	,065	1,606	,108
BOARD ²	,116	2,844	,004	-,033	-,798	,425
Fiscalização	-,119	-4,247	,000	,052	1,840	,066
SPG	,034	,635	,525	,018	,329	,742
SPG ²	-,022	-,524	,601	-,002	-,040	,968
Endividamento	,086	4,240	,000	,061	2,945	,003
Remuneração	-,062	-1,914	,056	,085	2,579	,010
Remuneração ²	-,004	-,129	,898	-,045	-1,307	,191
Idade	-,095	-4,287	,000	,039	1,751	,080
Dimensão [Ln(Vendas)]	,288	11,158	,000	-,300	-11,452	,000
R ²	,089			,060		
R ⁴	,082			,052		
F	12,115			7,881		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	2,003			2,012		
N	2378			2378		

^a Valores estandardizados.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

5.5.2 Mecanismos de controlo e custos de agência da dívida

Antes de aferir os efeitos dos mecanismos de controlo interno sobre os custos de agência da dívida, convém lembrar que os dados apresentados anteriormente (Tabela 5.9) mostram que os créditos concedidos às PME são predominantemente de curto prazo: 78% dos créditos concedidos no período de 2005-2005 e 73% dos créditos concedidos no período de 2010-2011; que, segundo Doukas e Pantzalis (2003), (Sogorb-Mira, 2005), Baas e Schrooten (2006) Voordeckers e Steijvers (2008), são indícios de racionamento do crédito. Aliás, estes autores são peremptório em afirmar que as PME são mais vulneráveis à este tipo restrições do que as grandes empresas. Sogorb-Mira (2005), por exemplo, observaram que os ativos das PME espanholas são maioritariamente financiados por dívidas de curto prazo. O estudo de Voordeckers e Steijvers (2008) revela que mais de 50% das PME belgas enfrentam racionamento de crédito (se evidenciam

pelos cortes significativos na maturidade das dívidas), que parecem estar associados ao elevado risco percecionado pelos credores.

É de realçar que, o racionamento do crédito ocorre, em termos gerais, quando a procura do financiamento externo, em condições favoráveis, excede a oferta disponibilizada pelos credores. O desequilíbrio entre a procura de créditos, para investir em projetos economicamente viáveis, e o valor, que as instituições financeiras estão realmente dispostas a oferecer, é um exemplo concreto da imperfeição dos mercados das economias capitalistas (Voordeckers e Steijvers, 2008). Segundo Baas e Schrooten (2006), Zambaldi *et al.* (2011) e o relatório sobre financiamento das PME's elaborado pela Comissão Europeia em parceria com Banco Central Europeu (CE, 2011), as dificuldades enfrentadas pelas PME's no acesso ao financiamento externo (especialmente bancários) é um fenómeno global, que está longe de ser resolvido.

A esse propósito o relatório da CE (2011) reporta que, apesar dos bancos serem a maior fonte de financiamento das PME's europeias, estes continuam ainda relutantes em oferecer créditos a preços competitivos e condições favoráveis a essas empresas. Por exemplo, o referido relatório indica que 87% das PME's que responderam ao questionário obtiveram créditos bancários entre 2009 e 2011. No entanto, em 2011, 52% das empresas que se candidataram ao crédito bancário tiveram aumentos das taxas de juro, enquanto apenas 8% obtiveram algumas reduções e os restantes 33% mantiveram as taxas de juro dos créditos anteriores. O referido relatório indica também que os países que tiveram maiores subidas das taxas médias de juro entre 2009 e 2011 foram Portugal (de 43% para 70%), Espanha (de 56% para 81%), Austria (de 14% para 52%), Itália (de 28% para 75%) e França (de 26% para 52%).

Relativamente aos termos e condições de financiamento em 2011, o mesmo relatório reporta que os gestores europeus inquiridos consideram que os outros custos de financiamento (comissões, honorários e taxas afins) ou aumentaram (48%) ou mantiveram-se constantes (43%). Por outro lado, apenas 8% consideram que houve um aumento na maturidade da dívida, ao passo que 20% consideram que houve um aumento no valor financiado. As exigências de garantias patrimoniais, por parte das instituições financeiras, ou se mantiveram constantes (56%) ou aumentaram (33%). Apesar destes factos, dois terços dos gestores inquiridos têm a esperança de ver as suas necessidades de financiamento satisfeitas pelos bancos (63%), enquanto que 25% dos inquiridos não tem qualquer esperança de ser contemplado com créditos bancários, no futuro.

De acordo com as aceções anteriores, resta saber em que medida os mecanismos de controlo interno afetam os custos de agência da dívida.

5.5.2.1 Estrutura de propriedade e os custos de agência da dívida

Os dados apresentados, nas Tabelas B.9 e 5.36, indicam que os efeitos da estrutura de propriedade sobre os custos de agência da dívida dependem tanto das contingências externa, como do grau de segurança que os empresários transmitem aos seus credores ao longo dos anos. Sugerindo, desta forma, que os credores suavizam ou agravam os critérios de financiamento, tendo em conta os fatores que preenchem as agendas internacionais e nacionais da atualidade (e.g. económicos, políticos e sociais), bem como os riscos de financiamento percecionados durante as transações comerciais que estabelecem com os seus clientes.

É de realçar que, Jiménez e Saurina (2002), Berger e Udell (2006), Steijvers e Voordeckers (2009a,b) e Boubakri e Ghouma (2010) observaram que a avaliação do risco de financiamento (análise do risco de incumprimento), pelos credores, obedece a vários critérios que vão desde as características do empréstimo, passando pela rendibilidade histórica e características dos investimentos, até à estrutura de propriedade e à governação da empresa. Nesta ótica, os credores são mais exigentes para com as empresas cujos gestores e/ou proprietários manifestem maior propensão de expropriação da riqueza (por exemplo, através de sobreinvestimento, substituição dos ativos ou *tunneling*) e menos disciplina financeira.

Tal acontece porque alguns credores, designadamente bancos, têm acesso às informações qualitativas e quantitativas sobre os devedores (Von Thadden, 1992; Diamond, 1991). Como resultado, tendem a ajustar as condições e termos de financiamento, de acordo com as características das empresas e da gestão, no sentido de reduzir os riscos incorridos e maximizar a sua rendibilidade.

Neste alinhamento, os resultados apresentados na Tabela B.9 revelam que, numa primeira fase, a diversificação da estrutura acionista tem efeitos diretos sobre a maturidade da dívida ($\beta = ,079$; $p = ,001$), sem qualquer efeito significativo sobre os custos de financiamento ($\beta = ,023$, $p = ,344$). Nas fases seguintes (Tabela 5.36), a diversificação da estrutura acionista continua a aumentar a maturidade da dívida ($\beta = ,045$;

$p=,055$, dívidas de médio e longo prazo), mas com um agravamento dos juros e custos similares ($\beta=,049$; $p=,039$).

Observa-se também que entre 2005-2009, as identidades dos acionistas não tiveram efeitos significativos sobre os indicadores dos custos de agência da dívida. Já no período de 2010-2011, as participações detidas por bancos e empresas de cariz não-financeiro passaram a ter efeitos inversos sobre a maturidade da dívida ($\beta= -,053$; $p=,010$ e $\beta= -,076$; $p=,014$, respetivamente), que se traduziram, nalguns casos, na diminuição significativa dos juros e custos similares das empresas de cariz não financeiro ($\beta= -,085$; $p=,006$).

Adicionalmente, observa-se que, no período correspondente à 2005 e 2009, a sobreposição entre a propriedade e a gestão não teve qualquer efeito significativo sobre os indicadores dos custos de agência da dívida (Tabela B.9). Nos anos subsequentes (Tabela 5.36), nota-se que esta variável passa a aumentar o racionamento do crédito ($\beta= -,134$; $p=,001$, ao reduzir as dívidas de médio e longo), sem qualquer efeito significativo sobre os juros e custos similares ($\beta= 0,16$; $p=,709$).

Perante estes resultados: (i) rejeita-se parcialmente a hipótese H_{5a4} , que prevê que quanto maior é a participação detida pelos bancos, menores são os custos de agência da dívida; (ii) corrobora-se parcialmente a hipótese H_{5a5} , segundo a qual a participação detida por empresas de cariz não-financeiro reduz os custos de agência da dívida; (iii) corrobora-se parcialmente a hipótese H_{5a8} , que postula que a diversificação da estrutura de propriedade atenua os custos de agência da dívida; (iv) rejeita-se parcialmente a hipótese H_{5a2} , que prevê que a sobreposição entre a propriedade e a gestão reduz os custos de agência da dívida. Por fim, não se corroboram as hipóteses H_{5a1} , H_{5a3} , H_{5a6} e H_{5a7} , por falta de evidências estatísticas.

5.5.2.2 Dimensão do *Board* e custos de agência da dívida

Tal como sugere o estudo de Anderson *et al.* (2004), os resultados apresentados nas Tabelas B.9 e 5.36 revelam que a dimensão do *board* melhora pelo menos um dos indicadores dos custos de agência da dívida. Observa-se, por exemplo, que, no período de 2005-2009, a dimensão do *board* está inversamente associada aos juros e custos similares ($\beta = -.096$; $P = .015$) enquanto que, no biénio 2010-2011, diretamente associada à maturidade da dívida ($\beta = .084$; $p = .029$). Estes resultados confirmam os estudos de Anderson *et al.* (2004) e Ertugrul e Hegde (2008), que reportam relações inversas entre a dimensão do *board* e os custos de agência da dívida (*spread*). Assim, rejeita-se a hipótese H_{5b} que estabelece uma relação côncava (em forma de U) entre a dimensão do *board* e os custos de agência da dívida.

Adicionalmente, observa-se que os efeitos dos órgãos fiscalizadores sobre os custos de agência da dívida variam, também, ao longo do tempo. Por exemplo, os dados revelam que, no período 2005-2009 (Tabela B.9), a dimensão do órgão fiscalizador aumenta a maturidade da dívida ($\beta = .118$; $p = .000$), sem efeitos significativos sobre os juros e custos similares ($\beta = .043$; $p = .129$). Já no período 2010-2011 (Tabela 5.36), a dimensão do órgão fiscalizador tem efeitos diretos sobre a maturidade da dívida ($\beta = .122$; $p = .000$), mas com um acréscimo significativo sobre os juros e custos similares ($\beta = .116$; $p = .000$).

Estes resultados sugerem que, os credores tendem a ajustar os termos e condições de financiamento, de acordo com a qualidade dos serviços prestados pelo órgão de fiscalização interna, designadamente no que se refere ao controlo dos custos de agência do capital. A esse respeito, os dados apresentados anteriormente (Tabela 5.33) indicam que a dimensão do órgão fiscalizador aumenta os custos de agência do capital. Neste âmbito, é de realçar, por uma lado, que os estudos de Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2006) e Zambaldi *et al.* (2011) reportam que os credores utilizam, geralmente, as informações privadas recolhidas durante as transações comerciais que estabelecem com as empresas, para determinarem os termos de concessão dos créditos. Por outro lado, o estudo de Lin *et al.* (2011) que, ao examinar 3468 empresas de 22 países da Europa ocidental e leste da Ásia, durante 1996-2008, revela que os custos de financiamento são significativamente elevados nas empresas que apresentam graves problemas de agência do capital, designadamente no que diz respeito às divergências entre os interesses dos detentores do direito de voto e os detentores dos direitos sobre

os *free cash flows*. Os autores concluem que as potenciais práticas de *tunneling* e o risco moral dos maiores acionistas, facilitadas pelo excesso de controlo que têm sobre a empresa, aumentam os custos de monitoramento e os riscos de crédito incorridos pelos bancos que, por sua vez, aumentam os custos de financiamento.

Destarte, aceita-se parcialmente a hipótese H_{5b2} que prevê que quanto maior é a dimensão do órgão fiscalizador, menores são os custos de agência da dívida.

5.5.2.3 Endividamento e os custos de agência da dívida

As evidências empíricas apontam, igualmente, no sentido de que os efeitos do endividamento sobre os custos de agência da dívida variam ao longo do tempo.

A Tabela B.9, por exemplo, indica que, no período 2005-2009, relações inversas entre a maturidade da dívida e nível do endividamento ($\beta = -,273$; $p = ,000$) e relações não significativas entre endividamento e os custos de financiamento.

Todavia, no período 2010 e 2011, as relação entre o nível de endividamento e os indicadores dos custos de agência da dívida passam a ser não-lineares predominantes positivas, cujo valor máximo é aproximadamente 66%. O mesmo é dizer que, para níveis de endividamento abaixo de 66%, aumenta quer a maturidade da dívida, quer os respectivos custos de financiamento, e, para níveis de endividamento superiores a 66%, mantêm ou reduzem ligeiramente as tendências tanto da maturidade da dívida como dos juros e custos similares.

Estes resultados estão em harmonia com os estudos de Anderson e Reeb (2004), Boubakri e Ghouma (2010) e Kabir *et al.* (2013) que reportam relações positivas entre o nível de endividamento e os custos de agência da dívida (*spread*). Deste modo, rejeita-se a hipótese H_{4c} que estabelece uma relação côncava (em forma de U) entre o nível de endividamento e os custos de agência dívida.

Conclui-se, assim, que os gestores das PMEs, não tendo poder de negociação face aos seus credores, são forçados a escolher entre financiar os seus projetos com créditos de curto prazo, a baixo custos explícitos, ou com créditos de médio e longo prazo, a custos elevadíssimos. Corroborando com Zambaldi *et al.* (2011) que, ao analisarem as decisões de concessão de créditos à 65.353 PMEs brasileiras, por um grande banco

brasileiro, entre 2004 e 2006, concluíram que as PMEs enfrentam graves problemas de racionamento do crédito. Sendo que, os créditos de baixo risco e a liquidez das empresas constituem os principais determinantes do financiamento externo das PMEs.

5.5.2.4 Remuneração dos gestores e custos de agência da dívida

Os resultados apresentados na Tabela 5.36 indica que a remuneração dos gestores não tem efeitos significativos sobre a maturidade da dívida, mas a relação entre a remuneração média anual dos gestores e os custos de financiamento é convexa, cujo valor máximo é de 58381 euros. Vale por dizer que, no contexto das PMEs, níveis remuneratórios abaixo da média do mercado têm efeitos diretos sobre os custos de financeiros, já níveis remuneratórios acima da média têm efeitos inversos sobre o referido indicador.

Estes resultados sugerem que os credores são céticos relativamente às empresas que não remuneram adequadamente os seus gestores. Tendem, por isso, a agravar os juros e custos similares até que a remuneração média anual dos gestores atinja os €58381; o acréscimo da remuneração dos gestores acima desse valor converte-se na redução nos custos da manutenção da dívida. Assim, rejeita-se H_5d , que prevê relações côncavas (em forma de U) entre a remuneração total dos gestores e os custos de agência da dívida.

Tabela 5.36: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência da dívida (2010-2011)

Variáveis	Dívidas de CP			Dívidas de MLP			Juros e custos similares/CA		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		4,182	,000		11,148	,000		4,134	,000
Nº de sócios/acionistas	-,068	-2,213	,027	,068	2,213	,027	-,019	-,624	,533
Part. detida pelo Estado	-,007	-,352	,725	,007	,352	,725	-,032	-1,488	,137
Part. detida pelos bancos	,053	2,582	,010	-,053	-2,582	,010	-,015	-,719	,473
Part. detida pelas empresas	,076	2,456	,014	-,076	-2,456	,014	-,085	-2,757	,006
Part. detida pelas SGPS	,038	1,288	,198	-,038	-1,288	,198	-,021	-,697	,486
Part. Det. O Inst. Finan.	-,007	-,328	,743	,007	,328	,743	-,028	-1,392	,164
Diversificação	-,045	-1,921	,055	,045	1,921	,055	,049	2,061	,039
COM. PROP.	,033	1,151	,250	-,033	-1,151	,250	-,005	-,178	,859
BOARD	-,084	-2,181	,029	,084	2,181	,029	-,040	-1,020	,308
BOARD ²	,001	,019	,985	-,001	-,019	,985	,012	,424	,671
Fiscalização	-,122	-4,339	,000	,122	4,339	,000	,116	4,106	,000
SPG	,134	3,212	,001	-,134	-3,212	,001	,016	,374	,709
Endividamento	-,156	-6,486	,000	,156	6,486	,000	,226	9,404	,000
Endividamento ²	,126	5,418	,000	-,126	-5,418	,000	-,150	-6,453	,000
Remuneração	-,051	-1,557	,120	,051	1,557	,120	-,010	-,318	,750
Remuneração ²	,035	1,086	,277	-,035	-1,086	,277	,115	3,557	,000
Idade	-,009	-,411	,681	,009	,411	,681	,053	2,374	,018
Setor	-,018	-,895	,371	,018	,895	,371	-,005	-,236	,813
Dimensão [Ln(Vendas)]	,207	7,927	,000	-,207	-7,927	,000	-,023	-,899	,369
R ²	,072			,072			,068		
R ⁴	,065			,063			,060		
F	9,652			9,652			9,057		
Valor P	,000			,000			,000		
Durbin-Watson	2,040			2,040			1,999		
N	2379			2379			2379		

^a Valores estandardizados.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

5.5.3 Mecanismos de controlo interno e *performance* das empresas

5.5.3.1 Estrutura de propriedade e a *performance*

Como se pode constatar, nas Tabelas B.10 e 5.37, os resultados obtidos indicam que a concentração da propriedade não tem efeitos significativos sobre os indicadores da *performance*; resultados esses que se encontram em harmonia com os estudos de Florackis (2005) e Arosa *et al.* (2010). Deste modo, não existem evidências que permitam corroborar as hipóteses H_6a1 .

Contrariamente ao estudo de Thomsen e Pedersen (2000) que encontram relações inversas entre as participações detidas pelos Estados e a *performance* das empresas europeias cotadas em bolsa, os resultados obtidos revelam que, independentemente

dos graves problemas de agência do capital existentes (c.f. Tabelas B.8 e 5.33), as empresas detidas pelo Estado continuam a ser rentáveis, nomeadamente nos períodos de elevado crescimento económico. Estes resultados estão em alinhamento com o estudo de Sun *et al.* (2002), que, ao analisarem as empresas cotadas nas bolsas de *Shanghai* e *Shenzhen*, entre 1994-1997, observaram que as participações detidas pelo Estado chinês e a *performance* das empresas estavam positivamente relacionadas. Assim, rejeita-se a hipótese H_6a2 .

À semelhança do que acontece com os indicadores dos custos de agência apresentados nas seções anteriores (5.5.1 e 5.5.2), nota-se, também, que os efeitos dos mecanismos de controlo interno sobre os indicadores da *performance* variam ao longo do tempo. Os resultados apresentados na Tabela B.10 indicam que as participações detidas pelos bancos e pelas empresas de cariz não-financeiro reduzem a rendibilidade dos capitais investidos e aumentam a rendibilidade dos ativos bruto. Nos anos subsequentes, essas relações deixam de ser significativas. Portanto, não existem evidências empíricas que permitam corroborar as hipóteses H_6a3 , H_6a4 , H_6a5 e H_6a6 .

Complementarmente, observa-se que, durante o período de 2005-2009, a diversificação da estrutura acionista teve apenas efeitos positivos e significativos sobre a rendibilidade dos ativos brutos ($\beta=,045$; $P=,031$). No período posterior (2010-2011), além desses efeitos se desvanecerem, a diversificação da estrutura acionista deteriorou significativamente a rendibilidade operacional e líquida das vendas (cf. Tabela 5.37). Face a estes resultados, rejeita-se a hipótese H_6a7 .

As relações entre os indicadores da *performance* e a sobreposição entre a propriedade e a gestão não são constantes. Tendo em conta os dois períodos em análise, observa-se a sobreposição entre a propriedade e a gestão tem: a) tem efeitos positivos, ou predominantemente positivo, com a rendibilidade operacional das vendas; b) tem efeitos positivos, ou convexa \cap , a rendibilidade líquida das vendas. Neste âmbito, é de salientar McMahon (2007) que, ao analisar 1872 PME, concluiu que apesar de não existirem relações significativas entre o *owner-management* e os diversos indicadores da *performance*, as empresas cujos gestores detêm 100% do capital social têm maior probabilidade de obter *performance* superior, nomeadamente a rendibilidade líquida das vendas, a rendibilidade dos capitais próprios e a rendibilidade dos ativos. Neste alinhamento, corrobora-se parcialmente a hipótese H_6a8 .

5.5.3.2 Board e a *performance*

A Tabela 5.20 indica que a dimensão do *board*/gerência, das empresas, em análise varia entre 1 e 21. Em média, as empresas são geridas por 2,86 pessoas (Tabela C.4), sendo que cerca de 88% das PMEs tem até 4 membros no *board* ou na gerência. Bennett e Robson (2004), ao analisarem PMEs do Reino Unido, encontraram resultados similares e concluíram que a dimensão do *board* varia de acordo com o número de colaboradores que as empresas têm, ou seja, varia de acordo com a dimensão da empresa.

A análise dos resultados por nós obtidos indica que os efeitos da dimensão do *board* sobre os indicadores da *performance*, além de variarem de acordo com o período em análise, também não são lineares. Observa-se, por exemplo, que, no período de 2010-2011, a dimensão do *board* não teve efeitos significativos sobre os indicadores da *performance*. Mas, no período de 2005-2009 (Tabela B.10), observam-se relações côncavas entre a dimensão do *board* e a rentabilidade operacional e líquida das vendas (cujos valores mínimos são 2,88 e 3,03 membros, respectivamente), assim como relações predominantemente negativas entre a mesma variável e a rentabilidade do ativo bruto (cujo valor mínimo é de 3.14 membros). Diante desses resultados, rejeita-se a hipótese H_{6b} , que prevê uma relação convexa (em forma de \cap) entre a dimensão do *board* e os indicadores da *performance*.

É de realçar que vários estudos evidenciam relações não significativas (Weir *et al.*, 2002; Bonn *et al.*, 2004) ou inversas (Yermack, 1996; Conyon e Peck, 1998; Florackis, 2005; Bennedsen *et al.*, 2008) entre a dimensão do *board* e as *proxies* utilizadas para mediar a *performance* das empresas. Conyon e Peck (1998), num estudo comparativo, analisaram os efeitos da variação da dimensão do *board* sobre a variação da rentabilidade dos capitais próprios e do valor das empresas, medido pelo Q de Tobin. Tendo, por um lado, observado relações inversas entre as variáveis no Reino Unido, Holanda e Dinamarca e, por outro lado, encontrado relações marginais, ou não significativas, entre essas variáveis na França e Itália. Na mesma linha, Bonn *et al.* (2004) estudaram os efeitos da dimensão do *board* sobre a *performance* das empresas japonesas e australianas, tendo observado que, enquanto a dimensão do *board* tinha efeitos negativos sobre a rentabilidade dos ativos e o valor das empresas japonesas, as empresas australianas apresentavam relações não significativas entre as mesmas variáveis.

5.5.3.3 Endividamento e a performance

As evidências empíricas revelam que os efeitos do endividamento sobre os indicadores da performance também não são monolíticos, nomeadamente porque os níveis de endividamento tendem a ser cumulativos (Myers e Majluf, 1984) e os custos de financiamento tendem a ser agravados de acordo com os riscos incorridos pelos credores (Jiménez e Saurina, 2002; Doukas e Pantzalis, 2003; Voordeckers e Steijvers, 2006).

Constata-se, por exemplo, que entre 2005 e 2009 os níveis de endividamento eram diretamente proporcionais à rentabilidade dos ativos ($\beta=,049$; $p=,009$) e dos capitais investidos ($\beta=,054$; $p=,004$), mas eram inversamente proporcionais à rentabilidade operacional e líquida das vendas ($\beta=-,047$; $p=,003$ e $\beta=-,030$; $p=,054$, respetivamente). Nos anos subsequentes, observam-se relações negativas entre os níveis de endividamento e a rentabilidade dos ativos, rentabilidade dos capitais investidos e rentabilidade dos ativos brutos, assim como relações não-lineares predominantemente positivas entre a mesma variável e a rentabilidade operacional e líquida das vendas.

Estes resultados são consistentes com os estudos de Thomsen e Pedersen (2000), Weir *et al.* (2002), Abor e Biekpe (2007), Cheng (2008), Chu (2009), Arosa *et al.* (2010) e Pinto (2012)¹ que reportam relações inversas entre os níveis de endividamento e os indicadores da *performance*, bem como o de Lumpkin e Dess (1996) que sugere que certas práticas ou decisões podem conduzir, simultaneamente, a resultados favoráveis para uma determinada dimensão da *performance* e a resultados desfavoráveis para outras dimensões.

Uma análise conjunta dos dados apresentados nas seções 5.5.2 e 5.5.2 sugere que em mercados competitivos, como Portugal, a incapacidade dos gestores de reduzir os custos de agência do capital (aumentando a rotação dos ativos e reduzindo os custos discricionários dos gestores) pode deteriorar a qualidade dos créditos obtidos, o que, conseqüentemente, pode ter efeitos negativos sobre indicadores da *performance* e vice-versa. Desta forma é rejeitada a hipótese H_{6c} , segundo a qual existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre o nível de endividamento e a *performance* das empresas.

¹É de realçar que Pinto (2012), ao analisar PMEs português, também encontrou relações inversas entre os indicadores da *performance* e a dívida bancária.

5.5.3.4 Remuneração dos gestores e a *performance*

As estimativas apresentadas nas Tabelas B.10 e 5.37 indicam uma certa variabilidade dos efeitos da remuneração dos gestores sobre os indicadores da *performance*. Por exemplo, entre 2005–2009, constata-se relações não-lineares predominantemente positivas entre a remuneração dos gestores e a rentabilidade operacional dos ativos e dos capitais investidos. Paralelamente, observam-se quer relações não-lineares predominantemente negativas entre a mesma variável e a rentabilidade operacional, quer relações inversas entre a remuneração dos gestores e a rentabilidade líquida das vendas. Nos anos subsequentes, observam-se apenas relações inversas entre a variável em causa e a rentabilidade operacional e líquida da vendas. Rejeita-se, por isso, a hipótese H_{6d} que postula a existência de uma relação convexa (em forma de \cap) entre a remuneração total dos gestores e a *performance* das empresas.

Tabela 5.37: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo na performance das Empresas (2010-2011)

Variáveis	RO/A			RO/V			RO/AE			RL+D/A			RL/V		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		1,979	,048		-,365	,715		-3,784	,000		1,338	,181		-,365	,715
Nº de sócios/acionistas	-,010	-,360	,719	-,039	-2,440	,015	-,012	-,465	,642	-,003	-,118	,906	-,039	-2,440	,015
Part. detida pelo Estado	,006	,305	,760	,048	4,186	,000	-,008	-,451	,652	,008	,429	,668	,048	4,184	,000
Part. detida pelos bancos	-,019	-,577	,564	,029	1,498	,134	-,026	-,816	,415	-,023	-,715	,475	,029	1,498	,134
Part. detida pelas empresas	-,035	-1,213	,225	,022	1,276	,202	-,030	-1,046	,295	-,038	-1,317	,188	,022	1,276	,202
Part. detida pelas SGPS	-,029	-1,675	,094	,006	,524	,600	-,022	-1,296	,195	-,027	-1,564	,118	,006	,524	,600
Part. Det. O Inst. Finan.	-,018	-,795	,426	-,003	-,197	,844	-,018	-,794	,427	-,015	-,641	,522	-,003	-,197	,844
Diversificação	,024	1,149	,251	-,026	-2,072	,038	,027	1,329	,184	,025	1,234	,217	-,026	-2,072	,038
COM. PROP.	-,014	-,527	,598	,004	,276	,783	-,010	-,397	,691	-,014	-,531	,596	,004	,276	,783
COM. PROP. ²	,004	,208	,835	,013	1,106	,269	,006	,331	,740	,008	,397	,691	,013	1,107	,269
BOARD	-,043	-1,251	,211	-,031	-1,475	,140	-,061	-1,806	,071	-,033	-,976	,329	-,031	-1,476	,140
BOARD ²	,050	1,329	,184	-,006	-,278	,781	,044	1,201	,230	,044	1,199	,231	-,006	-,278	,781
Fiscalização	-,034	-1,415	,157	,010	,693	,488	-,037	-1,561	,119	-,041	-1,724	,085	,010	,693	,488
SPG	-,013	-,266	,790	,064	2,216	,027	,009	,189	,850	-,017	-,355	,723	,064	2,216	,027
SPG ²	-,019	-,452	,651	,002	,075	,940	-,015	-,365	,715	-,020	-,480	,632	,002	,075	,940
Endividamento	-,361	-16,669	,000	,142	10,914	,000	-,382	-18,002	,000	-,393	-18,360	,000	,142	10,913	,000
Endividamento ²	-,086	-4,264	,000	-,026	-2,137	,033	-,090	-4,537	,000	-,089	-4,474	,000	-,026	-2,137	,033
Remuneração	,048	1,716	,086	-,039	-2,318	,021	,019	,691	,490	,036	1,304	,192	-,039	-2,318	,021
Remuneração ²	-,020	-,779	,436	,020	1,339	,181	,001	,040	,968	-,017	-,696	,486	,020	1,339	,181
LN(V/A)	,116	5,340	,000	,085	6,503	,000	,010	,484	,628	,098	4,562	,000	,085	6,506	,000
LN(CO/V)	-,220	-11,510	,000	-,864	-75,25	,000	-,239	-12,778	,000	-,214	-11,352	,000	-,864	-75,249	,000
CACP	-,041	-2,172	,030	-,037	-3,199	,001	,017	,912	,362	-,043	-2,263	,024	-,037	-3,199	,001
Idade	-,123	-6,206	,000	,076	6,417	,000	-,106	-5,455	,000	-,120	-6,135	,000	,076	6,418	,000
Setor	-,014	-,820	,412	,002	,150	,880	-,026	-1,494	,135	,002	,098	,922	,002	,151	,880
Dimensão [Ln(Vendas)]	,051	2,022	,043	-,002	-,110	,912	,141	5,701	,000	,047	1,873	,061	-,002	-,110	,912
R ²	,308			,749			,336			,325			,749		
R ^A	,301			,747			,329			,318			,747		
F	43,495			291,839			49,299			47,048			291,829		
Valor P	,000			,000			,000			,000			,000		
Durbin-Watson	1,905			1,940			1,923			1,899			1,940		
N	2367			2367			2367			2367			2367		

^a Valores estandardizados.

RO/A - Retorno do ativo.

RO/V - Rendibilidade operacional das vendas.

RO/AE - Rendibilidade do capital investido.

RL+D/A - Rendibilidade dos activos.

RL/V - Rendibilidade líquida das vendas.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

LN(V/A)- LN(Rotação dos ativos).

LN(CO/V)- LN(Custos operacionais sobre vendas).

CACP - Capitais alheios de curto prazo.

Análises anteriores, apresentadas nas Tabelas B.10 e 5.37, confirmam que a melhoria da *performance* das empresas depende fundamentalmente da redução dos custos de agência dos capitais (i.e. aumento da rotação dos ativos e redução dos custos operacionais sobre as vendas).

O grande desafio enfrentado pelos empresários consiste na (re)combinação dos mecanismos de controlo interno de modo a reduzir os problemas de agência do capital, a aumentar a confiança dos credores e, concomitantemente, a aumentar a *performance* da empresa.

A Tabela 5.38 apresenta o resumo das hipóteses corroboradas, no âmbito dos mecanismos de controlo interno.

Tabela 5.38: Resumo das hipóteses corroboradas – mecanismo de controlo interno

DESCRIÇÃO	RESULTADO
<i>H_{4a1}</i> : Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a concentração da propriedade e os custos de agência do capital.	Corroborada parcialmente
<i>H_{4a2}</i> : Quanto maior for a participação detida pelo Estado, menores serão os custos de agência do capital.	Rejeitada
<i>H_{4a3}</i> : Quanto maior for a participação detida pelos Bancos, menores serão os custos de agência do capital.	Não corroborada
<i>H_{4a4}</i> : Quanto maior for a participação detida por empresas não-financeiras, menores serão os custos de agência do capital.	Rejeitada
<i>H_{4a5}</i> : Quanto maior for a participação detida por instituições financeiras não bancárias, menores serão os custos de agência do capital.	Não corroborada
<i>H_{4a6}</i> : Quanto maior for a participação detida pelas Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS), menores serão os custos de agência do capital.	Rejeitada
<i>H_{4a7}</i> : Quanto maior for a diversificação da estrutura acionista, menores serão os custos de agência do capital.	Não corroborada
<i>H_{4a8}</i> : Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a sobreposição da propriedade e da gestão e os custos de agência do capital.	Corroborada parcialmente
<i>H_{4b}</i> : Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a dimensão do board e os custos de agência do capital.	Corroborada parcialmente
<i>H_{4c}</i> : O endividamento reduz os custos de agência do capital.	Rejeitada
<i>H_{4d}</i> : Existe uma relação não-linear predominantemente positiva entre a remuneração total dos gestores e os custos de agência do capital.	Rejeitada
<i>H_{5a1}</i> : A concentração da propriedade reduz os custos de agência da dívida.	Não corroborada
<i>H_{5a2}</i> : A sobreposição entre a propriedade e a gestão reduz os custos de agência da dívida.	Rejeitada parcialmente
<i>H_{5a3}</i> : Quanto maior for a participação detida pelo Estado, menores serão os custos de agência da dívida.	Não corroborada
<i>H_{5a4}</i> : Quanto maior for a participação detida pelos Bancos, menores serão os custos de agência da dívida.	Rejeitada parcialmente
<i>H_{5a5}</i> : Quanto maior for a participação detida por empresas não-financeiras, menores serão os custos de agência da dívida.	Corroborada parcialmente
<i>H_{5a6}</i> : Quanto maior for a participação detida por instituições financeiras (não-bancárias), menores serão os custos de agência da dívida.	Não corroborada
<i>H_{5a7}</i> : Quanto maior for a participação detida pelas SGPS, menores serão os custos de agência da dívida.	Não corroborada
<i>H_{5a8}</i> : A diversificação da estrutura acionista reduz os custos de agência da dívida.	Corroborada parcialmente
<i>H_{5b1}</i> : Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a dimensão do board e os custos de agência da dívida.	Rejeitada
<i>H_{5b2}</i> : Quanto maior é a dimensão do órgão fiscalizador, menores são os custos de agência da dívida.	Corroborada parcialmente
<i>H_{5c}</i> : Existe uma relação côncava (em forma de U) entre o nível de endividamento e os custos de agência da dívida.	Rejeitada
<i>H_{5d}</i> : Existe uma relação côncava (em forma de U) entre a remuneração total dos gestores e os custos de agência da dívida.	Corroborada parcialmente
<i>H_{6a1}</i> : Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre a concentração da propriedade e a performance da empresa.	Não corroborada
<i>H_{6a2}</i> : Quanto maior for a participação detida pelo Estado, menor será a performance das empresas.	Rejeitada
<i>H_{6a3}</i> : Quanto maior for a participação detida pelos Bancos, maior será a performance das empresas.	Não corroborada
<i>H_{6a4}</i> : Quanto maior for a participação detida por empresas não-financeiras, maior será a performance das empresas.	Não corroborada
<i>H_{6a5}</i> : Quanto maior for a participação detida por instituições financeiras (não bancárias), maior será a performance das empresas.	Não corroborada
<i>H_{6a6}</i> : Quanto maior for a participação detida por SGPS, maior será a performance das empresas.	Não corroborada
<i>H_{6a7}</i> : Quanto maior for a diversificação da estrutura acionista, maior será a performance das empresas.	Rejeitada
<i>H_{6a8}</i> : Existe uma relação quadrática entre a sobreposição entre a propriedade e a gestão e a performance das empresas.	Corroborada parcialmente
<i>H_{6b}</i> : Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre a dimensão do board e a performance das empresas.	Rejeitada
<i>H_{6c}</i> : Existe uma relação convexa (em forma de \cap) entre o nível de endividamento e a performance das empresas.	Rejeitada
<i>H_{6d}</i> : Existe uma relação quadrática entre a remuneração total dos gestores e a performance das empresas.	Rejeitada

CONCLUSÃO

O relatório do Instituto Nacional de Estatística de Portugal (INE, 2010b) indica que as micro empresas (até 9 colaboradores) representam 95% das empresas do sector não financeiro, empregam 44% da população ativa e contribuem em apenas 25% para o volume de vendas, as pequenas e médias empresas (10-249 colaboradores) representam 4,5%, empregam 36% da população ativa e contribuem em 46% para o volume de vendas, enquanto que as grandes empresas (mais de 249 colaboradores) representam apenas 0,1%, empregam 21% da população ativa e contribuem em 29% para o volume de vendas.

Adicionalmente, estudos recentes do INE revelam que as empresas de maior dimensão são as que mais exportam, em especial no Comércio Extra-UE (INE, 2014). Segundo esse relatório, em 2013, as micro empresas representavam 61% das empresas exportadoras e contribuíram com 9,5% das vendas externas, as pequenas empresas representavam 24,8% das empresas exportadoras e contribuíram com 16,6% , as médias empresas representavam 6,1% das empresas exportadoras e contribuíram com 24,8%, ao passo que as grandes empresas representavam apenas 1,1% das empresas exportadoras e contribuíram com 42,5% das vendas externas.

Estes dados sugerem que a contribuição das empresas para o desenvolvimento socioeconómico não depende do peso que estas têm no tecido empresarial, mas sim da dimensão de cada uma. Nota-se, por exemplo, que apesar das grandes empresas representarem apenas 0,1% do tecido empresarial português elas contribuem em mais de

$\frac{1}{5}$ para empregabilidade da população ativa e volume de vendas. Observa-se, também, que 1,1% das grandes empresas exportadoras são responsáveis por cerca de $\frac{2}{5}$ das exportações. Ora, estes estudos levam a intuir que as PME's apresentam algumas limitações (*handicaps*) que as impossibilitam de contribuir mais para os indicadores macroeconómicos, visto que são a maioria.

Segundo Guerreiro (1997), sobre as pequenas e médias empresas pendem dois aspetos de sinais opostos, por um lado, a seu favor, reconhece-se o facto de serem elas as que criam novos empregos e absorvem uma parte significativa da população ativa. Por outro lado, no prato negativo, são, em regra mal, geridas o que, entre outras consequências, compromete a sua continuidade, ameaçando os postos de trabalhos criados.

A literatura sobre governação de empresas mostra que a ineficiência das empresas, incluindo as PME's, resulta geralmente dos conflitos de agência entre gestores, acionistas e credores que se criam ao longo da vida dessas instituições (Rozeff, 1982; Berle e Means, 1932; Ross, 1973; Jensen e Meckling, 1976; Ross, 1977; Schulze *et al.*, 2002, 2001; Voordeckers e Steijvers, 2008). Neste quadro, o presente estudo procurou analisar os custos de agência, os mecanismos de controlo e a *performance* das sociedades anónimas e por quotas de pequena dimensão, no contexto português.

As análises preliminares revelam que, apesar de existirem diferenças significativas entre as sociedades por quotas e anónimas relativamente a alguns mecanismos de controlo (designadamente a estrutura de propriedade e de gestão), elas não diferem significativamente entre si no que diz respeito aos indicadores de custos de agência e *performance*. Estes resultados são também aplicáveis à comparação entre sociedades com e sem estatuto de PME's líder/excelência.

Cinco fatores essenciais podem estar na base desses resultados: (i) a falta de economias de escala nas PME's; (ii) o elevado endividamento de curto prazo, que torna inexecutável a implementação de projectos de médio e longo prazo (iii) os efeitos secundários do sobreendividamento - a hipoteca do património pessoal e empresarial exigidas para a obtenção de créditos de longo prazo podem gerar *stress* e custos psicológicos que, por sua vez, desmotivam os gestores na prossecução de *performance* superior, (vi) a falta de um desígnio estratégico sustentável, (v) a gestão fiscal, (vi) os problemas de agência resultantes do *self-control* e *self-management* previstos por Schulze *et al.* (2002, 2001), (vii) o arrefecimento da economia europeia e, por último, (viii) a não se-

paração entre o património societário e pessoal/familiar enquanto entidades jurídicas diferentes.

A caracterização da amostra em análise confirma a aceção segundo a qual as PME's são, em regra, empresas de índole familiar. Constatou-se, por um lado, que cerca de 52% das PME's são geridas por 2 ou mais membros da mesma família e, por outro lado, que aproximadamente 89% e 42% dos líderes das sociedades por quotas e anónimas são, respetivamente, proprietários da empresa.

Assim, desdobrou-se a presente investigação em duas partes. Na primeira parte analisou-se o impacto do envolvimento familiar no negócio sobre os custos de agência e *performance* das empresas. Na segunda parte avaliaram-se os efeitos dos mecanismos de controlo interno sobre os custos de agência e *performance* das PME's.

Os resultados obtidos confirmam os estudos de Jiang e Peng (2011) e Zinga *et al.* (2013a,b) que defendem que o envolvimento familiar pode aumentar (reduzir) os custos de agência do capital e/ou da dívida, o que, por sua vez, terá efeitos negativos (positivos) ou neutros na *performance* das empresas. Corroborando o os estudos anteriores, que sugerem que o envolvimento da família no negócio tem prós e contras (Schulze *et al.*, 2002; Lubatkin *et al.*, 2005; Dyer, 2006). Neste âmbito conclui-se o seguinte:

- 1) por virtude dos efeitos de alinhamento e entrincheiramento, a relação entre a rotação dos ativos e o envolvimento da família na propriedade é não-linear predominante positiva (valor máximo 41%), sem qualquer efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores. Enquanto que a relação entre a rotação dos ativos e o envolvimento da família na gestão é não-linear predominantemente negativa (valor mínimo 39%), também sem qualquer efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores. No entanto, a interação entre a propriedade e a gestão familiar aumenta a rotação dos ativos, não tendo efeito significativo sobre os custos discricionários dos gestores. O que significa que as empresas familiares que queiram permanecer no mercado devem avaliar e valorizar constantemente o seu ativo (capital humano, físico e social), potenciar o (*bright side*) e ao mesmo tempo atenuar o *dark side* inerente ao envolvimento da família no negócio;
- 2) o envolvimento da família também é um mecanismo de controlo dos custos de agência, obviamente com as suas limitações, tal como acontece com os outros mecanismos de controlo identificados na literatura.

- 3) O racionamento do crédito das PMEs agrava-se à medida que o envolvimento da família no negócio aumenta e melhoram à medida que a liquidez imediata aumenta. Ou seja, os custos de agência da dívida são menores nas empresas com elevada capacidade de solver as suas dívidas no curto espaço de tempo.
- 4) o envolvimento da família na propriedade e na gestão é irrelevante para a *performance* das empresas.
- 5) A performance das empresas está diretamente associada à redução dos custos de agência do capital. Significando que as empresas familiares serão certamente bem sucedidas se os seus membros forem capazes de reduzir os conflitos de interesses, resultantes do *self-control* e *self-management*, apresentados por Schulze *et al.* (2001) e Lubatkin *et al.* (2005).

No que se refere aos efeitos dos mecanismos de controlo interno sobre os indicadores dos custos de agência e a *performance* das empresas, os resultados obtidos sugerem o seguinte:

- 1) os efeitos dos mecanismos de controlo sobre os indicadores dos custos de agência do capital, para além de variarem ao longo do tempo, tendem a ser não lineares devido à coexistência das hipóteses de alinhamento de interesses e de entrenchement que, conseqüentemente, podem ter efeitos positivos, negativos ou não significativos sobre os indicadores da *performance*;
- 2) os custos de agência do capital são maiores nas empresas detidas por Estado, bancos e outras empresas de cariz não financeiro. Corroborando o estudo de Florackis e Ozkan (2009) que conclui que, quanto maior é a participação detidas por outras organizações (designadamente dos acionistas institucionais), menor é a eficácia da monitorização interna e, por conseguinte, maiores são os custos de agência;
- 3) os custos de agência do capital aumentam à medida que a remuneração total dos gestores aumenta. Este resultado está em harmonia com Bebchuk e Fried (2003), Brick *et al.* (2006), Cohen e Lauterbach (2008) e Combs *et al.* (2010) que sugerem que a remuneração dos gestores é uma das fontes dos problemas de agência. No entanto, os credores tendem a penalizar as empresas cuja remuneração dos

seus gestores se encontra abaixo da média do mercado, aumentando os custos de financiamento.

- 4) as PMEs enfrentam graves problemas do racionamento do crédito (maturidade e preços) que resultam não só da imperfeição dos mercados, como também, e tal como sugerem Zambaldi *et al.* (2011), do facto de: (i) terem um número muito reduzido de informações divulgadas publicamente, (ii) serem percecionadas como meios férteis para conflitos familiares, (iii) estarem sujeitas, por força da lei, a um regime contábil menos exigente e (iv) em regra, disporem de poucas garantias patrimoniais que possam ser acionadas em caso de incumprimento do serviço da dívida.
- 5) a dimensão do órgão fiscalizador aumenta os custos de agência do capital.
- 6) os credores tendem a ajustar os termos e condições de financiamento, de acordo com a qualidade dos serviços prestados pelo órgão de fiscalização interna, designadamente no que se refere ao controlo dos custos de agência do capital. Corroborando com Hernández-Cánovas e Martínez-Solano (2006) e Zambaldi *et al.* (2011) reportam que os credores utilizam, geralmente, as informações privadas recolhidas durante as transações comerciais que estabelecem com as empresas, para determinarem os termos de concessão dos créditos.
- 7) os efeitos dos mecanismos de controlo interno sobre a *performance*, além de serem cíclicos, variam de acordo com os indicadores da *performance* em análise.
- 8) a redução dos custos de agência do capital é determinante para a melhoria dos indicadores da *performance* das PMEs.

Contribuições teóricas

Do ponto de vista teórico, o presente estudo apresenta as seguintes contribuições:

- Adota uma abordagem integrada fundamentada na teoria de agência e na *stewardship theory*, de modo a explicar os comportamentos que visam maximizar a *performance* num contexto em que a atitude pro-organizacional coexiste com as motivações de *self-servicing*.

- ao articular e suportar o estudo empírico com base na teoria de agência, por um lado, e na *stewardship theory*, por outro, esta tese contribui para a literatura na medida em que ajuda a compreender como o comportamento disfuncional emerge com o envolvimento familiar e com o altruísmo dos proprietários ou gestores.
- por fim, distingue as causas e formas de mitigação dos problemas de agência no contexto das PMEs.

Contribuições práticas

No âmbito empresarial, esses resultados levam a sublinhar o seguinte:

- O envolvimento da família no negócio tem o *dark side* e o *bright side*. Portanto, as empresas familiares que queiram permanecer no mercado devem avaliar e valorizar constantemente o seu ativo (capital humano, físico e social) e potenciar o *bright side* atenuando, simultaneamente, os efeitos do *dark side* inerente ao envolvimento familiar no negócio.
- As relações comerciais que se estabelecem ao longo dos anos permitem aos credores (designadamente bancos) obterem informações quantitativas e qualitativas que, por seu turno, são utilizadas para determinar o montante e as condições de financiamento. Diante dessas informações, os credores são mais exigentes com as empresas cujos gestores e/ou proprietários manifestem maior propensão de expropriação da riqueza e menor eficiência. Assim sendo, os gestores têm que escolher entre ter uma gestão eficiente (que começa com a separação dos interesses pessoais e empresariais) ou sofrer os efeitos do agravamento dos termos e condições de financiamento.
- A volatilidade dos indicadores da *performance* das PMEs deve-se, sobretudo, à incapacidade (i.e. *bounded rationality*) evidenciada pelos seus gestores no controlo dos custos de agência do capital e da dívida, bem como à fraca adesão às economias de escala.

No âmbito das instituições financeiras, esses resultados sublinham que:

- É certo que determinadas PMEs são menos eficientes e, por conseguinte, apresentam elevados riscos de financiamento; o que as torna menos atrativas para as instituições credoras. No entanto, existe um número significativo de PMEs altamente eficientes e com elevado potencial de crescimento, mas que são discriminadas simplesmente pela sua novidade e pequenez. Ora, o presente estudo sugere que as instituições financeiras devem aperfeiçoar os critérios e mecanismos de avaliação das empresas (*scoring*), de modo a separar os dois grupos de empresas, sob pena de incorrerem em grandes perdas resultantes dos problemas do risco moral e de seleção adversa.
- Tal como sublinha Stiglitz e Weiss (1981), a adoção de uma postura reativa durante o processo de concessão de créditos (ao exigirem mais garantias e elevados custos de financiamento), não só induzirá os mutuários a escolherem projetos que prometam taxas de retorno mais elevadas, mesmo que sejam mais arriscados (risco moral), como também atrairá empresas com elevado risco, enquanto que as de menor risco serão dispensadas (selecção adversa). Portanto, as atitudes extremamente defensivas e oportunistas podem reduzir os retornos esperados das instituições de crédito, por um lado, e limitar o crescimento de uma parte significativa de empresas, tais como *start-up*, empresas de rápido crescimento, empresas de alto pendor tecnológico e de trabalho intensivo, que geralmente não têm ativos tangíveis necessários e suficientes para aceder ao crédito de longo prazo e/ou suportar juros e custos similares elevados.

No âmbito político, esses resultados sugerem que:

- a modernização e a competitividade das PMEs não se alcançam apenas disponibilizando mais dinheiro. Para além da formação ao nível do empreendedorismo e dos processos de sucessão, muito disseminado no seio das associações de PMEs e de empresas familiares, a competitividade das PMEs passa também pela consciencialização dos empresários sobre os problemas de agência que podem existir e das consequências que estes têm ao nível da competitividade, atratividade e *performance* das empresas. Assim sendo, o presente estudo sugere que, paralelamente aos cursos de empreendedorismo já lecionados em várias universidades, se inclua, nos programas de ensino médio e superior, o estudo das PMEs e empresas familiares, de modo a precaver os futuros empreendedores dos potenciais

problemas de agência que decorrem da sobreposição entre a instituição familiar e a instituição empresarial.

- as PMEs enfrentam, por várias razões, sérias dificuldades no acesso ao crédito em condições favoráveis. A pouca literacia financeira e a falta de poder de negociação dos seus gestores, tornam essas empresas vulneráveis à expropriação por credores predadores que oferecem “soluções” que atendam pura e simplesmente aos seus interesses. Essas práticas são acobertadas pelas imperfeições dos mercados financeiros que, se não forem devidamente controladas por entidades competentes, podem pôr em causa a sobrevivência de muitas PMEs e, conseqüentemente, outros indicadores macroeconómicos. A solução para este problema passa pelo fomento da literacia financeira dos gestores, bem como pelo aumento da eficiência das entidades reguladoras e de supervisão, no controlo das instituições credoras.

Limitações do estudo e linhas de investigação futura

Apesar da literatura sobre *Corporate Governance* apresentar evidências que apontam no sentido de que a *performance* das empresas depende também dos efeitos interativos dos mecanismos de controlo interno (Florackis, 2005; Ibrahim e Samad, 2007; Zahra *et al.*, 2007a; Cheng, 2008), a presente investigação não avalia em que medida a interação desses mecanismos afetam os indicadores dos custos de agência e *performance* das PMEs, nem analisa os efeitos da política de dividendos sobre os referidos indicadores. A outra limitação consiste na fragilidade de um dos indicadores utilizados para medir os custos de agência do capital, tal como é defendido por McKnight e Weir (2009).

Em face destas limitações, sugere-se que, em estudos futuros: (i) sejam analisados os efeitos interativos dos mecanismos de controlo internos sobre *performance* das PMEs; (ii) seja utilizados outros indicadores para medir os custos de agência do capital, designadamente os relacionados com os *free cash flows*, tal como é sugerido pelos estudos de McKnight e Weir (2009) e Chen *et al.* (2011); (iii) sejam analisados os efeitos das políticas de dividendo das PMEs.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- ABOR, J. (2007). "Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms." *Journal of Risk Finance* 8(4): 364–379.
- ABOR, J. e BIEKPE, N. (2007). "Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities." *Corporate Governance* 7(3): 288–300.
- AGRAWAL, A. e KNOEBER, C. R. (1996). "Firms performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(3): 377–397.
- AGRAWAL, A. e MANDELKER, G. (1987). "Managerial incentives and corporate investment and financing decisions." *Journal of Finance* 42: 823–837.
- AIKEN, L. S. e WEST, S. G. (1991). *Multiple regression: Testing and interpreting interactions*. Sage.
- AJINKYA, B., BHOJRAJ, S. e SENGUPTA (2005). "The association between outside director, institutional investors and the properties of management earnings forecast." *Journal of Accounting Research* 43: 343–376.
- AKERLOF, G. A. (1970). "The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism." *Quarterly Journal of Economics* 84(3): 488–500.

- ALAGLA, S. (2012). *The role and effect of corporate governance and remuneration consultant on CEO compensation: Empirical evidence from UK companies*. Tese de Doutoramento, Durham University Business school.
- ALLOUCHE, J., AMANN, B., JAUSSAUD, J. e KURASHINA, T. (2012). "The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation." *Family Business Review* 21(4): 315–329.
- ALVES, C. F. (2005). *Os investidores institucionais e o governo das sociedades: disponibilidade, condicionantes e implicações*. Almedina, Coimbra.
- ANDERSON, R. C. e REEB, D. M. (2004). "Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms." *Administrative Science Quarterly* 49(2): 209–237.
- ANDERSON, R. C., MANSI, S. A. e REEB, D. M. (2003a). "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500." *The Journal of Finance* 58(3): 1301–1328.
- (2003b). "Founding family ownership and the agency cost of debt." *Journal of Financial Economics* 68(2): 263–285.
- ANDERSON, R. C., MANSI, S. A. e REEB, D. M. (2004). "Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt." *Journal of Accounting and Economics* 37: 315–342.
- ANDERSON, R. C., DURU, A. e REEB, D. M. (2009). "Founders, heirs, and corporate opacity in the United States." *Journal of Financial Economics* 92: 205–222.
- ANG, J., LIN, J. e TYLER, F. (1995). "Evidence on the lack of separation between business and personal risks among small businesses." *Journal of Small Business Finance* (4): 197–210.
- ANG, J. S. (1991). "Small business uniqueness and the theory of financial management." *Journal of Small Business Finance* págs. 1–13.
- (1992). "On the theory of finance for privately held firms." *Journal of Small Business Finance* 1: 185–203.
- ANG, J. S., COLE, R. A. e LIN, J. W. (2000). "Agency cost and ownership structure." *Journal of Finance* 55(1): 81–106.

- ANGELINI, P., DI SALVO, R. e FERRI, G. (1998). "Availability and cost of credit for small businesses: customer relationships and credit cooperatives." *Journal of Banking and Finance* 22: 25–954.
- ANTONIOU, A., GUNAY, Y. e PAUDYAL, K. (2006). "The determinants of debt maturity structure: Evidence from France, Germany and the UK." *European Financial Management* 12(2): 161–194.
- ARMOUR, J., H., G. e KANDA, H. (2009a). "Transactions with creditors." In KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H. e ROCK, E. (Eds.) "The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach," 2ª ed., cap. 5, págs. 115–151. Oxford University Press, USA, New York.
- ARMOUR, J., HANSMANN, H. e KRAAKMAN, R. (2009b). "Agency problems and legal strategies." In KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H. e ROCK, E. (Eds.) "The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach," 2ª ed., cap. 2, págs. 35–53. Oxford University Press, USA, New York.
- AROSA, B., ITURRALDE, T. e MASEDA, A. (2010). "Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain." *Journal of Family Business Strategy* 1(2): 88–96.
- ARROW, K. J. (1963). *Social Choice and Individual Values*. Wiley, New York.
- ASTRACHAN, J. H. e SHANKER, M. C. (2003). "Family businesses' contribution to the U.S. economy: A closer look." *Family Business Review* 16(3): 211–219.
- AUDRETSCH, D. B. e HÜLSBECK, E. E., M. AND LEHMANN (2010). "The benefits of family ownership, control and management on financial performance of firms." (*UO Working Paper Series 05–10, Version 0.95*). Brooklyn, NY: Social Science Research Network.
- AUGUSTO, M. A. G. (2003). *Política de dividendos e estrutura de capitais: Uma abordagem integrada no contexto das empresas da indústria transformadora portuguesa*. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- (2006). *Políticas de dividendo e estrutura de capital: Respostas e dúvidas do estado de arte*. Imprensa da Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal.

- AVERY, R., BOSTIC, R. e SAMOLYK, K. (1998). "The role of personal wealth in small business finance." *Journal of Banking and Finance* (22): 1019–1061.
- AYYAGARI, M., DEMIRGUC-KUNT, A. e MAKSIMOVIC, V. (2011). "Small vs. young firms across the world: Contribution to employment, job creation, and growth." *Policy Research Working Paper* (5631): 1–59.
- BAAS, T. e SCHROOTEN, M. (2006). "Relationship banking and SMEs: A theoretical analysis." *Small Business Economics* 27: 127–137.
- BAINBRIDGE, S. M. (2004). "Book review essay - executive compensation: Who decides? pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. by lucian bebcuk and jesse fried. cambridge, MA: Harvard university press, 2004. pp. xii, 278." *Texas Law Review* 83: 1615–1662.
- BAIRD, D. G. (1997). "The importance of priority." *Cornell Law Review* 82: 1420–1435.
- BARCLAY, M. J. e SMITH, C. W. (1995). "The maturity structure of corporate debt." *Journal of Finance* 50: 609–631.
- BARNEY, J. B. (1991). "Firm resources and sustained competitive advantage." *Journal of Management* 17(1): 99–120.
- BARONTINI, R. e CAPRIO, L. (2006). "The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental europe." *European Financial Management* 12(5): 689–723.
- BAUMOL, W. J. (1990). "Entrepreneurship: Productive, unproductive, and destructive." *Journal of Political Economy* 98(5): 893–921.
- BEASLEY, M. (1996). "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud." *Accounting Review* 71: 443–465.
- BEATTY, R. E. e ZAJAC, E. J. (1994). "Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings." *Administrative Science Quarterly* 39: 313–335.
- BEBCUK, L. e FRIED, J. (2004). *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

- (2006). "The incentives of compensation consultants and CEO pay." *Academy of Management Perspectives* 20(1): 5–24.
- BEBCHUK, L. e FRIED, J. M. (2003). "Executive compensation as an agency problem." *Journal of Economic Perspectives* 17: 71–92.
- BECHT, M. e MAYER, C. (2002). "Corporate control in europe." *Revue d'économie politique* 4(112): 471–498.
- BECHT, M. e RÖELL, A. (1999). "Corporate governance in Europe blockholdings in Europe: An international comparison." *European Economic Review* 43(4-6): 1049–1056.
- BECK, T. e DEMIRGUC-KUNT, A. (2006). "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint." *Journal of Banking and Finance* 30: 2931–2943.
- BECK, T. e LEVINE, R. (2004). "Legal institutions and financial development." *National Bureau of Economic Research Working Paper 10417* págs. 1–47.
- BECKER, G. S. (1981). *A Treatise on the Family*. 1ª ed. Harvard University Press: Cambridge, MA.
- BENNEDESEN, M., KONGSTED, H. C. e NIELSEN, K. M. (2008). "The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firm." *Journal of Banking and Finance* 32: 1098–1109.
- BENNETT, R. J. e ROBSON, P. J. A. (2004). "The role of boards of directors in small and medium-sized firms." *Journal of Small Business and Enterprise Development* 11(1): 95–113.
- BERGER, A. e UDELL, G. (1995). "Relationship lending and lines of credit in small firm finance." *Journal of Business* 68: 351–381.
- BERGER, A. N. e UDELL, G. F. (1998). "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle." *Journal of Banking & Finance* 22: 613–673.
- (2006). "A more complete conceptual framework for SME finance." *Journal of Banking & Finance* 30: 2945–2966.

- BERGER, A. N., ESPINOSA-VEGA, M. A., FRAME, S. e MILLER, N. H. (2011). "Why do borrowers pledge collateral? new empirical evidence on the role of asymmetric information." *Journal of Financial Intermediation* 20: 55–70.
- BERLE, A. e MEANS, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Harcourt Brace, and World, New York.
- BERTRAND, M. e SCHOAR, A. (2006). "The role of family in family firms." *Journal of Economic Perspectives* 20: 73–96.
- BERTRAND, M., JOHNSON, S., SAMPHANTHARAK, K. e SCHOARMORCK, A. (2008). "Mixing family with business: A study of thai business groups and the families behind them." *Journal of Financial Economics* 88: 466–498.
- BESANKO, D. e THAKOR, A. (1987). "Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets." *International economic review* 28: 671–689.
- BESTER, H. (1985). "Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information." *The American Economic Review* 75: 850–855.
- BHAGAT, S., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. (1990). "Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization." *Brookings Papers: Microeconomics* págs. 1–84.
- BHATTACHARYA, S. e THAKOR, A. V. (1993). "Contemporary banking theory." *Journal of financial Intermediation* 3(1): 2–50.
- BLACK, B. S. (1990). "Shareholder passivity reexamined." *Michigan Law Review* 89(3): 520–608.
- (1992). "Agents watching agents: The promise of institutional investor voice." *UCLA Law Review* 39(4): 811–893.
- BLACK, B. S. e COFFEE, J. C. (1994). "Hail britannia?: Institutional investor behavior under limited regulation." *Michigan Law Review* 92(7): 1997–2087.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (2004). "Flow of funds accounts of the united states: Annual flows and outstandings, 1995–2004." Rel. téc., Federal Reserve Bank, Washington D.C.
- (2011). "Flow of funds accounts of the united states: Coded tables for the z.1 release." Rel. téc., Federal Reserve Bank, Washington D.C.

- BOLTON, J. E. (1971). "Report of the committee of inquiry on small firms." Rel. téc., Cmnd 4811, Her Majesty's Stationery Office, London.
- BOLTON, P. A. e JEANNE, O. (2009). "Structuring and restructuring sovereign debt: The role of seniority." *Review of Economic Studies* 76(3): 879–902.
- BONN, I., YOSHIKAWA, T. e PHAN, P. H. (2004). "Effects of board structure on firm performance: A comparison between Japan and Australia." *Asian Business and Management* 3: 105–125.
- BOONE, A. L., FIELD, L. C., KARPOFF, J. M. e RAHEJA, C. G. (2007). "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis." *Journal of Financial Economics* 85(1): 66–101.
- BOOT, A. e THAKOR, A. (1994). "Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game." *Int. Econ. Rev* 35: 899–920.
- BOOT, A., THAKOR, A. e UDELL, G. (1991). "Secured lending and default risk: Equilibrium analysis, policy implications and empirical results." *Economic Journal* 101: 458–472.
- BOROKHOVICH, K. A., BRUNARSKI, K. e HARMAN, Y. K. J. B. (2005). "Dividends corporate monitors and agency costs." *The Financial Review* 40: 37–65.
- BOTERO, J. C., DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F. e SHLEIFER, A. (2004). "The regulation of labor." *Quarterly Journal of Economics* 119(4): 1339–1382.
- BOUBAKRI, N. e GHOUMA, H. (2010). "Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence." *Journal of Banking & Finance* págs. 1–19.
- BOYD, B. (1995). "CEO duality and firm performance: A contingency model." *Strategic Management Journal* 16: 301–312.
- BRAU, J. C. (2002). "Do banks prices owner-manager agency cost? An examination of small business borrowing." *Journal of Small Business Management* 40(4): 273–286.
- BREALEY, R. A. e MYERS, S. (1996). *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª ed. McGraw-Hill, Portugal.
- BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. (1988). *Principles of Corporate Finance*. 3ª ed. McGraw-Hill, New York.

- BRETTON-MILLER, D., I. L. MILLER (2009). "Agency vs. stewardship in public family firms: A social embeddedness reconciliation." *Entrepreneurship Theory and Practice* 33(3): 1169–1191.
- BRICK, E. I., PALMON, O. e WALD, J. K. (2006). "CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?" *Journal of Corporate Finance* 12: 403–423.
- BRICK, I. E. e PALIA, D. (2007). "Evidence of jointness in the terms of relationship lending." *Journal of Financial Intermediation* 16: 452–476.
- BRICKLEY, J. A., LEASE, R. C. e SMITH, C. W. (1988). "Ownership structure and voting on antitakeover amendments." *Journal of Financial Economics* 20(1): 267–291.
- BRUNELLO, G., GRAZIANO, C. e PARIGI, B. (2001a). "Executive compensation and firm performance in italy." *International Journal of Industrial Organization* 19: 133–161.
- (2001b). "Executive compensation and firm performance in italy." *International Journal of Industrial Organization* 19: 133–161.
- BRYAN, S., NASH, R. e PATEL, A. (2006). "Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensation during the 1990s?" *Journal of Corporate Finance* 12: 516–535.
- BUCHANAN, J. M. (1975). "The samaritan's dilemma." In PHELPS, E. S. (Ed.) "Altruism, Morality and Economic Theory," pág. 71–86. Sage.
- BUCHANAN, J. M. e TULLOCK, G. (1962). *The Calculus of Consent*. University of Michigan Press, Ann Arbor.
- BURKART, M., PANUNZI, F. e SHLEIFER, A. (2003). "Family firms." *Journal of Finance* 58(5): 2167–2201.
- BUSHEE, B. (1998). "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior." *The Accounting Review* 73(3): 305–333.
- BYRD, J. e HICKMAN, K. (1992). "Do outside directors monitor managers? evidence from tender offer bids." *Journal of Financial Economics* 32: 195–222.

- CABRERA-SUÁREZ, K., DE SAA-PÉREZ, P. e GARCÍA-ALMEIDA, D. (2001). "The succession process from a resource-and knowledge-based view of the family firm." *Family Business Review* 14(1): 37–46.
- CADBURY, A. (2000). "The corporate governance agenda." *Corporate Governance* 8(1): 7–15.
- CÂMARA, P. e DIAS, G. F. (2011). "O governo das sociedades anónimas." In CÂMARA, P., DIAS, G. F., NEVES, R. O., GONÇALVES, D. C., GOMES, F. J., FIGUEIREDO, A., GUINÉ, O. V., GIÃO, J. S., BORGES, S. L., SANTOS, H. M., CAMPOS, A. R. A., BANDEIRA, P., ANTUNES, A. F. M., CORREIA, F. M., FARINHO, D. S., LOMBA, P., LINO, D. S. e OLIVEIRA, A. F. (Eds.) "O Governo das Organizações: A vocação universal do corporate governance," cap. 2, págs. 43–94. Almedina, Coimbra, Portugal.
- CÂMARA, P., GOMES, J. F., NEVES, R. O., BORGES, S. L., SANTOS, G. C., SANTOS, H. M. e DIAS, G. F. (2010). *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*. 4ª ed. Almedina, Coimbra, Portugal.
- CAMERON, K. (1978). "Measuring organizational effectiveness in institutions of higher education." *Administrative Science Quarterly* 23: 604–632.
- CANNELLA, A. A. e HAMBRICK, D. C. (1993). "Effects of executive departures on the performance of acquired firms." *Strategic Management Journal* 14: 137–152.
- CARNEY, M. (2005). "Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms." *Entrepreneurship Theory and Practice* 29(3): 249–265.
- CARPENTER, R. N. (1988). "Cooperative governance, part ii: Directors responsibilities." *Directors and Board* 29(3): 3–6.
- CARVALHO, M. T. (2008). *O Impacto da Gestão pela Qualidade Total no Desempenho Financeiro das Empresas em Portugal*. Tese de Mestrado, Universidade de Coimbra. Dissertação de Mestrado.
- CATER III, J. J. e JUSTIS, R. T. (2010). "The development and implementation of shared leadership in multi-generational family firms." *Management Research Review* 33(6): 563–585.
- CE (2011). "SMES' access to finance:sorvey 2011." Rel. téc., Comissão Europeia & Banco Central Europeu.

- CHAHINE, S. (2007). "Block-holder ownership, family control and post-listing performance of french ipos." *33(6)*: 388–400.
- CHAKRAVANTHY, B. (1986). "Measuring strategic performance." *Strategic Management Journal 6*: 437–458.
- CHAN, Y. e KANATAS, G. (1985). "Asymmetric valuation and the role of collateral in loan agreements." *Journal of Money, Credit and Banking 17*: 85–95.
- CHATTERJEE, S. e SCOTT, J. H. (1989). "Explaining differences in corporate capital structure: Theory and new evidence." *Journal of Banking & Finance 13(2)*: 283–309.
- CHEN, C. X., LU, H. e SOUGIANNIS, T. (2012). "The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs." *Contemporary Accounting Research 29(1)*: 252–282.
- CHEN, D. (2012). "Classified boards, the cost of debt, and firm performance." *Journal of Banking & Finance 36*: 3346–3365.
- CHEN, E. e NOWLAND, J. (2010). "Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia." *Corporate Governance: An International Review 18(4)*: 3–17.
- CHEN, J., LIU, X. e LI, W. (2010). "The effect of insider control and global benchmarks on chinese executive compensation." *Corporate Governance: An International Review 18(2)*: 107–123.
- CHEN, K. C., CHEN, Z. e WEI, K. C. (2011). "Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital." *Journal of Financial and Quantitative Analysis 46(1)*: 171–207.
- CHEN, X. e YUR-AUSTIN, J. (2007). "Re-measuring agency cost: The effectiveness of blockholders." *The Quarterly Review of Economics and Finance 47*: 588–601.
- CHEN, Z., CHEUNG, Y., STOURAITIS, A. e WONG, A. W. S. (2005). "Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong." *Pacific-Basin Finance Journal 13*: 431–449.
- CHENG, S. (2008). "Board size and the variability of corporate performance." *Journal of Financial Economics 87*: 157–176.

- CHIRICO, F., SIRMON, D. G., SCIASCIA, S. e MAZZOLA, P. (2011). "Resource orchestration in family firms: investigating how entrepreneurial orientation, generational involvement, and participative strategy affect performance." *Strategic Entrepreneurship Journal* 5: 307–326.
- CHO, D.-S. e JOOTAE, K. (2007). "Outside director, ownership structure and firm profitability in Korea." *Corporate Governance: An International Review* 15(2): 239–250.
- CHRISMAN, J. J., CHUA, J. H. e STEIER, L. P. (2003). "An introduction to theories of family business." *Journal of Business Venturing* 18(4): 441–448.
- CHRISMAN, J. J., CHUA, J. H. e LITZ, R. A. (2004). "Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence." *Entrepreneurship Theory and Practice* 28(4): 335–354.
- CHRISMAN, J. J., CHUA, J. H., KELLERMANN, F. W. e CHANG, E. P. C. (2007). "Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms." *Journal of Business Research* 60(10): 1030–1038.
- CHRISMAN, J. J., CHUA, J. H., PEARSON, A. W. e BARNETT, T. (2012). "Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms." *Entrepreneurship Theory and Practice* 36(2): 267–293.
- CHU, W. (2009). "The influence of family ownership on SME performance: Evidence from firms in Taiwan." *Small Business Economics* 33(3): 353–373.
- (2011). "Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size." *Asia Pacific Journal of Management* 28(3): 833–851.
- CHUA, J. H., CHRISMAN, J. J. e SHARMA, P. (1999). "Defining the family business by behavior." *Entrepreneurship Theory and Practice* 23(4): 19–39.
- CHUA, J. H., CHRISMAN, J. J. e STEIER, L. P. (2003). "Extending the theoretical horizons of family business research." *Entrepreneurship Theory and Practice* 27(4): 331–338.
- CHUA, J. H., CHRISMAN, J. J. e BERGIEL, E. B. (2009). "An agency theoretic analysis of the professionalized family firm." *Entrepreneurship Theory and Practice* 33(2): 355–372.
- CHUA, J. H., CHRISMAN, J. J., KELLERMANN, F. W. e WU, Z. (2011). "Family involvement and new venture debt financing." *Journal of Business Venturing* 26(4): 472–478.

- CHUNG, R., FIRTH, M. e KIM, J. (2002). "Institutional monitoring and opportunistic earnings management." *Ohio State Law Journal* 8(1): 29–48.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S. e LANG, L. H. P. (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations." *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 81–112.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J. P. H. e LANG, L. H. P. (2002). "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings." *Journal of Finance* 57(6): 2741–2771.
- COASE, R. H. (1960). "The problem of social cost." *Journal of Law and Economics* 3: 1–44.
- COFFEE, J. C. (1991). "Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor." *Columbia Law Review* 91(6): 1278–1368.
- COHEN, S. e LAUTERBACH, B. (2008). "Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from israel." *Journal of Multinational Financial Management* 18(1): 4–15.
- COLES, J. L., DANIELB, N. D. e NAVEEN, L. (2008). "Boards: Does one size fit all?" *Journal of Financial Economics* 87: 329–356.
- COMBS, J. G., PENNEY, C. R., CROOK, T. R. e SHORT, J. C. (2010). "The impact of family representation on CEO compensation." *Entrepreneurship Theory and Practice* 34(6): 1125–1144.
- CONYON, M. e HE, L. (2011). "Executive compensation and corporate governance in China." *Journal of Corporate Finance* .
- CONYON, M. J. e PECK, S. I. (1998). "Board size and corporate performance: evidence from european countries." *The European Journal of Finance* 4: 291–304.
- CORBETTA, G. e SALVATO, C. (2004a). "Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence"." *Entrepreneurship Theory and Practice* 28(4): 355–362.
- CORBETTA, G. e SALVATO, C. A. (2004b). "The board of directors in family firms: One size fits all?" *Family Business Review* 17(2): 119–134.

- COUTINHO DE ABREU, J. M. (2007). *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*. 2^a ed. IDET, Coimbra, Portugal.
- (2010a). "Corporate governance em Portugal." Almedina.
- (2010b). *Governança das Sociedades Comerciais*. 2^a ed. Almedina, Coimbra, Portugal.
- (2010c). *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*. 2^a ed. Almedina, Coimbra, Portugal.
- COUTINHO DE ABREU, J. M. e COSTA, R. (2003). *Sociedade Anónima, A Sedutora (Hospitais, SA, Portugal, SA)*. IDET, Almedina, Coimbra, Portugal.
- CRONQVIST, H. e NILSSON, M. (2003). "Agency costs of controlling minority shareholders." *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* 38(4): 695–719.
- CUBBIN, J. e LEECH, D. (2004). "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in british companies: Theory and measurement." *The Economic Journal* 93: 351–369.
- CUCULELLI, M. e MICUCCI, G. (2008). "Family succession and firm performance: Evidence from italian family firms." *Journal of Corporate Finance* 14(1): 17–31.
- CUERVO, A. (2002). "Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control." *Corporate Governance Mechanisms* 10(2): 84–93.
- DAILY, C. e DOLLINGER, M. (1991). "Family firms are different." *Review of Business* 13(1-2): 3–5.
- (1992). "An empirical examination of ownership structure in family and professionally-managed firms." *Family Business Review* 5(2): 117–136.
- DALEY, L. A. e VIGELAND, R. L. (1993). "The effects of debt covenants and political costs on the choice of accounting methods: The case of accounting for r&d costs." *Journal of accounting and economics* 5: 195–211.
- DALTON, D., DAILY, C., ELLSTRAND, A. e JOHNSON, J. (1998). "Meta-analytic review of board compensation, leadership structure and financial performance." *Strategic Management Journal* 19: 269–290.

- DALTON, D., DAILY, C., JOHNSON, J. e ELLSTRAND, A. (1999). "Number of directors and financial performance: a meta-analysis." *Academy of Management Journal* 42: 674–686.
- DAMODARAN, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and practice*. 2^a ed. John Wiley & Sons, Inc., USA.
- DANES, S., STAFFORD, K., HAYNES, G. e AMARAPURKAR, S. (2009). "Family capital of family firms bridging human, social, and financial capital." *Family Business Review* 22(3): 199–215.
- DAVIS, J., SCHOORMAN, R. e DONALDSON, L. (1997). "Towards a stewardship theory of management." *Academy of Management Review* 22(1): 20–47.
- DAVIS, J., SCHOORMAN, R., MAYER, R. e TAN, H. (2000). "The trusted general manager and business unit performance." *Strategic Management Journal* 22: 20–47.
- DE MIGUEL, A., PINDADO, J. e DE LA TORRE, C. (2004). "Ownership structure and firm value: new evidence from Spain." *Strategic Management Journal* 25: 1199–1207.
- DEANGELO, H. e MASULIS, R. (1980). "Optimal capital structure under corporate and personal taxation." *Journal of Financial Economics* págs. 3–29.
- DEFOND, M. L. e JIAMBALVO, J. (1994). "Debt covenant violation and manipulation of accruals." *Journal of accounting and economics* 17(1): 145–176.
- DEMSETZ, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm." *Journal of Law and Economics* 26: 375–390.
- DEMSETZ, H. e LEHN, K. (1985). "The structure of corporate ownership: Causes and consequences." *Journal of Political Economy* 93(6): 1155–177.
- DEMSETZ, H. e VILLALONGA, B. (2001). "Ownership structure and corporate performance." *Journal of Corporate Governance* 7: 209–233.
- DENIS, D., DENIS, D. e SARIN, A. (1997). "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification." *Journal of Finance* 52: 135–160.
- (1999). "Agency problems, equity ownership, and corporate diversification." *Journal of Finance* 52: 135–160.

- DENIS, D. K. (2001). "Twenty-five years of corporate governance research . . . and counting." *Review of Financial Economics* 10: 191–212.
- DHARWADKAR, R., GEORGE, G. e BRANDES, P. (2000). "Privatization in emerging economies: an agency theory perspective." *Academy of Management Review* 25(3): 650–689.
- DIAMOND, D. (1984). "Financial intermediations and delegated monitoring." *The Review of Economic Studies* 51(3): 393–414.
- (1991). "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt." *The Journal of Political Economy* 99(4): 688–721.
- DIELEMAN, M. e SACHS, W. M. (2006). "Oscillating between a relationship-based and a market-based model: The salim group." *Asia Pacific J Manage* 23: 521–536.
- (2008). "Coevolution of institutions and corporations in emerging economies: How the Salim group morphed into an institution of Suharto's crony regime." *Journal of Management Studies* 45(7): 1274–1300.
- DiMAGGIO, P. J. e POWELL, W. W. (1983). "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields." *American Sociological Review* 48: 147–160.
- DING, S., WU, Y., Z. AND LI e JIA, C. (2010). "Executive compensation, supervisory board, and China's governance reform: a legal approach perspective." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 35(4): 445–471.
- DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. e SHLEIFER, A. (2002). "The regulation of entry." *Quarterly Journal of Economics* 117(1): 1–37.
- (2003a). "Courts." *Quarterly Journal of Economics* 118(2): 453–517.
- (2003b). "The new comparative economics." *Journal of Comparative Economics* 31(4): 595–619.
- DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F. e SHLEIFER, A. (2008). "The law and economics of self-dealing." *Journal of Financial Economics* 88: 430–465.
- DOING BUSINESS (2012). "Doing business in a more transparent world." Rel. téc., The World Bank.

- DONALDSON, L. (1990). "The ethereal hand: Organizational economics and management theory." *Academy of management Review* 15(3): 369–381.
- DONALDSON, L. e DAVIS, J. (1991). "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns." *Australian Journal of Management* 16(1): 49–64.
- DONALDSON, T. e PRESTON, L. E. (1995). "The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications." *Academy of Management Review* 20(1): 65–91.
- DOUKAS, J. A. e PANTZALIS, C. (2003). "Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms." *Journal of Corporate Finance* 9(1): 59–92.
- DOUKAS, J. A., KIM, C. e PANTZALIS, C. (2000). "Security analysis, agency costs, and company characteristics." *Financial Analysts Journal* 56: 54–63.
- DURU, S., A. AND MANSI e REEB, D. (2005). "Earnings-based bonus plans and the agency cost of debt." *Journal of Accounting and Public Policy* 24: 431–447.
- DYER, W. G. (2006). "Examining the "family effect" on firm performance." *Small Business Review* 19(4): 253–273.
- EASTERBROOK (1984). "Two agency-cost explanations of dividends." *The American Economic Review* 74(4): 650–659.
- EDDLESTON, K. A. e KELLERMANN, F. W. (2007). "Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective." *Journal of Business Venturing* 22(4): 545–565.
- EDWARDS, J. S. S. e WEICHENRIEDER, A. J. (2004). "Ownership concentration and share valuation." *German Economic Review* 5(2): 143–171.
- EFAMA (2011). "Asset management in europe: Facts and figures." Rel. Téc. 4, European Fund and Asset Management Association.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S. e WELLS, M. (1998). "Larger board size and decreasing firm value in small firms." *Journal of Financial Economics* 48: 113–139.
- EISENHARDT, K. (1989). "Agency theory: An assessment and review." *Academy of Management Review* 14(1): 57–74.

- ELSAYED, K. (2007). "Does CEO duality really affect corporate performance?" *Corporate governance* 15(6): 1203–1214.
- ERTUGRUL, M. e HEGDE, S. (2008). "Board compensation practices and agency cost of debt." *Journal of Corporate Finance* 14: 512–531.
- ESPERANÇA, J. P., SOUSA, A., PEREIRA, I. e SOARES, E. (2011). *Corporate Governance no Espaço Lusófono*. Texto Editores, Lda, Alfragide, Portugal.
- FACCIO, M. (2006). "Politically connected firms." *The American Economic Review* 90(1): 369–386.
- (2010). "Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis." *Financial Management* 39(3): 905–927.
- FACCIO, M. e LANG, L. H. P. (2002). "The ultimate ownership of western european corporations." *Journal of Financial Economics* 65: 365–395.
- FACCIO, M., LANG, L. e YOUNG, L. (2001). "Dividends and expropriation." *American Economic Review* 91(1): 54–78.
- FAMA, E. e FRENCH, K. (1998). "Taxes, financing decisions, and firm value." *The Journal of Finance* 53: 819–43.
- FAMA, E. F. (1980). "Agency problems and the theory of the firm." *Journal of Political Economy* 88: 288–307.
- FAMA, E. F. e JENSEN, M. C. (1983a). "Agency problems and residual claims." *Journal of Law and Economics* 26(2): 327–349.
- (1983b). "Separation of ownership and control." *Journal of Law and Economics* 26(2): 301–325.
- (1985). "Organizational forms and investment decisions." *Journal of Financial Economics* 14(1): 101–119.
- FAMA, E. F. e MILLER, M. H. (1972). *The Theory of Finance*. Holt, Rinehart and Winston, New York.
- FARINHA, J. (2003). "Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis." *Journal of Business Finance & Accounting* 30(9-10): 1173–1198.

- FAROOQUE, O. A., ZIJL, T. V., DUNSTAN, K., KARIM, E., A.K.M.W.FAMA e FRENCH, K. (2007). "Corporate governance in bangladesh: Link between ownership and financial performance." *Corporate Governance In Bangladesh* 15(6): 1453–1467.
- FERNANDES, N. (2008). "Ac: Board compensation and firm performance: The role of "independent"board members." *Journal of Multinational Financial Management* 18: 30–44.
- FERNÁNDEZ, A. I., GÓMEZ-ANSÓN, S. e FERNÁNDEZ-MÉNDEZ, F. (1998). "El papel superior del consejo de administración sobre la actuación gerencial: Evidencia para el caso español." *Investigaciones Económicas* 22(3): 501–516.
- FESE (2004). "Share ownership structure in europe 2004." Rel. téc., Federation of European Securities Exchanges.
- (2008). "Share ownership structure in europe." Rel. téc., Federation of European Securities Exchanges.
- FILION, L. J. (1990). "Free trade: The need for a definition of small business." *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 7.
- FIRTH, M., FUNG, P. M. Y. e RUI, O. M. (2006). "Corporate performance and CEO compensation in China." *Journal of Corporate Finance* 12: 693–714.
- FIRTH, M., FUNG, P. e RUI, O. (2008). "Ownership, governance mechanisms, and agency costs in China's listed firms." *Journal of Asset Management* 9(2): 90–101.
- FISCH, J. E. (1994). "Relationship investing: Will it happen? Will it work?" *Ohio State Law Journal* 55(5): 1009–1048.
- FLEMING, G., HEANEY, R. e McCOSKER (2005). "Agency costs and ownerships structure in Australia." *Pacific-Basin Finance Journal* 13: 29–52.
- FLORACKIS, C. (2005). "Internal corporate governance mechanisms and corporate performance: evidence for UK firms." *Applied Financial Economics Letters* 1: 211–216.
- (2008). "Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms." *International Journal of Managerial Finance* 40(1): 37–59.

- FLORACKIS, C. e OZKAN, A. (2009). "The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data." *European Finance Management* 15(3): 497–528.
- FRANK, J. e MAYER, C. (1996). "Hostile takeovers and the correction of managerial failure." *Journal of Financial Economics* 40: 163–181.
- FRANK, J., MAYER, C. e RENNEBOOG, L. (2001). "Who disciplines management in poorly performing companies?" *Journal of Financial Intermediation* 10(209–248): 163–181.
- FREEMAN, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- GABRIELSSON, J. e HUSE, M. (2005). "'outside" directors in SME boards: a call for theoretical reflections." *Corporate Board: Role, Duties & Composition* 1(28): 363–373.
- GAMA, A. P. B. M. (1999). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PMEs Industriais Portuguesas*. Tese de Mestrado, Universidade da Beira Interior, Departamento de Gestão e Economia, Covilhã, Portugal.
- GAO, L. e KLING, G. (2008). "Corporate governance and tunneling: Empirical evidence from China." *Pacific-Basin Finance Journal* 16: 591–605.
- GEDAJLOVIC, E. e SHAPIRO, D. (1998). "Management and ownership effects: evidence from five countries." *Strategic Management Journal* 19: 533–553.
- GELETKANYCZ, M. A. e BOYD, B. K. (2011). "CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views." *Strategic Management Journal* 54(2): 335–352.
- GEORGE, G., WIKLUND, W. e ZAHRA, S. A. (2005). "Ownership and the internationalization of small firms." *Journal of Management* 31(2): 210–233.
- GERSICK, K. E., DAVIS, J. A., HAMPTON, M. M. e LANSBERG, I. (1997a). *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Harvard Business School Press, Boston.
- (1997b). *Generation to generation: Lifecycles of family business*. Harvard Business School Press, Boston, MA.

- GHOSH, S. (2007). "Board diligence, director busyness, and corporate governance: An empirical analysis for india." *Review of Applied Economics* 3(1-2): 91–104.
- GILLAN, S. L. e STARKS, L. T. (2000). "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors." *Journal of Financial Economics* 57(2): 275–305.
- (2003). "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective." *Journal of Applied Finance* 13(2): 4–22.
- GOERGEN, M. e RENNEBOOG, L. (2003). "Why are the levels of control (so) different in German and U.K. companies? Evidence from initial public offerings." *The Journal of Law, Economics & Organization* 19(1): 141–175.
- GOGINENI, S., LINN, S. e YADAV, P. K. (2009). "Empirical evidence on ownership structure, management control and agency costs." *Working paper* .
- GOMES, J. F. (2011). "O governo dos grupos de sociedades." In CÂMARA, P., DIAS, G. F., NEVES, R. O., GONÇALVES, D. C., GOMES, F. J., FIGUEIREDO, A., GUINÉ, O. V., GIÃO, J. S., BORGES, S. L., SANTOS, H. M., CAMPOS, A. R. A., BANDEIRA, P., ANTUNES, A. F. M., CORREIA, F. M., FARINHO, D. S., LOMBA, P., LINO, D. S. e OLIVEIRA, A. F. (Eds.) "O Governo das Organizações: A vocação universal do corporate governance," cap. 2, págs. 43–94. Almedina, Coimbra, Portugal.
- GOMEZ-MEJIA, L. R., NUNEZ-NICKEL, M. e GUTIERREZ, I. (2001). "The role of family ties in agency contracts." *Academy of Management Journal* 4(1): 81–95.
- GONÇALVES, D. C. (2011). "O governo das sociedades por quotas: breves reflexões sobre a celebração de negócios entre o gerente e a sociedade." In CAMARA, P., DIAS, G. F., NEVES, R. O., GONÇALVES, D. C., GOMES, F. J., FIGUEIREDO, A., GUINÉ, O. V., GIÃO, J. S., BORGES, S. L., SANTOS, H. M., CAMPOS, A. R. A., BANDEIRA, P., ANTUNES, A. F. M., CORREIA, F. M., FARINHO, D. S., LOMBA, P., LINO, D. S. e OLIVEIRA, A. F. (Eds.) "O Governo das Organizações: A vocação universal do corporate governance," cap. 3, págs. 95–123. Almedina, Coimbra, Portugal.
- GONNARD, E., KIM, E. J. e YNESTA, I. (2008). "Recent trends in institutional investors statistics." Rel. téc., Organisation for Economic Co-operation and Development.
- GOODSTEIN, J., GAUTAM, K. e BOEKER, W. (1994). "The effects of board size and diversity on strategic change." *Strategic Management Journal* 15(3): 241–250.

- GORTON, G. e KAHL, M. (1999). "Blockholder identity, equity ownership structure and hostile takeovers." *NBER Working Paper* 7123.
- GUERREIRO, M. D. (1996). *Família na Actividade empresarial:PME em Portugal*. Celta Editora, Portugal.
- (1997). "Gestão das relações familiares na direcção das pme." In DE ESTUDOS E PROSPECTIVA ECONÓMICA, G. (Ed.) "Economia e prospectiva: A competitividade e as PME," cap. 6, págs. 77–88. Ministério da Economia, Portugal.
- GUISSO, L. (1998). "High-tech firms and credit rationing." *Journal of Economic Behavior & Organization* 35(1): 39–59.
- HABBERSHON, G. T., WILLIAMS, M. e MACMILLAN, I. C. (2003). "A unified systems perspective of family firm performance." *Journal of Business Venturing* 18: 451–465.
- HADANI, M., GORANOVA, M. e KHAN, R. (2011). "Institutional investors, shareholder activism, and earnings management." *Journal of Business Research* 64(12): 1352–1360.
- HADLOCK, C. e JAMES, C. (2002). "Do banks provide financial slack?" *Journal of Finance* 57: 1383–1420.
- HARHOFF, D. e KÖRTING, T. (1998). "Lending relationships in Germany - empirical evidence from survey data." *Journal of Banking & Finance* 22: 1317–1353.
- HARTZELL, J. C. e STARKS, L. T. (2003). "Institutional investors and executive compensation." *The Journal of Finance* 58(6): 2351–2374.
- HAYES, A. F. (2013). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford Press.
- HE, L. (2008). "Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance." *Journal of Business Venturing* 23: 257–279.
- HERMALIN, B. e WEISBACH, M. (1998). "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO." *American Economic Review* 88: 96–118.
- HERMALIN, B. E. e WEISBACH, M. (1991). "The effects of board composition and direct incentives on firm performance." *Financial Management* 20: 101–112.

- HERMALIN, B. E. e WEISBACH, M. S. (2003). "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature." *Economic Policy Review* págs. 7–25.
- HERNÁNDEZ-CÁNOVAS, G. e MARTÍNEZ-SOLANO, P. (2006). "Banking relationships: effects on debt terms for small spanish firms." *Journal of Small Business Management* 44(3): 315–333.
- HERRERO, I. (2011). "Agency costs, family ties, and firm efficiency." *Journal of Management* 37(3): 887–904.
- HOLDERNESS, C. G. (2009). "The myth of diffuse ownership in the united states." *The Review of Financial Studies* 22(4): 1377–1408.
- HOSKISSON, R. E., HITT, M. A., JOHNSON, R. A. e GROSSMAN, W. (2002). "Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies." *Academy of Management Journal* 45(4): 697–716.
- HUNTER, M. G. e KAZAKOFF (2012). *Small Business: journey to success*. Academic Publishing International, UK.
- HUSE, M. (1990). "Board composition in small enterprises." *Entrepreneurship & Regional Development* 2: 363–373.
- HUTCHINSON, M. e GUL, F. A. (2004). "Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance." *Journal of Corporate Finance* 10(4): 595–614.
- HUTCHINSON, R. (1995). "The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: some explanatory issues." *Small Business Economics* 7: 231–239.
- IBRAHIM, H. e SAMAD, F. A. (2007). "Agency costs, corporate governance mechanisms and performance of public listed family firms in malaysia." *Working paper* págs. 1–17.
- INE (2010a). "Empresas em Portugal 2008." Rel. téc., Instituto Nacional de Estatística, I. P., Portugal, Lisboa.
- (2010b). "Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas 2008." Rel. téc., Instituto Nacional de Estatística, I. P., Portugal, Lisboa.

- (2014). “Comércio internacional por características das empresas 2013.” Rel. téc., Instituto Nacional de Estatística, I. P., Portugal, Lisboa.
- JAMES, H. S. (1999). “What can the family contribute to business? Examining contractual relationship.” *Family Business Review* 12(2): 61–71.
- JELINEK, K. e STUERKE, P. (2009). “The nonlinear relation between agency cost and managerial equity ownership.” *International Journal of Managerial Finance* 5(2): 156–178.
- JENSEN, G., SOLBERG, D. e ZORN, T. (1992). “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2): 247–263.
- JENSEN, M. (1986). “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers.” *American Economic Review* 76: 323–339.
- (1993). “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems.” *Journal of Finance* 48(3): 831–880.
- JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. (1976). “Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure.” *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–329.
- JENSEN, M. C. e RUBACK, R. S. (1983). “The market for corporate control: the scientific evidence.” *Journal of Financial Economics* 11: 5–50.
- JENSEN, M. C. e SMITH, C. W. (1984). “The theory of corporate finance: A historical overview.” In JENSEN, M. C. e SMITH, C. W. (Eds.) “The Modern Theory of Corporate Finance,” pág. 10–34. McGraw-Hill, New York.
- JIANG, Y. e PENG, M. W. (2011). “Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant?” *Asia Pacific Journal of Management* 28: 28–39.
- JIMÉNEZ, G. e SAURINA, J. (2002). “Loan characteristics and credit risk.” *Bank of Spain* págs. 1–34.
- JIMÉNEZ, G., SALAS, V. e SAURIN, J. (2006). “Determinants of collateral.” *Small Business Economics* 81(2): 255–281.
- JIMÉNEZ, G., SALAS, V. e SAURINA, J. (2009). “Organizational distance and use of collateral for business loans.” *Journal of Banking & Finance* 33(2): 234–243.

- JOHN, K. e SENBET, L. W. (1998). "Corporate governance and board effectiveness." *Journal of Banking and Finance* 22: 371–403.
- JOHN, T. A. e JOHN, K. (1993). "Top-management compensation and capital structure." *The Journal of Finance* 40(3): 949–974.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F. e SHLEIFER, A. (2000). "Tunneling." *American Economic Review* 90(2): 22–27.
- KABIR, R., LI, H. e VELD-MERKOULOVA, Y. V. (2013). "Executive compensation and the cost of debt." *Journal of Banking and Finance* 37: 2893–2907.
- KAHNEMAN, D. e SNELL, J. (1992). "Predicting a chance taste: Do people know what they will like?" *Journal of Behavioral Decision Making* 5: 187–200.
- KAHNEMAN, D. e TVERSKY, A. (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk." *Econometrica* 47: 263–291.
- KAM, C. C. e LI, J. (2008). "Audit committee and firm value: evidence on outside top executive as expert-independent directors." *Corporate Governance* 1: 16–30.
- KANG, H., CHENG, M. e GRAY, S. J. (2007). "Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards." *Corporate Governance* 15(2): 194–207.
- KAPLAN, S. N. (1994). "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and United States." *Journal of Political Economy* 102: 445–467.
- KAPOPOULOS, P. e LAZARETOU, S. (2007). "Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms." *Corporate Governance* 15(2): 145–158.
- KATO, T. (1997). "Chief executive compensation and corporate groups in Japan: New evidence from micro data." *International Journal of Industrial Organization* 15(4): 455–467.
- KATO, T. e KUBO, K. (2006). "CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay." *Journal of Japanese and International Economies* 20: 1–19.

- KATO, T. e LONG, C. (2006). "Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the shanghai and shenzhen stock exchanges." *Economic Development and Cultural Change* 54(4): 945–983.
- KATO, T., KIM, W. e LEE, J. H. (2007). "Executive compensation, firm performance, and chaebols in korea: Evidence from new panel data." *Pacific-Basin Finance Journal* 15: 36–55.
- KEASEY, K., THOMPSON, S. e WRIGHT, M. (2005). *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. John Wiley & Sons, Ltd, USA.
- KIDWELL, R. E., EDDLESTON, A. K., CATER III, J. J. e KELLERMANNNS, F. W. (2012). "How one bad family member can undermine a family firm: Preventing the fredo effect." *Business Horizons* págs. 1–8.
- KIEL, G. e NICHOLSON, G. (2003). "Board composition and corporate performance: how the australian experience informs contrasting theories of corporate governance." *Corporate Governance: An International Review* 11: 189–205.
- KING, D. R., DALTON, D. R., DAILY, C. M. e COVIN, J. (2004). "Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators." *Strategic Management Journal* 25(2): 187–200.
- KJENSTAD, E. C. e ZHANG, L. (2012). "Credit rationing by loan size: A synthesized model." *Norwegian University of Science and Technology* págs. 1–26.
- KLEIN, A. (2002). "Economic determinants of audit committee independence." *Accounting Review* 77: 435–452.
- KLEIN, S. B., ASTRACHAN, J. H. e SMYRNIOS, K. X. (2005). "The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory." *Entrepreneurship Theory And Practice* 29(3): 321–339.
- KLINE, R. B. (2005). *Principles and Practice of Structural Equation Modeling*. 2^a ed. The Guilford Press, NY.
- KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H. e ROCK, E. (2009). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 2^a ed. Oxford University Press, USA, New York.

- LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. (1997). "Legal determinants of external finance." *Journal of Finance* 52(3): 1131–1150.
- (1998). "Law and finance." *Journal of Political Economy* 106(6): 1113–1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F. e SHLEIFER, A. (1999). "Corporate ownership around the world." *Journal of Finance* 54(2): 471–517.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. (2000a). "Agency problems and dividend policies around the world." *Journal of Finance* 55(1): 1–33.
- (2000b). "Investor protection and corporate governance." *Journal of Financial Economics* 58(1-2): 3–27.
- (2002). "Investor protection and corporate valuation." *Journal of Finance* 57(3): 1147–1170.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F., POP-ELECHES, C. e SHLEIFER, A. (2004). "Judicial checks and balances." *Journal of Political Economy* 112(2): 445–470.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F. e SHLEIFER, A. (2008). "The economic consequences of legal origins." *Journal of Economic Literature* 46(2): 285–332.
- LANSBERG, I. S. (1983). "Managing human resources in family firms: The problem of institutional overlap." *Organizational Dynamics* 12(1): 39–46.
- LEASE, R. C., JOHN, K. A., K., LOEWENSTEIN, U. e SARIG, O. H. (1999). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Harvard Business School Press, Boston.
- LEE, P. M. e O'NEILL, H. M. (2003). "Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: agency and stewardship perspectives." *Academy of Management Journal* 46(2): 212–225.
- LEETH, J. D. e SCOTT, J. A. (1989). "The incidence of secured debt: evidence from the small business community." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24(3): 379–393.
- LIM, E. N. K., LUBATKIN, M. H. e WISEMAN, R. M. (2010). "Family firm variant of the behavioral agency theory." *Strategic Entrepreneurship Journal* 4(3): 197–211.

- LIN, C., MA, Y., MALATESTA, P. e XUAN, Y. (2011). "Ownership structure and the cost of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 100(1): 1–23.
- LINTNER, J. (1965). "The valuation of risk assets and selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets." *Review of Economics and Statistics* 47(1): 13–37.
- LIPTON, M. e LORSCH, J. (1992). "A modest proposal for improved corporate governance." *Business Lawyer* 1: 59–77.
- LLOYD, W., MODANI, N. e HAND, J. H. (1987). "The effect of the degree of ownership control on firm diversification, market value, and merger activity." *Journal of Business Research* 15: 303–312.
- LOPES, J. D. (2013). "Governo das sociedades e negócios com acionistas de controlo." In CORDEIRO, A. M. (Ed.) "Revista de Direito das Sociedades," volume v, 77^a ed., cap. 1-2. Almedina, Coimbra, Portugal.
- LORCA, C., SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. e GARCÍA-MECA, E. (2011). "Board effectiveness and cost of debt." *Journal of business ethics* 100(4): 613–631.
- LUBATKIN, M. H., SCHULZE, W. S., LING, Y. e DINO, R. N. (2005). "The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms." *Journal of Organizational Behavior* 26(3): 313–330.
- LUBATKIN, M. H., DURAND, R. e LING, Y. (2007). "The missing lens in family firm governance theory: A self-other typology of parental altruism." *Journal of Business Research* 60(10): 1022–1029.
- LUMPKIN, G. T. e DESS, G. G. (1996). "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance." *Academy Management Review* 21(1): 135–172.
- LUNATI, M. T. (1997). *Ethical Issues in Economics: From Altruism to Cooperation to Equity*. MacMillan Press, London, U.K.
- LYNALL, M. D., GOLDEN, B. R. e HILLMAN, A. J. (2003). "Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view." *Academy of Management Review* 28(3): 416–431.
- MACEY, J. R. (1997). "Institutional investors and corporate monitoring: A demand-side perspective." *Managerial and Decision Economics* 18(7-8): 601–610.

- MAHONEY, P. G. (2004). "Manager-investor conflicts in mutual funds." *Journal of Economic Perspectives* 18(2): 161–182.
- MALHOTRA, N. K. (2004). *Marketing Research: An Applied Orientation*. 4^a ed. Pearson Prentice Hall, Inc., Upper Saddle River, New Jersey, USA.
- MANNE, H. G. (1965). "Mergers and the market for corporate control." *Journal of Political Economy* 73: 110–120.
- MANOVE, M. e PADILLA, A. J. (1999). "Banking (conservatively) with optimists." *The RAND Journal of Economics* págs. 324–350.
- MANOVE, M., PADILLA, J. e PAGANO, M. (2001). "Collateral versus project screening: A model of lazy banks." *The RAND Journal of Economics* págs. 726–744.
- MARÔCO, J. (2011). *Análise Estatística com o SPSS Statistics*. 5^a ed. ReportNumber.
- MARTINEZ, L. F. e FERREIRA, A. I. (2010). *Análise de Dados com SPSS*. 3^a ed. Escolar Editora.
- MARTINS, A. (2004). *Introdução à análise financeira de empresa*. Vida Económica, Portugal.
- MARTINS, A., CRUZ, I., AUGUSTO, M., SILVA, P. P. e GONÇALVES, P. G. (2009). *Manual de Gestão Financeira Empresarial*. Coimbra Editora, Portugal.
- MARTINS, A. M. F. (1998). *A fiscalidade e o financiamento das empresas: A influência da reforma fiscal de 1988 na estrutura de capital das sociedades anónimas portuguesas da indústria transformadora*. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- MATHIESEN (2002). "Encyclopedia for corporate governance." www.encycogov.com.
- MAURY, B. (2006). "Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations." *Journal of Corporate Finance* 12(2): 321–341.
- MAURY, B. e PAJUSTE, A. (2005). "Multiple large shareholders and firm value." *Journal of Banking & Finance* 29: 1813–1834.
- MAZZOLA, P., SCIASCIA, S. e KELLERMANNNS, F. W. (2012). "Non-linear effects of family sources of power on performance." *Journal of Business Research* págs. 1–7. In press.

- McCONNELL, J. J. e SERVAES, H. (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate value." *Journal of Financial Economics* 27(595–612).
- (1995). "Equity ownership and the two faces of debt." *Journal of Financial Economics* 39: 131–157.
- McKNIGHT, P. e WEIR, C. (2009). "Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49: 139–158.
- McMAHON, R. G. P. (2004). "Equity agency cost among manufacturing SMEs." *Small Business Economics* 22: 121–140.
- (2007). "Ownership structure, business growth and financial performance amongst SMEs: From Australia's business longitudinal survey." *Journal of Small Business and Enterprise Development* 14(3): 458–477.
- MEHRAN, H. (1995). "Executive compensation structure, ownership, and firm performance." *Journal of Financial Economics* 38: 163–184.
- MICHIELS, A., VOORDECKERS, W., LYBAERT, N. e STEIJVERS, T. (2013). "CEO compensation in private family firms: Pay-for-performance and the moderating role of ownership and management." *Family Business Review* 26(2): 140–160.
- MILLER, D., BRETON-MILLER, I. L. e LESTER, R. H. (2010). "Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies." *Strategic Management Journal* 31(2): 201–223.
- MINICHILLI, A., CORBETTA, G. e MACMILLAN, I. C. (2010). "Top management teams in family-controlled companies: "familiness", "faultiness", and their impact on financial performance." 47(2): 247–259.
- MITCHELL, R. K., AGLE, B. R. e WOOD, D. J. (1997). "Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts." *Academy of Management Review* 22(4): 853–886.
- MITSUDOME, T., WEINTROP, J. e HWANG, L. (2008). "The relation between changes in CEO compensation and firm performance: A Japanese/American comparison." *Journal of Japanese and International Economies* 22(4): 605–619.

- MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. (1958). "The of capital, corporation fiance, and the theory of investment." *American Economic Review* 48: 261–297.
- (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital." *American Economic Review* págs. 433–443.
- MORCILLO, F. M. e APARICIO, R. I. (1998). *Diccionario de términos financieros y de inversión*. 2ª ed. Mc Graw Hill, Madrid, Espanha.
- MORCK, A., R. SHLEIFER e VISHNY, R. W. (1988). "Managerial ownership and market valuation: An empirical analysis." *Journal of Financial Economics* 20(1–2): 292–315.
- MORCK, R. (1996). "On the economics of concentrated ownership." *Canadian Business Law Journal* 26(1): 63–85.
- MORCK, R. e NAKAMURA, M. (1999). "Banks and corporate control in Japan." *The Journal of Finance* 54(1): 319–339.
- MORCK, R., NAKAMURA, M. e SHIVDASANI, A. (2000). "Banks, ownership structure, and firm value in Japan." *Journal of Business* 73(4): 539–569.
- MURPHY, K. J. (1985). "Corporate performance and managerial remuneration." *Journal of Accounting and Economics* 7: 11–42.
- MURPHY, K. J. e SANDINO, T. (2010). "Executive pay and "independent" compensation consultants." *Journal of Accounting and Economics* 49: 247–262.
- MYERS, S. (1984). "The capital structure puzzle." *Journal of Finance* 39: 575–592.
- MYERS, S. e MAJLUF, N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13: 187–221.
- MYERS, S. C. (1977). "Determinant of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 5(2): 147–175.
- NEVES, R. O. (2011). "Fiscalização e protecção do investidor: Alguns problemas de governo societário." In "I Congresso do direito das sociedades: em revista," cap. 15, págs. 335–351. Almedina, Coimbra, Portugal.

- NOE, T. H. (2002). "Investor activism and financial market structure." *The Review of Financial Studies* 15(1): 289–318.
- ORTIZ-MOLINA (2007). "Executive compensation and capital structure: the effects of convertible debt and straight debt on CEO pay." *Journal of Accounting and Finance* 43: 69–93.
- PEARCE, A. J. e ZAHRA, S. A. (1991). "The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance." *Strategic Management Journal* 12: 135–153.
- PEARCE, J. A. e ROBINSON, R. B. (2004). "Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth." *Business Horizons* 47(5): 15–24.
- PENG, M. W. (2004). "Outside directors and firm performance during institutional transitions." *Strategic Management Journal* 25: 453–471.
- PENG, M. W. e JIANG, Y. (2010). "Institutions behind family ownership and control in large firms." *Journal of Management Studies* 47(2): 253–273.
- PERRINI, F., ROSSI, G. e ROVETTA, B. (2008). "Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market." *Corporate Governance: An International Review* 16(4): 312–325.
- PESTANA, M. H. e GAGEIRO, J. N. (2000). *Análise de Dados para Ciências Sociais: A Complementaridade do SPSS*. Revista e aumentada, 2^a ed. Edições Sílabo, Lisboa, Portugal.
- (2005). *Análise de Dados para Ciências Sociais: A Complementaridade do SPSS*. Revista e aumentada, 4^a ed. Edições Sílabo, Lisboa, Portugal.
- PETERSEN, M. e RAJAN, R. (1994). "The benefits of lending relationships: Evidence from small business data." *Journal of Finance* 49: 3–37.
- PFEFFER, J. (1972). "Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment." *Administrative Science Quarterly* 17: 218–228.
- (1973). "Size, composition and function of hospital boards of directors: a study of organization-environment linkage." *Administrative Science Quarterly* 18: 349–364.

- PFEFFER, J. e SALANCIK, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*. Harper & Row, New York.
- PIEPER, T., KLEIN, S. e JASKIEWICZ, P. (2008). "The impact of goal alignment on board existence and top management team composition: evidence from family-influenced businesses." *Journal of Small Business Management* 46(3): 372–394.
- PINTO, A. P. M. S. (2012). *Relações bancárias, governo da empresa e desempenho*. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- PINTO, A. P. S. e AUGUSTO, M. G. (2014). "Are there non-linear relationships between ownership structure and operational performance? empirical evidence from portuguese SMEs using dynamic panel data." *International Journal of Business Administration* 5(3): 162–180.
- PORTA, L., R. LOPEZ-DE SILANES, F. e SHLEIFER, A. (2002). "Government ownership of bank." *The Journal of Finance* 67(1): 265–301.
- PRICE, R. A. (1984). *Small business Management*. 2^a ed. Wordsworth International PTY. Ltd, Austrália.
- RAHEJA, C. G. (2005). "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40: 283–306.
- RAJAN, R. G. e ZINGALES, L. (1995). "What do we know about capital structure? some evidence from international data." *The Journal of Finance* 50(5): 1421–1460.
- RAMOS, M. E. (2008). "Debates actuais em torno da responsabilidade e da protecção dos administradores: Surto da influência anglo-saxónica." Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, Portugal.
- RODRIGUES, A. M. (2012). "Eventuais efeitos das medidas da "troika" sobre a contabilidade e a fiscalidade das pequenas e médias empresas (pme) portuguesas." In NABAIS, J. C., SILVA, S. T., RODRIGUES, A. M., OLIVEIRA, M. O., VIVENTE, J. N., REIS, J., COUTINHO DE ABREU, J. e CUNHA, A. (Eds.) "O Memorando da "Troika" e as Empresas," Almedina, Coimbra, Portugal.
- ROMANO, R. (1993a). *The Genius of American Corporate Law*. American Enterprise Institute, Washington, DC.

- (1993b). "Public pension fund activism in corporate governance reconsidered." *Columbia Law Review* 93(4): 795–853.
- ROSENBLATT, P. C., MIK, L., ANDERSON, R. M. e JOHNSON, P. A. (1985). *The family in business*. Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- ROSS, S. (1973). "The economic theory of agency: the principal's problem." *American Economic Review* 63(2): 134–139.
- ROSS, S. A. (1977). "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach." *The Bell Journal of Economics* 8(2): 22–40.
- ROZEFF, M. S. (1982). "Growth, beta, and agency cost as determinants of dividend payout ratios." *Journal of Financial Research* 5(3): 249–259.
- SAITO, T. (2008). "Family firms and firm performance: Evidence from Japan." *Tokyo, Japan: Waseda University (WIAS Discussion Paper No. 2007-005)*.
- SCHERR, F. C. e HULBURT, H. M. (2001). "The debt maturity structure of small firms." *Financial Management* 30: 85–111.
- SCHIANTARELLI, F. e SEMBENELLI, A. (1997). "The maturity structure of debt: determinants and effects on firms' performance: evidence from the UK and Italy." *Policy Research Working Paper #1699 (World Bank)*.
- SCHULZE, W. S., LUBATKIN, M., DINO, R. N. e K. BUCHHOLTZ, A. K. (2001). "Agency relationships in family firms: Theory and evidence." *Organization Science* 12(2): 99–116.
- SCHULZE, W. S., LUBATKIN, M. H. e DINO, R. N. (2002). "Altruism, agency, and the competitiveness of family firms." *Managerial and Decision Economics* 23(4-5): 247–259.
- (2003a). "Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms." *Academy of Management Journal* 46(2): 179–194.
- (2003b). "Toward a theory of agency and altruism in family firms." *Journal of Business Venturing* 18(4): 473–490.
- SCHWARTZ, A. (1997). "Priority contracts and priority in bankruptcy." *Cornell Law Review* 82: 1396–1419.

- SCIASCIA, S. e MAZZOLA, P. (2008). "Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance." *Family Business Review* 21(4): 331–345.
- SCIASCIA, S., MAZZOLA, P., ASTRACHAN, J. H. e PIEPER, T. M. (2013). "Family involvement in the board of directors: Effects on sales internationalization." *Journal of Small Business Management* 51(1): 83–99.
- SCOTT, J., J. H. (1977). "Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure." *Journal of Finance* (32): 21–48.
- SCOTT, W. R. (1995). *Institutions and organizations*, volume 2. Thousand Oaks, CA: Sage.
- SETIA-ATMAJA, L., TANEWSKI, G. A. e SKULLY, M. (2009). "How do family ownership and control affect board structure, dividends and debts? Australian evidence." *working paper* 15(5): 1–39.
- SETIA-ATMAJA, L. Y. (2009). "Governance mechanism and firm value: the impact of ownership concentration and dividends." *Corporate Governance: An International Review* 17(7): 694–709.
- SHARMA, P., CHRISMAN, J. J. e CHUA, J. H. (1997). "Strategic management of the family business: Past research and future challenges." *Family Business Review* 10(1): 1–35.
- SHARPE, W. F. (1964). "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk." *The Journal of Finance* 19(3): 425–442.
- SHLEIFER, A. e VISHNY, R. (1997). "Survey of corporate governance." *Journal of Finance* 52(2): 737–783.
- SHYAM-SUNDER, S., L. MYERS (1999). "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure." *Journal of Financial Economics* 51: 219–244.
- SIMON, H. (1957). *Models of man*. John Wiley, New York.
- SINGH, H. e HARIANTO, F. (1989). "Top management tenure, corporate ownership structure and the magnitude of golden parachutes." *Strategic Management Journal* 10: 143–156.
- SINGH, M. e DAVIDSON, I. W. N. (2003). "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms." *Journal of Banking & Finance* 27: 793–816.

- SMITH, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*.
Edwin Cannan.
- SMITH, M. S. (2008). "Differences between family and nonfamily SMEs: A comparative study of Australia and Belgium." *Journal of Management and Organization* 14: 40–58.
- SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. e GARCÍA-MECA, E. (2007). "A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance." *Corporate Governance: An International Review* 15(5): 879–892.
- (2011). "Ownership structure and the cost of debt." *European Accounting Review* 20(2): 389–416.
- SOGORB-MIRA, F. (2005). "How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 spanish data panel." *Small Business Economics* 25: 447–457.
- SRAER, D. e THESMAR, D. (2007). "Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market." *Journal of the European Economic Association* 5(4): 709–751.
- STEIJVERS, T. e VOORDECKERS, W. (2009a). "Collateral and credit rationing: a review of recent empirical studies as a guide for future research." *Journal of Economic Surveys* 23(5): 924–946.
- (2009b). "Private family ownership and the agency costs of debt." *Family Business Review* 22(4): 333–346.
- STEIJVERS, T., VOORDECKERS, W. e VANHOOF, K. (2010). "Collateral, relationship lending and family firms." *Small Business Economics* 34(3): 243–259.
- STEIN, J. (1989). "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior." *Quarterly Journal of Economics* 104(4): 655–669.
- STEWART, A. e HITT, M. A. (2012). "Why can't a family business be more like a nonfamily business? modes of professionalization in family firms." *Family Business Review* 25(1): 58–86.
- STIGLITZ, J. e WEISS, A. (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information." *American Economic Review* 71(3): 393–410.

- STULZ, R. (1988). "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control." *Journal of Financial Economics* 20: 25–54.
- SU, Y., XU, D. e PHAN, P. H. (2008). "Principal–principal conflict in the governance of the chinese public corporation." *Management and Organization Review* 4(1): 17–38.
- SUN, Q., TONG, W. e JING TONG, J. (2002). "How does government ownership affect firm performance? evidence from China's privatization experience." *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1): 1–17.
- TAM, O. K. e TAN, M. G. (2007). "Ownership, governance and firm performance in malaysia." *Corporate Governance* 15(2): 208–222.
- THOMSEN, S. e PEDERSEN, T. (2000). "Ownership structure and economic performance in largest european countries." *Strategic Management Journal* 21: 689–705.
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. e KVIST, H. (2006). "Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems." *Journal of Corporate Finance* 12: 246–269.
- TONELLO, M. e RABIMOV, S. (2010). "The 2010 institutional investment report: Trends in asset allocation and portfolio composition." Rel. téc., The Conference Board.
- TRICKER, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies, and practices*. OXFORD University Press, New York.
- TRUONG, T. e HEANEY, R. (2007). "Large shareholder and dividend policy around the world." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 47: 667–687.
- UHLANER, L., WRIGHT, M. e HUSE, M. (2007). "Private firms and corporate governance: An integrated economic and management perspective." *Small Business Economics* 29: 225–241.
- UNITE, A. A., SULLIVAN, M. J., BROOKMAN, J., MAJADILLAS, M. A. e TANDINGCO, A. (2008). "Executive pay and firm performance in philippines." *Pacific-Basin Finance Journal* 16: 606–623.
- UZUN, H., SZEWCZYK, S. H. e VARMA, R. (2004). "Board composition and corporate fraud." *Financial Analysts Journal* 60(3): 33–43.

- VAN DEN BERGHE, L. A. e LEVRAU, A. (2004). "Evaluating boards of directors: what constitutes a good corporate board?" *Corporate Governance: an international review* 12(4): 461–478.
- VENTURA, R. (1991). *Sociedades por quotas (comentários ao Código das Sociedades Comerciais*, volume 3 de 176–177. Coimbra, Portugal.
- VIEITO, J. P. T. (2008). *Essays in Executive compensation*. Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- VILLALONGA, B. e AMIT, R. (2006). "How do family ownership control, and management affect firm value?" *Journal of Financial Economics* 80(2): 385–417.
- (2010). "Family control of firms and industries." *Financial Management* págs. 863–904.
- VOLPIN, P. (2002). "Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy." *Journal of Financial Economics* 64: 61–90.
- VON THADDEN, E. (1992). "The commitment of finance, duplicated monitoring, and the investment horizon." *Working paper, CEPR* 27.
- VOORDECKERS, W. e STEIJVERS, T. (2006). "Business collateral and personal commitments in SME lending." *Journal of Banking & Finance* 30: 3067–3086.
- (2008). "Credit rationing for SME's in the corporate bank loan market of a bank-based economy." *Working paper* págs. 1–40.
- VOORDECKERS, W., GILS, A. V. e HEUVEL, J. V. (2007). "Board composition in small and medium-sized family firms." *Journal of Small Business Management* 45(1).
- WALSH, J. P. e SEWARD, J. K. (1990). "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms." *Academy of Management Review* 15(3): 421–458.
- WANG, Q., CONG, L. e EVANS, J. (2011). "Managerial power and excessive executive compensation." *China Journal of Accounting Research* .
- WARD, D. e FILATOTCHEV, I. (2010). "Principal–principal agency relationships and the role of external governance." *Managerial and Decision Economics* 31: 249–261.

- WEBB, R., BECK, M. e MCKINNON, R. (2003). "Problems and limitations of institutional investor participation in corporate governance." *Corporate Governance: An International Review* 11(1): 65–73.
- WEI, C. e YERMACK, D. (2011). "Investor reactions to CEOs' inside debt incentives." *Review of Financial Studies* 24: 3813–3840.
- WEIR, C., LAING, D. e MCKNIGHT, P. J. (2002). "Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of large UK public companies." *Journal of Business Finance & Accounting* 29(5-6): 579–611.
- WESTHEAD, P. e HOWORTH, C. (2006). "Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives." *Family Business Review* 19(4): 495–512.
- WILLIAMSON, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. Free Press, Nova Iorque.
- WU, Z., HEDGES, P. L. e ZHANG, S. (2007). "Effects of concentrated ownership and owner management on small business debt financing." *Journal of Small Business Management* 45(4): 422–437.
- YERMACK, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors." *Journal of Financial Economics* 40(2): 185–212.
- YOUNG, M. N., PENG, M. W., AHLSTROM, D., BRUTON, G. D. e JIANG, Y. (2008). "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective." *Journal of Management Studies* 45(1): 196–220.
- ZAHRA, S. A. (1996). "Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: the moderating impact of industry technological opportunities." *Academy of Management Journal* 39(6): 1713–1735.
- (2003). "International expansion of u.s. manufacturing family businesses: the effect of ownership and involvement." *Journal of Business Venturing* 18(4): 495–512.
- ZAHRA, S. A. e PEARCE, J. A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model." *Journal of Management* 15(2): 291–334.

- ZAHRA, S. A., NEUBAUM, D. O. e HUSE, M. (2000). "Entrepreneurship in medium-size companies: Exploring the effects of ownership and governance systems." *Journal of Management* 26(5).
- ZAHRA, S. A., NEUBAUM, D. O. e LARRAÑETA, B. (2007a). "Knowledge sharing and technological capabilities: The moderating role of family involvement." *Journal of Business Research* 60(10): 1070–1079.
- ZAHRA, S. A., NEUBAUM, D. O. e NALDI, L. (2007b). "The effects of ownership and governance on SMEs' international knowledge-based resources." *Small Business Economics* 29(3): 309–327.
- ZAJAC, E. J. e WESTPHAL, J. D. (1996). "Who shall succeed? how CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs." *Academy of Management Journal* 39(1): 64–90.
- ZAMBALDI, F., ARANHA, F., LOPES, H. e POLITI, R. (2011). "Credit granting to small firms: A brazilian case." *Journal of Business Research* 64(3): 309–315.
- ZECKHOUSER, R. e POUND, J. (1990). "Are large shareholders effective monitors? an investigation of share ownership and corporate performance." In HUBBARD, R. (Ed.) "Asymmetric Information, corporate finance, and Investment," cap. 2. University of Chicago Press, USA.
- ZINGA, A. C. (2011). *Cultura Competitiva, Empreendedorismo, Inovação e Performance: Um Estudo Aplicado às Empresas em Portugal*. Tese de Doutoramento, Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, Coimbra, Portugal.
- ZINGA, M., AUGUSTO, M. e RAMOS, M. (2013a). "Do small family firms outperform non-family firms? A research agenda based on agency and stewardship theories." *Journal of Modern Accounting and Auditing* 9(10): 1354–1365.
- (2013b). "Family involvement, agency cost of debt financing, and small firm performance: Research agenda." *Revista de Empresa Familiar* 13(1): 21–30.
- ZINGALES, L. (1994). "The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience." *The Review of Financial Studies* 7(1): 125–148.
- (1995). "What determines the value of corporate votes?" *The Quarterly Journal of Economics* 110(4): 1047–1073.

- Zou, H. e ADAMS, M. B. (2008). "Debt capacity, cost of debt, and corporate insurance."
Journal of Financial and Quantitative Analysis 43(2): 433–466.

APÊNDICES

APÊNDICE A

ANÁLISES COMPLEMENTARES

Tabela A.1: Sócios com assento no *board* sem funções executivas formais

sócio sem funções	n	%
0	2336	78,8
1	390	13,2
2	156	5,3
3	43	1,5
4	22	,7
5	9	,3
6	3	,1
7	2	,1
10	1	,0
13	1	,0
19	1	,0
Total	2964	100,0

Tabela A.2: Representantes e administradores-delegados

Representantes e administradores-delegados	n	%
0	2442	82,3
1	494	16,7
2	25	,8
3	2	,1
4	2	,1
6	1	,0
Total	2966	100,0

Tabela A.3: Representantes vs forma jurídica

Representantes	Forma jurídica			Total
	SA	SPQ	SPQU	
0	655	1317	470	2442
1	479	6	9	494
2	23	0	2	25
3	2	0	0	2
4	2	0	0	2
6	1	0	0	1
	1162	1323	481	2966

Notas:

SA - Sociedades anónimas.

SPQ - Sociedade por quotas.

SPQU - Sociedade por quotas unipessoais

Tabela A.4: Líder da empresa

Género	n	%
F	212	7,2
M	2191	74,1
Não identificado	553	18,7
Total	2956	100,0

Tabela A.5: Órgão fiscalizador

Membros do órgão fiscalizador	n	%
0	1799	61,0
1	1073	36,4
2	27	0,9
3	43	1,5
4	7	0,2
5	2	0,1
Total	2951	100,0

APÊNDICE B

RESULTADOS REFERENTES AO PERÍODO DE 2005-2009

B.1 Estudo comparativo

B.1.1 Sociedades anónimas e sociedades por quotas

Tabela B.1: Comparação entre SA e SPQ (2005-2009)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SA	SPQ	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	2.756.953	231.034	5,444	,000
	Nº de sócios/acionistas	2,870	2,29	6,870	,000
	Part. detida pelo Estado	1,369	,2227	4,026	,000
	Part. detida pelos bancos	0,259	,0557	1,519	,129
	Part. detida pelas empresas	33,798	10,259	16,666	,000
	Part. detida pelas SGPS	30,497	1,542	26,252	,000
	Part. detida por outras inst. financeiras	0,663	,315	1,623	,105
	Part. detida pela família	29,728	43,104	-6,622	,000
	Part. detida por outros indivíduos	11,285	44,240	-17,751	,000
	Part. detida pelo maior acionista	73,912	69,759	3,838	,000
	Diversificação da estrutura acionista	1,368	1,133	11,893	,000

(Continua na página seguinte)

Tabela B.1: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SA	SPQ	T	Sig.
Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	5,758	2,420	50,204	,000
	Dimensão do <i>Board</i>	3,602	2,386	22,335	,000
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	1,272	2,050	-12,116	,000
	Fiscalização	1,08	,03	76,613	,000
	Representantes	11,881	,303	31,723	,000
	Sócios no board	0,695	16,629	-21,645	,000
	Envolvimento da família no board	41,810	35,273	4,261	,000
Endividamento	CA/A	36,1234	39,0038	-3,715	,000
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	88.629	32.567	17,328	,000
	Remuneração do pessoal	983.838	272.050	19,552	,000
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos05a09	1,219	1,665	-8,855	,000
	Custos operacionais sobre vendas	0,711	,949	-,960	,337
Custos de agência da dívida	Imobilizado corpóreo/ativo	,315	,290	3,090	,002
	Imobilizado corpóreo/total dos imobilizado	,943	,977	-7,439	,000
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	0,736	,815	-10,550	,000
	Dívidas de médio longo prazo (CAMLPA/CA)	0,264	,185	10,550	,000
	Juros e custos similares/capitais alheios	0,049	,042	5,507	,000
	Juros e custos similares/EBITDA	,0208	,093	-,836	,403
Performance	Crescimento das vendas	22,7935	14,9599	,711	,477
	Crescimento dos resultados operacionais	115,5589	107,7497	,119	,905
	Crescimento dos CP	41,3756	59,9393	-,551	,582
	Crescimento do ativo fixo	23,2156	41,7608	-1,530	,126
	Rendibilidade bruta das vendas	55,718	57,009	-,499	,618
	Rendibilidade operacional das vendas	0,289	,051	,960	,337
	Rendibilidade líquida das vendas	0,160	,028	,941	,347
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	0,057	,087	-7,217	,000
Outras variáveis	N.º de colaboradores	63,831	27,458	24,885	,000
	Idade da empresa	28,508	14,442	24,180	,000
	Liquidez geral	2,520	1,842	2,513	,012
	Liquidez imediata	0,402	,421	-,427	,669
	Dimensão da empresa	15,439	13,977	32,919	,000
	Risco atribuído pela Einforma B&D	2,404	2,696	-15,010	,000
	Oportunidade de crescimento	,0157	,0081	4,230	,000

B.1.2 Sociedades por quotas pluripessoais e sociedades por quotas unipessoais

Tabela B.2: Comparação entre SPQP e SPQU (2005-2009)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SPQP	SPQU	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	191.256,56	340.115,82	-3,619	,000
	Nº de sócios/acionistas	2,75	1,01	22,697	,000
	Part. detida pelo Estado	,0754	,6263	-2,194	,028
	Part. detida pelos bancos	0,0000	,2092	-1,661	,097
	Part. detida pelas empresas	7,0751	19,0377	-7,924	,000
	Part. detida pelas SGPS	1,4193	1,8789	-,722	,470
	Part. detida por outras inst. financeiras	,4300	0,0000	1,869	,062
	Part. detida pela família	58,53	,42	26,709	,000
	Part. detida por outros indivíduos	32,0583	77,6715	-19,609	,000
	Part. detida pelo maior acionista	58,8110	99,9958	-42,432	,000
	Diversificação da estrutura acionista	1,1806	1,0021	9,495	,000
Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	2,77	1,46	18,219	,000
	Dimensão do <i>Board</i>	2,7528	1,3784	19,740	,000
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	2,50	,80	25,686	,000
	Fiscalização	,02	,06	-4,735	,000
	Representantes	,00	,03	-3,770	,000
	Sócios no board	,75	,02	13,016	,000
	Envolvimento da família no <i>board</i>	46,3170	4,9896	21,010	,000
Endividamento	CA/A	38,506	40,368	-1,680	,093
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	36,059	22,990	6,000	,000
	Remuneração do pessoal	229,978	387,423	-6,516	,000
Custos de agência do capital	Rotação dos ativos	1,6350	1,7488	-1,423	,155
	Custos operacionais sobre vendas	,9478	,9536	-1,414	,157
Custos de agência da dívida	Imobilizado corpóreo/ativo	,2970	,2710	2,475	,013
	Imobilizado corpóreo/total dos imobilizados	,9800	,9683	2,422	,016
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	,8071	,8347	-2,811	,005
	Dívidas de médio longo prazo (CAMLPA/CA)	,1929	,1653	2,811	,005
	Juros e custos similares/CA	,041	,044	-1,640	,101
	Juros e custos similares/EBITDA	,099	,078	,483	,629
Performance	Crescimento das vendas	10,632	26,810	-2,203	,028
	Crescimento dos resultados operacionais	103,846	118,455	-,225	,822
	Crescimento dos CP	33,347	132,861	-1,695	,090
	Crescimento do activo fixo	40,598	44,949	-,211	,833
	Rendibilidade bruta das vendas	54,36	64,27	-2,239	,025
	Rendibilidade operacional das vendas	,052	,046	1,414	,157
	Rendibilidade líquida das vendas	,031	,018	2,879	,004
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	,087	,084	,566	,571
Outras variáveis	Nº de colaboradores	26,24	30,81	-3,393	,001
	Idade da empresa	14,78	13,53	2,342	,019
	Liquidez geral	1,81	1,92	-1,172	,241
	Liquidez imediata	,394	,495	-2,277	,023

(Continua na página seguinte)

Tabela B.2: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	SPQ	SPQU	T	Sig.
	Dimensão da empresa	14,040	13,803	3,868	,000
	Risco atribuído pela Enforma B&D	2,759	2,623	3,088	,002
	Oportunidade de crescimento	,0065	,0126	-2,622	,009

B.1.2.1 SPQUs detidas por pessoas coletivas e singulares

Tabela B.3: Comparação entre SPQUs detidas por pessoas coletivas e singulares (2005-2009)

VARIÁVEIS	INDICADORES	P. COLETIVA	P. SINGULAR	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	1.295.024	83.343	9,250	,000
	Part. detida pelo Estado	2,9126	0,000	3,352	,001
	Part. detida pelos bancos	,9709	0,000	1,913	,056
	Part. detida pelas empresas	88,2353	0,266	50,508	,000
	Part. detida pelas SGPS	8,7379	0,000	5,987	,000
	Part. detida por outros indivíduos	0,0000	98,836	-97,936	0,000
Estrutura administrativa	N.º membros dos órgãos sociais	2,62	1,146	15,929	,000
	Dimensão do Board	2,3400	1,122	15,906	,000
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	,00	1,005	-45,121	,000
	Fiscalização	,25	,02	8,739	,000
	Representantes	,11	0,005	5,114	,000
	Envolvimento da família no board	4,0000	5,159	-,489	,625
Endividamento	CA/A	49,3410	38,0711	4,819	,000
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	42.949	17.706	5,319	,000
	Remuneração do pessoal	1.135.200	186.777	12,790	,000
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos	1,7065	1,764	-,259	,796
	Custos operacionais sobre vendas	,9669	0,950	1,825	,069
Custos de agência da dívida	Imobilizado corpóreo/ativo	,2094	0,288	-3,637	,000
	Imobilizado corpóreo/total dos imobilizados	,9235	0,980	-4,288	,000
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	,8732	0,825	2,345	,019
	Dívidas de médio longo prazo (CAMLPI/CA)	,1268	0,175	-2,345	,019
	Juros e custos similares/CA	,0506	0,042	1,796	,073
	Juros e custos similares/EBITDA	,0769	0,079	-,039	,969
Performance	Crescimento das vendas	17,5298	29,485	-,407	,684
	Crescimento dos resultados operacionais	171,588	105,416	,512	,609
	Crescimento dos CP	19,790	163,408	-,603	,547
	Crescimento do activo fixo	18,510	52,408	-1,040	,299

(Continua na página seguinte)

Tabela B.3: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	P. COLETIVA	P. SINGULAR	T	Sig.
	Rendibilidade bruta das vendas	61,73	64,871	-,976	,330
	Rendibilidade operacional das vendas	,0331	0,050	-1,825	,069
	Rendibilidade líquida das vendas	,007	,021	-1,047	,296
	Rendibilidade dos ativos	,4422	0,290	2,325	,020
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	,0697	,089	-1,422	,156
Outras variáveis	Nº de colaboradores	62,22	22,405	11,283	,000
	Idade da empresa	21,17	11,489	8,811	,000
	Liquidez geral	,4373	0,514	1,571	,117
	Liquidez imediata	2,17	1,849	-,666	,505
	Dimensão da empresa	15,4677	13,365	15,500	,000
	Risco atribuído pela Einforma B&D	2,44	2,849	-7,018	,000
	Oportunidade de crescimento	,0212	,0103	1,484	,140

B.1.3 Sociedades com e sem estatuto de PME líder ou excelência

Tabela B.4: Comparação entre empresas com e sem estatuto de PME líder ou excelência (2005-2009)

VARIÁVEIS	INDICADORES	PME LÍDER/EXCEL	OUTRAS	T	Sig.
Estrutura de propriedade	Capital social	653.773,39	1.788.815,30	2,497	,013
	Nº de sócios/acionistas	2,89	2,10	-9,890	,000
	Part. detida pelo Estado	0,0000	1,0531	4,103	,000
	Part. detida pelos bancos	,1651	,0648	-,832	,406
	Part. detida pelas empresas	10,5439	24,363	10,190	,000
	Part. detida pelas SGPS	8,867	11,373	2,205	,028
	Part. detida Out. Int. financeiras	,3820	,4412	,307	,759
	Part. detida pela família	52,05	26,94	-14,049	,000
	Part. detida por outros indivíduos	30,715	38,028	4,082	,000
	Part. detida pelo maior acionista	63,406	78,325	15,392	,000
Estrutura administrativa	Diversificação da estrutura acionista	1,2374	1,1605	2436	,000
	Nº membros dos órgãos sociais	3,95	3,50	-5,101	,000
	Dimensão do <i>Board</i>	3,0369	2,6848	-6,165	,000
	Sobreposição entre a gestão e propriedade	2,29	1,36	-16,034	,000
	Fiscalização	,47	,41	-2,415	,016
	Representantes	,20	,18	-1,246	,213
	Sócios no board	,42	,28	-4,341	,000
Envolvimento da família no board	48,830	26,684	-15,320	,000	
Endividamento	CA/A	38,1892	37,5644	-,824	,410
Remuneração	Remuneração dos órgãos sociais	64.236	44.553	-5,978	,000

(Continua na página seguinte)

Tabela B.4: – (Continuação da página anterior)

VARIÁVEIS	INDICADORES	PME LÍDER/EXCEL	OUTRAS	T	SIG.
	Remuneração do pessoal	475.074	625.989	4,010	,000
Custos de agência do capital	Rotatividade dos ativos	1,4897	1,4922	,049	,961
	Custos operacionais sobre vendas	,9388	,7728	-,685	,493
Custos de agência da dívida	Imobilizado corpóreo/ativo	,295	,304	1,128	,259
	Imobilizado corpóreo/total dos imobilizados	,968	,959	-2,097	,036
	Dívidas de curto prazo (CACP/CA)	,782	,786	,464	,643
	Dívidas de médio longo prazo (CAMLPA/CA)	,218	,214	-,464	,643
	Juros e custos similares/CA	,046	,043	-2,088	,037
	Juros e custos similares/EBITDA	,070	,061	-,106	,915
Performance	Crescimento das vendas	9,933	26,232	1,516	,130
	Crescimento dos resultados operacionais	130,931	90,396	-,634	,526
	Crescimento dos CP	28,832	76,870	1,462	,144
	Crescimento do activo fixo	33,418	35,634	,187	,851
	Rendibilidade bruta das vendas	52,10	60,97	3,525	,000
	Rendibilidade operacional das vendas	,061	,227	,685	,493
	Rendibilidade líquida das vendas	,041	,119	,560	,575
	Rendibilidade dos ativos afetos à exploração	,089	,061	-7,227	,000
Outras variáveis	N.º de colaboradores	42,96	40,35	-1,666	,096
	Idade da empresa	22,70	17,12	-9,118	,000
	Liquidez geral	2,02	2,20	,680	,496
	Liquidez imediata	,407	,420	,282	,778
	Dimensão da empresa	14,790	14,302	-9,810	,000
	Oportunidade de crescimento	,0102	,0120	0,985	0,325
N		1.499	1.479		

B.2 Envolvimento Familiar nos custos de agência e performance

Tabela B.5: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar nos custos de agência do capital (2005–2009)

Variáveis	Ln(Rotação dos ativos)			Ln(custos operacionais sobre vendas)		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		-8,563	,000		4,265	,000
N.º sócios	-,159	-7,761	,000	,019	,866	,386
EFP	,308	6,461	,000	-,105	-2,054	,040
EFP ²	-,091	-2,379	,017	,042	1,024	,306
EFG	-,186	-4,895	,000	,054	1,343	,179
EFG ²	,050	1,610	,107	-,001	-,018	,986
EFP*EFG	,050	2,000	,046	-,045	-1,674	,094
Endividamento (CA/A)	,209	11,089	,000	-,001	-,029	,977
Dimensão [Ln(Vendas)]	,208	10,034	,000	-,152	-6,845	,000
Setor	,041	2,220	,026	-,010	-,483	,629
Idade	-,179	-8,648	,000	,109	4,916	,000
R ²	,143			,024		
R ^A	,140			,020		
F	42,069			6,206		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	1,968			1,974		
N	2531			2530		

^a Valores estandardizados.

EFP - Envolvimento da família na propriedade.

EFG - Envolvimento da família na gestão.

CA - Capitais alheios.

A - Ativos.

Tabela B.6: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar nos custos de agência da dívida (2005-2009)

Variáveis	Dívidas de CP			Dívidas de MLP			Juros e custos similares/CA		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		23,123	,000		-,745	,456		-1,444	,149
N.º sócios	-,016	-,820	,413	,016	,820	,413	-,007	-,315	,753
EFP	-,029	-1,089	,276	,029	1,089	,276	,034	1,175	,240
EFG	,010	,390	,697	-,010	-,390	,697	-,050	-1,835	,067
EFP*EFG	,040	2,112	,035	-,040	-2,112	,035	-,013	-,638	,524
Endividamento (CA/A)	,105	4,544	,000	-,105	-4,544	,000	,009	,354	,723
Tangíveis/A	-,364	-15,902	,000	,364	15,902	,000	,048	1,928	,054
Intangíveis/A	-,105	-5,799	,000	,105	5,799	,000	,003	,145	,885
Liquidez geral	-,248	-10,974	,000	,248	10,974	,000	,108	4,383	,000
Liquidez imediata	,162	7,075	,000	-,162	-7,075	,000	,080	3,188	,001
LN(Vendas)	-,071	-3,535	,000	,071	3,535	,000	,104	4,743	,000
Idade	-,003	-,164	,870	,003	,164	,870	,116	5,308	,000
Setor	,005	,297	,767	-,005	-,297	,767	,047	2,382	,017
R ²	,217			,217			,064		
R ^A	,213			,213			,059		
F	58,111			58,111			14,283		
Valor P	,000			,000			,000		
Durbin-Watson	1,901			1,901			1,997		
N	2531			2531			2530		

^a Valores estandardizados.

EFP - Envolvimento da família na propriedade.

EFG - Envolvimento da família na gestão.

A - Ativos.

Tabela B.7: Análise *cross-section*: Influência do envolvimento familiar na performance (2005-2009)

Variáveis	RO/A			RO/V			RO/AE			RL+D/A			RL/V		
	β ^(e)	Val.t	Sig	β ^(e)	Val.t	Sig	β ^(e)	Val.t	Sig	β ^(e)	Val.t	Sig	β ^(e)	Val.t	Sig
Constante		3,238	,001		-,236	,814		1,757	,079		2,231	,026		-,824	,410
N.º sócios	-,003	-,144	,886	,016	,999	,318	,003	,171	,865	,013	,656	,512	,006	,404	,687
EFP	,020	,467	,641	-,011	-,303	,762	,025	,587	,558	-,030	-,675	,500	,009	,255	,799
EFP ²	-,016	-,456	,648	-,008	-,273	,785	-,016	-,474	,635	-,019	-,530	,596	-,011	-,376	,707
EFG	-,026	-,768	,443	,001	,028	,978	-,021	-,622	,534	,042	1,181	,238	-,018	-,603	,547
EFG ²	,009	,320	,749	-,050	-,2042	,041	,009	,318	,751	-,003	-,115	,908	-,028	-,1155	,248
EFP*EFG	,012	,549	,583	,053	2,711	,007	,008	,354	,723	-,008	-,361	,718	,040	2,088	,037
LN(V/A)	,179	9,203	,000	,113	6,654	,000	,163	8,358	,000	,348	17,265	,000	,085	5,063	,000
LN(CO/V)	-,443	-26,139	,000	-,678	-45,70	0,000	-,442	-25,930	,000	-,233	-13,267	,000	-,694	-47,421	0,000
CACP	,038	1,970	,049	-,011	-,668	,504	,046	2,380	,017	,050	2,511	,012	,012	,730	,465
Endividamento (CA/A)	,057	2,671	,008	-,055	-2,919	,004	,074	3,438	,001	,029	1,278	,201	-,057	-3,049	,002
Tangíveis/A	-,024	-1,057	,291	,026	1,345	,179	-,007	-,330	,741	,102	4,360	,000	,001	,041	,968
Intangíveis/A	-,020	-1,152	,250	,004	,288	,774	-,013	-,780	,436	,011	,622	,534	,003	,188	,851
Liquidez geral	,031	1,404	,160	,046	2,418	,016	,023	1,033	,302	,108	4,752	,000	,060	3,155	,002
Liquidez imediata	,132	6,029	,000	-,106	-5,525	,000	,138	6,286	,000	,010	,462	,644	-,109	-5,798	,000
Dimensão [Ln(Vendas)]	-,034	-1,797	,072	-,007	-,411	,681	-,011	-,582	,561	-,056	-2,834	,005	,002	,091	,927
Idade	-,041	-2,172	,030	,008	,458	,647	-,042	-2,193	,028	,115	5,802	,000	,009	,549	,583
Sector	-,037	-2,231	,026	-,004	-,256	,798	-,044	-2,650	,008	,015	,850	,396	-,014	-,959	,338
R ²	,327			,484			,319			,273			,497		
R ⁴	,323			,481			,314			,269			,494		
F	71,819			138,716			69,250			55,627			146,227		
Valor P	,000			,000			,000			,000			,000		
Durbin-Watson	2,000			2,015			2,001			2,009			2,008		
N	2530			2530			2530			2530			2530		

^a Valores estandardizados.

RO/A - Retorno do ativo.

RO/V - Rendibilidade operacional das vendas.

RO/AE - Rendibilidade do capital investido.

RL+D/A - Rendibilidade dos activos.

RL/V - Rendibilidade líquida das vendas.

B.3 Mecanismos de controlo interno, custos de agência e performance

Tabela B.8: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência do capital (2005-2009)

Variáveis	Ln(Rotação dos ativos)			Ln(Custos operacionais sobre vendas)		
	β (a)	Val.t	Sig	β (a)	Val.t	Sig
Constante		-16,498	,000		1,540	,124
Nº de sócios/acionistas	-,148	-5,502	,000	-,002	-,076	,939
Part. detida pelo Estado	-,195	-10,263	,000	,186	9,010	,000
Part. detida pelos bancos	,028	1,581	,114	,011	,574	,566
Part. detida pelas empresas	-,154	-4,876	,000	,064	1,865	,062
Part. detida pelas SGPS	-,120	-4,149	,000	-,013	-,417	,677
Part. Det. O Inst. Finan.	,015	,852	,394	,038	1,972	,049
Diversificação	,036	1,686	,092	-,011	-,496	,620
COM. PROP.	,021	,820	,412	,062	2,163	,031
COM. PROP. ²	,052	2,685	,007	,040	1,918	,055
BOARD	-,221	-6,263	,000	,051	1,327	,185
BOARD ²	,081	2,191	,029	-,280	-6,980	,000
Fiscalização	-,164	-6,625	,000	-,009	-,317	,751
SPG	,178	3,796	,000	-,006	-,116	,908
SPG ²	-,024	-,649	,517	,198	4,847	,000
Endividamento	-,056	-3,071	,002	,224	11,321	,000
Remuneração	-,118	-4,239	,000	-,014	-,468	,640
Remuneração ²	,005	,173	,862	,034	1,082	,279
Idade	-,127	-6,306	,000	,150	6,849	,000
Setor	-,028	-1,553	,120	,008	,398	,690
Dimensão [Ln(Vendas)]	,478	20,063	,000	-,149	-5,726	,000
R ²	,282			,146		
R ⁴	,276			,139		
F	46,290			20,171		
Valor P	,000			,000		
Durbin-Watson	2,015			1,996		
N	2380			2379		

^a Valores estandardizados.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

Tabela B.9: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo nos custos de agência da dívida (2005-2009)

Variáveis	Dívidas de CP			Dívidas de MLP			Juros e custos similares/CA		
	β (a)	Val.t	Sig	β (a)	Val.t	Sig	β (a)	Val.t	Sig
Constante		13,508	,000		4,656	,000		,212	,832
Nº de sócios/acionistas	-,019	-,632	,528	,019	,632	,528	-,009	-,281	,779
Part. detida pelo Estado	-,002	-,115	,909	,002	,115	,909	-,010	-,480	,631
Part. detida pelos bancos	,029	1,441	,150	-,029	-1,441	,150	-,003	-,154	,878
Part. detida pelas empresas	-,010	-,325	,745	,010	,325	,745	-,010	-,332	,740
Part. detida pelas SGPS	-,024	-,845	,398	,024	,845	,398	-,028	-,943	,346
Part. Det. O Inst. Finan.	,022	1,119	,263	-,022	-1,119	,263	,002	,109	,913
Diversificação	-,079	-3,406	,001	,079	3,406	,001	,023	,946	,344
COM. PROP.	,010	,345	,730	-,010	-,345	,730	-,036	-1,219	,223
BOARD	-,042	-1,100	,272	,042	1,100	,272	-,096	-2,429	,015
BOARD ²	,020	,748	,455	-,020	-,748	,455	,028	1,000	,318
Fiscalização	-,118	-4,303	,000	,118	4,303	,000	,043	1,517	,129
SPG	,045	1,110	,267	-,045	-1,110	,267	-,005	-,116	,908
Endividamento	,271	13,452	,000	-,271	-13,452	,000	-,019	-,908	,364
Endividamento ²	,001	,035	,972	-,001	-,035	,972	-,015	-,716	,474
Remuneração	-,050	-1,633	,103	,050	1,633	,103	,052	1,607	,108
Remuneração ²	,017	,575	,566	-,017	-,575	,566	-,041	-1,313	,189
Idade	,017	,782	,434	-,017	-,782	,434	,110	4,836	,000
Setor	-,021	-1,023	,307	,021	1,023	,307	,019	,887	,375
Dimensão [Ln(Vendas)]	,055	2,066	,039	-,055	-2,066	,039	,093	3,362	,001
R ²	,115			,115			,038		
R ⁴	,108			,108			,030		
F	16,164			16,164			4,890		
Valor P	,000			,000			,000		
Durbin-Watson	1,971			1,971			2,010		
N	2380			2380			2380		

^a Valores estandardizados.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

Tabela B.10: Análise *cross-section*: Efeitos dos mecanismos de controlo na performance das empresas (2005-2009)

Variáveis	RO/A			RO/V			RO/AE			RL+D/A			RL/V		
	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig	β ^(a)	Val.t	Sig
Constante		3,617	,000		-1,066	,287		1,428	,153		4,587	,000		-1,147	,251
Nº de sócios/acionistas	-,016	-,586	,558	,010	,434	,665	-,024	-,917	,359	-,094	-3,548	,000	,008	,340	,734
Part. detida pelo Estado	,071	3,676	,000	,138	8,558	,000	,071	3,688	,000	,288	14,932	,000	,043	2,608	,009
Part. detida pelos bancos	-,029	-,909	,363	-,022	-,817	,414	-,064	-2,019	,044	,108	3,414	,001	-,028	-1,037	,300
Part. detida pelas empresas	-,018	-,631	,528	-,001	-,043	,966	-,049	-1,686	,092	,086	2,981	,003	-,001	-,062	,951
Part. detida pelas SGPS	-,004	-,209	,835	,017	1,191	,234	-,004	-,236	,813	,001	,063	,949	,016	1,081	,280
Part. Det. O Inst. Finan.	-,004	-,178	,859	-,005	-,256	,798	-,021	-,895	,371	,019	,829	,407	,000	-,001	,999
Diversificação	,006	,278	,781	,000	-,016	,987	,013	,629	,530	,045	2,164	,031	,000	,013	,989
COM. PROP.	,008	,298	,766	,025	1,120	,263	-,008	-,296	,767	-,005	-,201	,841	,027	1,211	,226
COM. PROP. ²	,011	,541	,588	,017	1,054	,292	,002	,113	,910	,019	,980	,327	,018	1,118	,264
BOARD	-,002	-,049	,961	,007	,250	,802	-,022	-,619	,536	-,065	-1,859	,063	,043	1,456	,146
BOARD ²	-,035	-,967	,334	-,147	-4,811	,000	-,025	-,678	,498	,113	3,096	,002	-,125	-4,034	,000
Fiscalização	-,061	-2,505	,012	,038	1,849	,065	-,056	-2,305	,021	,032	1,294	,196	,020	,978	,328
SPG	-,033	-,716	,474	,003	,067	,947	-,023	-,489	,625	,154	3,292	,001	-,020	-,515	,607
SPG ²	,040	1,077	,282	,102	3,325	,001	,044	1,196	,232	-,095	-2,576	,010	,081	2,588	,010
Endividamento	,049	2,612	,009	-,047	-3,013	,003	,054	2,882	,004	-,011	-,599	,549	-,030	-1,931	,054
Endividamento ²	,002	,111	,912	,007	,475	,635	,005	,266	,790	,007	,381	,704	-,011	-,704	,481
Remuneração	,107	3,914	,000	-,069	-3,029	,002	,095	3,464	,001	,029	1,051	,293	-,049	-2,112	,035
Remuneração ²	-,070	-2,463	,014	,049	2,073	,038	-,068	-2,385	,017	-,007	-,259	,796	,026	1,098	,272
LN(V/A)	,199	9,216	,000	,140	7,711	,000	,164	7,544	,000	,283	13,060	,000	,083	4,543	,000
LN(CO/V)	-,484	-26,836	,000	-,722	-47,82	0,000	-,479	-26,447	,000	,180	9,958	,000	-,716	-46,794	,000
CACP	,054	2,809	,005	-,034	-2,130	,033	,063	3,307	,001	,018	,928	,354	-,002	-,123	,902
Idade	-,009	-,454	,650	,001	,063	,950	-,010	-,531	,596	,144	7,355	,000	-,004	-,239	,811
Setor	-,042	-2,355	,019	,011	,714	,476	-,054	-3,030	,002	,025	1,402	,161	-,009	-,583	,560
Dimensão [Ln(Vendas)]	-,048	-1,893	,058	,001	,056	,955	,008	,326	,745	-,115	-4,501	,000	,003	,118	,906
R ²	,317			,521			,311			,313			,509		
R ^A	,310			,516			,304			,306			,504		
F	45,539			106,751			44,290			44,678			101,506		
Valor P	,000			,000			,000			,000			,000		
Durbin-Watson	2,014			2,029			2,006			1,979			2,023		
N	2379			2379			2379			2379			2379		

^a Valores estandardizados.

RO/A - Retorno do ativo.

RO/V - Rendibilidade operacional das vendas.

RO/AE - Rendibilidade do capital investido.

RL+D/A - Rendibilidade dos activos.

RL/V - Rendibilidade líquida das vendas.

Diversificação - Diversificação da estrutura acionista.

COM. PROP.- Concentração da propriedade.

BOARD - Dimensão do board.

SPG - Sobreposição entre a propriedade e a gestão.

Remuneração - Remuneração dos gestores.

LN(V/A)- LN(Rotação dos ativos).

LN(CO/V)- LN(Custos operacionais sobre vendas).

CACP - Capitais alheios de curto prazo.

APÊNDICE C

MATRIZES DAS CORRELAÇÕES

Tabela C.1: Matriz das correlações de Person (2005-2009)

Variáveis	Médias	Correlações																		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1. Capital social	1217483																			
2. N.º Sócios/acionistas	2.487	.062**																		
3. Part. Deitada p/ CS	69,996	-1,10**	.013																	
4. Concentração da propriedade	17,082	-0,03	-3,53**																	
5. Part. deitada pelo Estado	0,547	.043*	.137**	-3,17**																
6. Part. deitada pelos bancos	0,113	.004	-0,11	-1,40**	.033															
7. Part. deitada pelas empresas	17,711	.075**	-1,36**	-6,94**	2,74**	-0,02														
8. Part. deitada pelas SCPS	10,162	.063**	-0,09**	-5,16**	2,65**	-0,13	-1,19**													
9. Part. Det. O Inst. Finan.	0,413	.033	-0,06	-0,68**	.018	.008	-0,26	-0,03												
10. EFP	39,186	-0,48*	.277**	.421**	-1,96**	-0,70**	-0,22	-3,57**	-2,62**											
11. Part.deitada por outros indivíduos	34,479	-0,55*	-1,83**	.423**	-1,49**	-0,53**	-0,20	-3,11**	-2,36**	-0,44*										
12. Diversificação da propriedade	1,197	.101**	.465**	-1,86**	-2,39**	.057*	.032	.090**	.067**	.064**	.008									
13. N.º de membros dos CS	3,728	.237**	.423**	-4,53**	-1,97**	.097**	.050*	.233**	.363**	.014	.027	-1,30**								
14. BOARD	1,96*	.196**	.479**	-2,64**	-3,22**	.049*	.043*	.155**	.220**	.008	.037	-1,30**	-3,67**							
15. Fiscalização	0,438	.211**	.161**	-5,52**	.055**	.085**	.039	.284**	.408**	.037	.037	-1,30**	-2,97**	2,42**						
16. N.º Sócios gestores	1,817	-0,55**	.586**	-5,27**	-6,43**	-0,95**	-0,21	-4,05**	-3,33**	-0,38	.520**	6,90**	-0,37	1,66**	1,36**					
17. EFC	37,832	-0,30	.141**	.158**	-3,29**	-0,71**	-0,17	-1,90**	-0,12	-0,41*	.690**	-5,33**	.011	1,36**	1,36**	1,40**				
18. N.º de colaboradores	41,663	.125*	.109**	-4,06**	.062**	.100*	.020	.257**	.244**	.016	.124**	-5,33**	.011	.394**	.394**	.448**	.140**			
19. Idade	19,930	.080**	.130**	-2,67**	.045*	.091**	.020	.125**	.186**	.011	.045*	-2,29**	.131**	.394**	.261**	.275**	.385**	.392**	.149**	
20. CA/A	37,879	-0,71**	-0,95**	-0,17	.053**	-0,56**	-0,07	.052**	-0,17	-0,71**	.041*	-0,70**	.131**	.402**	.402**	.427**	.492**	.492**	.149**	
21. Remun. Cest.	54,461	.477**	.167**	-1,93**	-0,96**	.071**	.042*	.193**	.193**	.052**	.023	-1,30**	.200**	.415**	.332**	.349**	.349**	.349**	.149**	
22. Rotação dos ativos	1,491	-0,62**	-0,61**	-1,10**	.030	-0,79**	.022	-0,62**	-0,72**	.089**	-0,12	.086**	-0,21	-1,51**	-1,00**	-1,39**	-1,39**	-1,39**	.149**	
23. COV	0,886	.002	.011	.003	.019	.036	.003	.047**	-0,02	.004	-0,21	-0,10	-0,10	-0,02	-0,01	-0,17	-0,17	-0,17	.149**	
24. Tangíveis/A	0,300	.049**	.117**	.009	-0,05**	.090**	.008	-0,17	.003	.031	.029	-0,21	-0,08**	.083**	.072**	.061**	.061**	.061**	.149**	
25. Tangíveis/IC	0,964	-0,24	.180**	.180**	-0,93**	.012	.006	-1,44**	.006	.031	.066**	.086**	-0,54**	.083**	.072**	.061**	.061**	.061**	.149**	
26. Intangíveis/A	0,011	.031	.002	.087**	.027	.001	.004	.091**	.032	.023	.066**	.086**	-0,54**	.083**	.072**	.061**	.061**	.061**	.149**	
27. CAM/CP	0,784	-1,05**	.081**	.087**	.027	.001	.004	.091**	.032	.023	.066**	.086**	-0,54**	.083**	.072**	.061**	.061**	.061**	.149**	
28. CAM/CP	0,216	.105**	.081**	.087**	.027	.001	.004	.091**	.032	.023	.066**	.086**	-0,54**	.083**	.072**	.061**	.061**	.061**	.149**	
29. I e C. similares /CA	0,045	.005	.030	-0,62**	-0,19	-0,12	-0,04	.041*	.086**	.009	.022	-0,08**	.127**	.160**	.160**	.161**	.161**	.161**	.149**	
30. Liquidez geral	2,107	.025	.003	-0,42**	.000	.026	.011	.030	.027	.016	.005	-0,08**	.047**	.080**	.080**	.080**	.080**	.080**	.149**	
31. Liquidez imediata	0,414	.074**	.030	.034	.000	.004	-0,15	.006	.020	.009	.026	-0,06**	.052**	.052**	.052**	.052**	.052**	.052**	.149**	
32. RO/A	0,005	-0,37**	-0,43**	.109**	-0,12	-0,77**	-0,17	-0,88**	-0,43**	-0,20	.005	.092**	-0,51**	-0,17	-0,09	-0,04	-0,04	-0,04	.149**	
33. RO/V	0,144	-0,02	-0,11	-0,03	-0,19	-0,36	-0,17	-0,88**	-0,43**	-0,20	.005	.092**	-0,51**	-0,17	-0,09	-0,04	-0,04	-0,04	.149**	
34. RO/CA+CP	0,075	-0,34	-0,34	.120**	-0,25	-0,69**	-0,16	-0,91**	-0,50**	-0,17	.008	.101**	-0,22	-0,12**	-0,06**	-0,07	-0,07	-0,07	.149**	
35. RL+AA	0,700	.012	-0,05	-0,28	-0,14	.377**	.003	.049*	.083**	-0,08	-0,30	-0,05	.073**	.028	.018	.040*	.040*	.040*	.149**	
36. RL/V	0,029	.000	-0,12	-0,03	-0,19	-1,10**	-0,01	-0,41**	.012	-0,08	.022	.010	.006	.002	.003	.015	.015	.015	.149**	
37. LN(Vendas)	14,547	.150**	.126**	-4,90**	.052**	-0,35	.036	.354**	.291**	.038	.088**	-3,36**	.191**	.504**	.367**	.488**	.488**	.488**	.149**	
38. LN(Ativos)	14,111	.228**	.173**	-5,75**	.055**	-1,07**	.031	.377**	.359**	.022	-1,06**	-3,89**	.212**	.614**	.440**	.582**	.582**	.582**	.149**	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

Tabela C.2: Matriz das correlações de Person (2005-2009) – Continuação

Variáveis	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37
18. N.º de colaboradores	41,663																			
19. Idade	2,99**	19,030																		
20. CA/A	-0,050**	37,879																		
21. Remun. Gest.	,240**	-0,085**	-0,33																	
22. Rotação dos ativos	,355**	-1,118**	,089**	-0,055**																
23. CO/V	-0,070**	,031	,008	,017	,017															
24. Tangíveis/A	,062**	-0,33	-0,12	-0,22	-1,186**	,025														
25. Tangíveis/C	-1,02**	-0,26	,037*	-0,94**	,012	,140**														
26. Intangíveis/A	,073**	,011	-1,35**	,080**	-0,33	,004	-0,041*													
27. CACP	-0,087**	-0,52**	,314**	-0,78**	,245**	,033	-0,402**	-0,103**												
28. CAMLP	,087**	,052**	-0,314**	,078**	-2,45**	-0,33	,402**	,026	-1,000**											
29. J e C. similares /CA	,092**	,175**	-0,42*	,077**	,044*	-0,24	-0,04	-0,30	,016	,017	-0,17									
30. Liquidez geral	-0,005	,036*	-0,32	-0,05	-0,37*	,007	-0,29	-0,50**	,107**	-0,081**	,081**	,039*								
31. Liquidez imediata	0,414	-0,27	,051**	-0,11	,034	,003	-0,86**	-0,10	-0,008	,055**	-0,055**	,138**	,201**							
32. RO/A	0,065	-0,48**	-1,21**	,011	,207**	-0,13	-0,171**	-0,04	-0,42*	,147**	-0,147**	,078**	,015	,166**						
33. RO/V	0,144	0,70**	-0,31	-0,08	,162**	-1,000**	-0,25	-1,40**	-0,04	-0,33	,033	,024	-0,07	-0,003	,013					
34. RO/CA+CP	-0,035	-1,09**	,156**	,029	,162**	-0,11	-1,159**	-0,11	-0,36*	,152**	-0,152**	,082**	,011	,153**	,719**	,011				
35. RL+A/A	,087**	,053**	-0,56**	-0,01	-0,051**	-0,11	-0,957**	-0,02	-0,61**	,061**	,061**	,020	,026	,002	-0,028	,957**	-0,027			
36. RL/V	,070**	,025	-0,28	-0,07	-0,16	-0,98**	,003	-1,40**	-0,04	-0,28	,028	,023	-0,009	-0,001	,018	,998**	,015	,955**		
37. LN(Vendas)	,554**	,386**	,074**	,398**	,140**	,096**	-1,117**	-1,11**	,067**	-0,035	,035	,128**	-0,028	-0,067**	,001	-0,096**	,016	-1,30**	-0,094**	
38. LN(Ativos)	,563**	,433**	-0,089**	,419**	-2,45**	-0,008	,065**	-1,130**	,089**	-2,247**	,247**	,098**	,024	-0,057**	-0,153**	,008	-1,28**	,038*	,008	,841**

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

Tabela C.3: Matriz das correlações de Person (2010-2011)

Variáveis	Médias																		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1. Capital social	1217483																		
2. N.º Sócios/acionistas	2.487	,062**																	
3. Part. Deitada pi. CS	69.996	-1,10**	,013																
4. Concentração da propriedade	71.082	-0,03	-3,53**	-3,17**															
5. Part. deitada pelo Estado	0,547	,043*	,137**	-1,40**	,033														
6. Part. deitada pelos bancos	0,113	,004	-0,11	-0,43*	,030	-0,02													
7. Part. deitada pelas empresas	17.711	,075**	-1,36**	-6,94**	,274**	-0,20	-0,13												
8. Part. deitada pelas SCPS	10.162	,063**	-0,99**	-5,16**	,265**	,019	,010	-1,19**											
9. Part. Det. O Inst. Finan.	0.413	,033	-0,06	-0,68**	,018	,008	-0,26	-0,03											
10. EFP	39.186	-0,48*	,277**	,421**	-1,96**	-0,07	,008	-0,03	-0,44*										
11. Part.deitada por outros indivíduos	34.479	-0,55**	-1,83**	,423**	-1,96**	-0,22	-3,57**	-2,62**	-0,38	-5,85**									
12. Diversificação da propriedade	1.197	,101**	,465**	-1,86**	-2,39**	,032	,090**	-2,36**	-0,38	,008	-1,52**								
13. N.º de membros dos CS	3.728	,237**	,423**	-4,53**	-1,97**	,050*	,233**	,363**	,014	,027	,314**								
14. BOARD	2.862	,196**	,479**	-2,64**	-3,22**	,043*	,155**	,220**	,008	,130**	,271**	,271**							
15. Fiscalização	0.438	,211**	,161**	-5,52**	,055**	,039	,284**	,408**	,037	-1,30**	,242**	,242**	,297**						
16. N.º Sócios gestores	1.817	-0,55**	,586**	-5,27**	,085**	-0,08	-4,05**	-3,33**	-0,38	,520**	,166**	,166**	,357**	,166**					
17. EFC	37.832	-0,30	,141**	,158**	-3,29**	-0,71	-1,90**	-0,12	-0,41*	,690**	,533**	,533**	,037	,533**	,217**				
18. N.º de colaboradores	41.663	,125*	,109**	-4,06**	,062**	,100*	,297**	,244**	,016	-1,24**	,690**	,690**	-0,37	,690**	,140**	-1,96**			
19. Idade	19.930	,080**	,130**	-2,67**	-0,45*	,091**	,125**	,186**	,011	,045	,122**	,122**	,011	,122**	,047*	,292**			
20. CA/A	65.117	-0,30	-0,68**	-0,23	,095**	,002	,015	,168**	,058**	-0,87**	-0,12	-0,12	-0,96**	-0,94**	,385**	,026	,015		
21. Remun. Cest.	58.881	,489**	,172**	-1,08**	-1,53**	,045	,005	,168**	,058**	,006	,044*	,044*	,114**	,177**	-0,49**	-1,15**	-1,34**	-0,39*	
22. Rotação dos ativos	1.383	-0,59**	-0,65**	,078**	,042*	-0,74**	-0,27	-0,07**	,090**	-0,27	,071**	-0,22	-1,14**	-0,22	-1,49**	,059**	,084**	,320**	-0,32
23. COV	10.186	-0,02	,013	,014	-0,23	-0,02	-0,10	-0,02	-0,02	,026	,015	,015	-0,15	-0,09	,013	,028	,005	,006	,006
24. Tangivés/A	0.269	-0,35	,018	,078**	-0,58**	-0,14	-0,50*	-0,42*	,049*	,052**	,017	,017	-0,15	,004	,012	,022**	,063**	,026	,026
25. Tangivés/IC	0.960	-0,56**	-1,38**	,257**	-2,02**	-0,05	-1,95**	-1,00**	,001	,128	,117**	,117**	-0,86**	-0,86**	,088**	-1,82**	,155**	,144**	,144**
26. Intangivés/A	0.014	,044**	,225**	-1,89**	,017	,006	,124**	,080**	-0,03	-0,98**	,110**	,110**	-0,86**	-0,86**	,191**	,129**	,129**	,145**	,145**
27. CANCP	0.725	-0,79**	-0,68**	-0,07	-0,42*	-0,34	,047*	-0,18	-0,14	-0,35	,018	,018	-0,18	-0,18	-0,89**	-0,41*	-0,41*	-0,19	-0,19
28. CAMLP	0.275	,079**	,068**	,007	-0,42*	,061**	-0,47*	,018	,014	,035	,018	,018	,018	,018	,064**	,089**	,089**	,041*	,041*
29. I e C. similares /CA	2.074	,102**	,009	-0,05	-0,09	-0,03	-0,39*	,037	-0,13	,006	,018	,018	,018	,018	,062**	,062**	,062**	,019	,019
30. Liquidez geral	0.018	,015	-0,08	-0,08	-0,06	-0,02	-0,22	-0,20	-0,13	,001	,027	,027	-0,19	-0,10	,014	,024	,003	,003	-0,31
31. Liquidez imediata	0.393	,036	-0,20	,083**	-0,15	-0,02	-0,56**	-0,27	-0,05	,014	,026	,026	-0,51*	-0,37*	-0,24	,024	,030	,030	-0,50**
32. RO/A	0.092	-0,12	-0,10	,071**	-0,23	-0,12	-0,28	-0,27	-0,05	,004	,062**	,062**	-0,75**	-0,33	-0,077**	,037	-0,01	,011	,011
33. RO/V	0.186	,002	-0,13	-0,10	,033	,002	,010	,007	,002	-0,26	,015	,015	,009	-0,02	,013	,028	-0,05	,006	,006
34. RO/CA+CP	0.044	,001	-0,06	,020	-0,20	-0,09	-0,01	-0,17	-0,43	,000	,026	,026	-0,21	,004	-0,24	,029	,008	,008	-0,20
35. RL+AA	0.068	-0,08	,002	,076**	-0,34	-0,10	-0,34	-0,56**	-0,49*	,015	,057**	,057**	-0,67**	-0,24	-0,76**	,049*	,015	,011	,011
36. RL/V	-9.372	,002	-0,13	-0,14	,023	,002	,010	,007	,002	-0,26	,015	,015	-0,02	-0,13	,013	,028	-0,05	,006	,006
37. LN(Vendas)	14.674	,134**	,125**	-4,84**	,052**	-0,27	,344**	,280**	,051*	-0,95**	,192**	,192**	,478**	,348**	,474**	,135**	,056**	,570**	,570**
38. LN(Activos)	14.637	,219**	,178**	-5,53**	,044*	,032	,353**	,355**	,022	-1,00**	-3,32**	-3,32**	,784**	,427**	,570**	,159**	,075**	,560**	,560**

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

Tabela C.4: Matriz das correlações de Person (2010-2011) – Continuação

Variáveis	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	
18. N.º de colaboradores	41.663																				
19. Idade	2,99**																				
20. CA/A	-0,39*	-203**																			
21. Remun. Gest.	37,879	,210**	-118**																		
22. Roteção dos ativos	54,461	-0,32	,080**	-0,53**																	
23. CO/V	0,856	-0,10	,064**	-0,09	-0,20																
24. Tangíveis/A	0,300	,010	-0,066**	-1,09**	,046*	-0,23															
25. Tangíveis/IC	0,964	,007	,057**	-1,09**	,043*	,043*	206**														
26. Intangíveis/A	0,011	,145**	-0,83**	,066**	-0,91**	-0,03	-119**	-788**													
27. CACP	0,784	-0,19	-1,00**	-0,22	,254**	,004	-360**	,084**	-163**												
28. CAMLP	0,216	,019	,100**	,022	-2,54**	-0,04	,360**	-0,84**	,163**	-1,000**											
29. J e C. similares /CA	0,045	,019	,043*	,076**	-0,81**	-0,16	,084**	-0,02	,021	-2,12**	,212**										
30. Liquidez geral	2,107	-0,31	,130**	,012	-1,41**	-0,06	-0,80**	,012	-0,26	-1,07**	,107**	-0,49**									
31. Liquidez imediata	0,414	-0,50**	-2,75**	,009	,006	-0,06	-0,76**	,022	-0,17	-0,34	,034	-1,24**	,277**								
32. RO/A	0,065	,011	-0,95**	,043*	,124**	-0,74**	,053**	,020	-0,19	,056**	-0,56**	-0,35	,036*	,117**							
33. RO/V	0,144	-0,06	-0,64**	,009	,020	-1,00**	,023	-0,43*	,003	-0,04	,004	,016	,006	,006	,074**						
34. RO/CA+CP	0,075	,020	-0,39*	,073**	,091**	-0,69**	-0,92**	,009	-0,20	,087**	-0,87**	-0,34	,044*	,121**	,933**	,069**					
35. RL+A/A	0,700	,011	-0,82**	,042	,104**	-0,77**	,073**	,025	-0,18	,050**	-0,50**	-1,06**	,045*	,124**	,986**	,077**	,916**				
36. RL/V	0,079	-0,06	-0,64**	,009	,020	-1,00**	,023	-0,33	,003	-0,04	,004	,016	,006	,006	,074**	,1,000**	,069**	,077**			
37. LN(Vendas)	14,547	,570**	,341**	,348**	,154**	-1,16**	-1,16**	-1,74**	,133**	,089**	-0,89**	,023	-0,55**	-1,03**	,074**	,1,69**	,150**	,063**	,169**		
38. LN(Ativos)	14,411	,560**	,397**	,379**	-2,62**	-0,16	-0,03	-2,59**	,250**	-1,135**	,135**	,082**	-0,44*	-0,92**	-0,39*	,016	,063**	-0,34	,016	,823**	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)