

José Manuel Poças Rodrigues

O Governo e a estrutura de endividamento:
O caso das PME's portuguesas



Junho de 2018

José Manuel Poças Rodrigues

O Governo e a estrutura de endividamento:

O caso das PME's portuguesas

Tese de Mestrado

Mestrado em Finanças Empresariais

Professor Doutor António Pedro Soares Pinto

Professora Doutora Carla Manuela Ribeiro Henriques

Junho de 2018



Agradecimentos

Quero agradecer aos meus orientadores, o Professor Doutor António Pedro Pinto e à Professora Doutora Carla Henriques por todo o incentivo, apoio, comentários e sugestões que deram ao longo de todo este percurso.

Quero também dedicar este trabalho à minha família, em especial à minha esposa e companheira Telma Pinto, pelo apoio e por todos os momentos abdicados.

Por último, a todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho, os meus sinceros agradecimentos.

Resumo

Ao longo da literatura o estudo do governo empresarial nas decisões financeiras tem vindo a ganhar relevância, em particular, na estrutura de endividamento, não existindo um consenso sobre quais e o modo como as suas características influenciam tais decisões. Neste estudo o endividamento encontra-se dividido em três formas distintas, o endividamento a curto, a médio e longo prazo e o total. Pretende-se aferir se a estrutura do endividamento é condicionada pela natureza da propriedade, existindo uma distinção/comparação entre empresas familiares e não familiares. A amostra em estudo é composta por Pequenas e Médias empresas portuguesas (PME) inseridas no sector C (Indústrias Transformadoras). Constatou-se que as empresas familiares têm maiores níveis de endividamento e que estas se distinguem das não familiares pelo impacto que os determinantes do governo têm na maturidade da dívida. Conclui-se também que o número de gestores, o número de bancos, a rentabilidade e a dimensão contribuem para a estrutura de capital das empresas familiares e não familiares. Por outro lado a concentração da propriedade e a propriedade interna, apesar de influenciarem a estrutura de capital, são distintas dependendo da natureza da propriedade.

Palavras-chave: Governo empresarial, estrutura da dívida, endividamento

Abstract

Throughout the literature, the study of corporate governance in financial decisions has gained relevance, in particular, in the structure of indebtedness, and there is no consensus on what and how its characteristics influence such decisions. In this study, indebtedness is divided into three distinct forms: short, medium and long term indebtedness and total indebtedness. It is intended to assess whether the structure of indebtedness is conditioned by the nature of the property, and there is a distinction / comparison between family and non-family businesses. The sample under study is made up of Portuguese Small and Medium Enterprises (SMEs) inserted in sector C (Transforming Industries). It was verified that the family companies have higher indebtedness levels and that these are distinguished from the unfamiliar ones by the impact that the determinants of the government have in the maturity of the debt. It is also concluded that the number of managers, number of banks, profitability and size contribute to the capital structure of family and non-family businesses. On the other side, the concentration of property and internal property, although influencing the capital structure, are distinct depending on the nature of the property.

Key words: Corporate Governance, debt structure, indebtedness

Índice Geral

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	5
3. População, amostra e recolha de dados.....	23
4. Metodologia, variáveis e hipóteses.....	27
4.1. Metodologia.....	29
4.2. Variáveis.....	30
4.3. Definição das Hipóteses.....	38
5. Resultados.....	43
5.1. Descrição da amostra.....	45
5.2. Formulação e estimação dos modelos.....	50
6. Conclusões.....	57
Bibliografia.....	61

Índice de tabelas

Tabela 1 – Variáveis em estudo e forma de cálculo	37
Tabela 2 – Estatísticas descritivas	45
Tabela 3 – Aplicação de logaritmo nas variáveis vendas e ativo	46
Tabela 4 – Loadings e comunalidades resultantes da aplicação da Análise dos Componentes Principais	47
Tabela 5 – Resumo das variáveis de endividamento para empresas familiares e não familiares	47
Tabela 6 – Correlação entre endividamento total e a concentração de propriedade em função da natureza de propriedade	48
Tabela 7 – Resumo das estatísticas para as variáveis independentes	49
Tabela 8 – Resumo das estatísticas para as variáveis de controlo.....	49
Tabela 9 – Modelo regressão para o endividamento a curto prazo	50
Tabela 10 – Modelo regressão para o endividamento MLP	52
Tabela 11 - Modelo regressão para o endividamento total.....	53

1.Introdução

A literatura sobre o governo da empresa tem dado importância aos problemas contratuais entre os detentores de capital e os gestores e ao estudo dos mecanismos postos à disposição dos investidores para controlar os seus recursos e minimizar os conflitos. No entanto os trabalhos realizados sobre a concentração de propriedade proporcionam um novo enfoque à teoria da agência: desloca a relação principal/agente para a ligação que se estabelece entre proprietários majoritários e minoritários onde a expropriação de “benefícios privados”¹ assume papel preponderante, provocando um conflito de interesses (La Porta et al., 2000, Gregoric e Vespro, 2003. No âmbito das finanças empresariais, as Pequenas e Médias Empresas (PME) têm ganho uma importância acrescida pelas particularidades que encerram. Entre estas, destaca-se a natureza familiar que a estrutura de propriedade e controlo lhes confere, levando a que as relações contratuais que se estabelecem na empresa, para além de laços económicos, contemplem, muitas vezes, laços familiares.

As dificuldades que as PME têm na obtenção de recursos financeiros, aliada à dificuldade em aceder aos mercados de capitais, levam a que o mercado de crédito constitua a sua principal fonte de financiamento. Deste modo, o estudo do governo da empresa, nomeadamente das PME's, e da intermediação bancária torna-se de particular relevância, particularmente no vencimento da dívida (Diego, 2017). As relações com seus credores desempenham um papel particularmente importante para empresas sujeitas a maior assimetria de informações.

O facto da maioria dos trabalhos dedicarem a sua atenção a grandes empresas e mercados leva-nos a concluir que, ainda com base na revisão da literatura, se mostra indispensável aprofundar o estudo que as questões do governo em termos da natureza e estrutura da propriedade têm no vencimento da dívida, no contexto das PME portuguesas.

Os estudos empíricos sobre a estrutura de capital centraram-se numa primeira fase nos fatores que influenciam a estrutura de capitais da empresa, mais concretamente

¹ Os “benefícios privados” resultam de o proprietário majoritário utilizar o seu poder de controlo para obter uma fração de benefícios residuais que extravasam a parte que o capital social lhe confere.

na escolha entre endividamento e capital próprio. Numa fase posterior, mais recentemente, o estudo tem-se alargado à análise das determinantes da escolha das empresas sobre a estrutura da maturidade da dívida.

Neste trabalho utilizamos como principais variáveis indutoras do endividamento a concentração da propriedade, a propriedade interna, o número de gestores e o número de acionistas. Também foram consideradas como variáveis de controlo a rendibilidade, o número de bancos, a dimensão e a maturidade da empresa. Para avaliar a relevância da natureza da propriedade na estrutura do endividamento a amostra foi subdividida em empresas familiares e não familiares.

Os resultados sugerem que a estrutura do endividamento é claramente distinta quando se considera a natureza da propriedade, observando-se valores significativamente maiores de endividamento nas empresas familiares. Verificamos também evidências de que independentemente do tipo de empresa, familiar ou não familiar, quanto maior a rendibilidade, menor o endividamento. A dimensão da empresa tem um impacto positivo no endividamento total e no endividamento de curto prazo para ambas as empresas.

O trabalho está dividido em seis capítulos, que para além desta parte introdutória, contempla no próximo capítulo uma breve revisão da literatura, no terceiro a população e amostra, o quarto é dedicado ao estudo das variáveis, metodologia utilizada e à formulação de hipóteses, o quinto aos resultados e finalmente o sexto às principais conclusões.

2.Revisão da Literatura

O governo da empresa ou *corporate governance* (na terminologia anglo-saxónica) incorpora um conjunto de preocupações que têm merecido particular atenção no âmbito das finanças empresariais (Salas, 2002). A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, 2004) descreve-o como um sistema através do qual os negócios são geridos e controlados, especificando os direitos e as obrigações dos diferentes participantes: o conselho de administração, a direção, os detentores de capital, etc. Este sistema estabelece as regras e os procedimentos para a tomada de decisões, define a estrutura através da qual os objetivos são fixados e proporciona os meios para os atingir e controlar. Tirole (2006) refere que o governo da empresa é um conjunto de instituições que induzem os gestores a interiorizar os interesses dos *stakeholders*² que nela participam, ideia partilhada por Steier et al., (2015).

John e Senbet (1998) entendem que o governo empresarial está relacionado com os mecanismos de controlo através dos quais os *stakeholders* da empresa supervisionam os gestores (administradores) protegendo, dessa forma, os seus interesses. Referem, ainda, que o governo da empresa é o instrumento através do qual os vários *stakeholders*, externos à empresa, exercem os seus direitos através das cláusulas do pacto social e do normativo jurídico vigente. No mesmo sentido Gillan e Starks (2000) definem o governo da empresa como um sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações no seio da empresa. Pode também ser entendido como um conjunto de decisões formais que permite aos proprietários, gestores (administradores) controlar o comportamento dos diferentes elementos da organização (Carney, 2005, Steier et al., 2015). Um contributo mais recente reafirma que um bom governo deve preservar os interesses dos detentores de capital contra a utilização ineficiente dos ativos da sociedade por parte dos gestores (administradores) (Dittmar e Mahrt-Smith, 2007).

² O termo “grupo de interesse” ou *stakeholder* refere-se a todos os agentes que de alguma forma têm uma relação com a empresa pelo facto de terem investido recursos financeiros ou humanos (Clarkson, 1995).

Um ponto-chave para as empresas que têm uma política forte de governo empresarial é a disciplina. As políticas disciplinares só são eficazes se realizadas integralmente. Uma empresa pode ter grandes estratégias, no entanto se os colaboradores não cumprem de forma correta as obrigações que lhe foram atribuídas, os planos serão ineficazes. A gestão deve executar totalmente os procedimentos disciplinares com o propósito de tornar a empresa mais eficaz (Mack, 2017).

Um conjunto de autores (Sirmon e Hitt, 2003, Steier et al., 2015) refere que, genericamente, o governo da empresa compreende duas funções fundamentais: definir a estratégia organizacional e estabelecer um equilíbrio dinâmico entre os vários interesses no seio da empresa, nomeadamente da gestão e dos detentores de capital. Para Azeem et al. (2014) o principal objetivo destas práticas é diminuir a informação assimétrica e desse modo levar as empresas a prevalecer por um longo período de tempo. Podemos concluir que as empresas devem instituir e implementar políticas sólidas de governo para incutir confiança de todos os *stakeholder* (Samra, 2016). No seu estudo Kraakman e Hansmann (2017) constata-se uma elevada uniformização de procedimentos de governo empresarial. Um bom governo da empresa, este deve incorporar procedimentos que incluam uma estratégia organizacional clara, possuir uma política de gestão de risco eficaz, políticas disciplinares rigorosas, justiça, transparência, responsabilidade social, avaliações de funcionários e clientes, um Conselho de Administração forte e qualificado, funções claramente definidas, integridade e comportamento ético (Blackman, 2015, Mack, 2017).

Do exposto, constata-se uma vasta amplitude de atributos associados ao “governo da empresa” o que torna difícil reunir consenso em torno deste conceito, sintoma provável da sua complexidade e abrangência. Apesar deste facto, todas as contribuições têm em comum a ideia de que, existe uma questão de partilha de poder e de resultados entre as diversas partes, cujos interesses nem sempre são coincidentes. As várias propostas revelam grande unanimidade na importância atribuída aos mecanismos de controlo internos (concebidos pela própria empresa) e externos (com base no mercado) para a correta afetação do capital aos objetivos da maximização do valor dos proprietários e *stakeholders* envolvidos na empresa. Podemos, portanto, concluir que o governo da empresa é um conjunto de processos,

formais ou informais, transversal a todos aqueles que de algum modo interagem com a empresa.

A separação entre a propriedade e o controlo gera conflitos de interesses entre investidores (proprietários e credores) e a gestão, daí a necessidade de desenvolver mecanismos de controlo internos e externos capazes de os harmonizar, face à dificuldade em celebrar contratos completos³ para os resolver (Baysinger e Hoskisson, 1990). Os investidores disponibilizam recursos financeiros que precisam de ser remunerados, devendo a empresa implementar um conjunto de mecanismos que impeçam alguns *stakeholders* de agir em proveito próprio (Prowse, 1995).

A perspetiva dominante na literatura sobre esta problemática centra a atenção no conflito de interesses entre investidores e administradores e nas ineficiências daí resultantes. Quando tal ocorre, o governo da empresa e os seus instrumentos circunscrevem-se à relação que se estabelece entre os investidores e os administradores cujas decisões condicionam as remunerações daqueles (Shleifer e Vishny, 1997). A ausência de conflito ocorre quando a propriedade e poder de decisão recaem numa mesma pessoa.

As considerações feitas ao longo desta secção têm por objeto de estudo grandes empresas. Porém, no âmbito das finanças empresariais, as PME's têm ganho uma importância acrescida pelas particularidades que encerram. Entre estas, destaca-se a natureza familiar que a estrutura de propriedade e controlo lhes confere, levando a que as relações contratuais que se estabelecem na empresa, para além de laços económicos, contemplem, muitas vezes, laços familiares.

Outra das razões, para que exista um maior enfoque nestas empresas decorre do facto de os mecanismos de governo assumirem características próprias, na medida em que, em muitas situações há uma forte concentração de capital, num reduzido número de proprietários e gestores recrutados no seio familiar. A dispersão a elementos não familiares leva, em muitas circunstâncias, à redução do desempenho empresarial (Fattoum-Guedri et al., 2018). Esta elevada concentração confere um

³ O contrato completo recolhe todas as obrigações dos participantes na relação contratual perante qualquer eventualidade que possa ocorrer e penaliza aqueles que as não cumpram. A impossibilidade de definir todas as contingências e os custos associados à elaboração de um contrato desta natureza dão lugar a contratos incompletos.

incentivo acrescido para que os proprietários intensifiquem a supervisão dos gestores, não pertencentes ao seio familiar, minimizando, desse modo, os custos de agência (Morck, Shleifer e Vishny, 1988). Uma outra justificação para aprofundar o estudo destas empresas decorre do facto de o controlo ser exercido pelos proprietários/gerentes e não por gestores profissionais sem qualquer participação (ou participação reduzida) no capital (Stewart e Hitt, 2012).

A fonte de controlo empresarial pode ser perspectivada como uma forma de reduzir os problemas de agência entre proprietários e gestores (Pollak, 1985) e entre proprietários/gerentes e credores (Hillier et al., 2018). No entanto, poderão surgir problemas de agência entre proprietários (Villalonga e Amit, 2006; Peng et al., 2018) e entre proprietários/gerentes e outros familiares que não participam diretamente no governo da empresa (Villalonga et al., 2015).

No âmbito das PME's a empresa familiar, assume particular relevância, pelo papel que a família desempenha neste tipo de empresas. Leone (1992) considera que a empresa familiar se caracteriza pelo facto de um ou vários membros da família, participam na propriedade e/ou gestão e a sucessão se encontrar vinculada ao agregado familiar. A ideia, apesar de não tão abrangente é partilhada por Westhead e Cowling (1998) que entendem a empresa familiar como estando vinculada ao conceito de família. A dificuldade em definir família está relacionada com as diferentes conceções culturais que lhe estão associadas, como salientam Stewart (2003) e Dyer (2003). Allouche e Amann (1999) e Chua e Christman (1999) ao procurar delimitar a empresa familiar introduzem os laços de sangue e de matrimónio. Verstraete (2000), por sua vez, considera que numa empresa familiar um ou vários indivíduos pertencentes à família detêm o controlo, prevalecendo a intenção de transferir a propriedade e a gestão para a geração seguinte. Ward (2005) refere que nestas empresas, a gestão constitui um ponto-chave, desempenhando um importante papel de transparência e na definição dos objetivos organizacionais a longo prazo.

Para a Associação Portuguesa de Empresas Familiares (APEF) *“as empresas familiares são aquelas em que uma família detém o controlo, com poderes de nomear a gestão, e alguns dos seus membros participam e trabalham na empresa”*.

Tem vindo a crescer na literatura a ideia de que a família não constitui uma entidade única. Para Villalonga e Amit (2006) o envolvimento familiar na atividade empresarial ocorre a diferentes níveis, a saber: gestão, propriedade e controlo.

Na perspetiva de gestão, de acordo com Fama e Jensen (1983), o envolvimento familiar, conduz a uma perda de eficiência pela aversão ao risco. Bertrand e Schoar (2006) argumentam que os objetivos da família nem sempre estão em linha com as motivações de bem-estar de longo prazo de todos os investidores, especialmente se a família é excessivamente adversa ao risco. Um elevado nível de aversão ao risco pode levar a níveis de dívida mais baixos para estas empresas. Nesta linha, Friend e Lang (1988), constataam que o rácio da dívida e o facto de a gestão ser exercida pelo proprietário leva a que se estabeleça uma relação inversa entre ambas. Fang et al. (2017) referem que à medida que as empresas familiares ganham dimensão, a separação entre propriedade e a gestão induz benefícios quando se contratam gestores profissionais não familiares pela diminuição dos custos de agência que ocorrem. A imparcialidade também é imprescindível para que uma equipa de gestão seja bem-sucedida. Estes devem ser desafiados a alcançar objetivos, os quais devem ser realistas e atingíveis (Mack, 2017).

Do ponto de vista da propriedade, as empresas familiares assumem, em muitas circunstâncias um caso particular, traduzido na figura de acionista controlador. Anderson et al. (2003) referem que outras motivações, além da maximização da riqueza, emergem nas empresas familiares (por exemplo, longevidade e reputação), podendo condicionar a relação de agência entre acionistas e credores. Em particular, a perspetiva de longo prazo que prevalece neste tipo de empresa vai condicionar positivamente a disponibilidade de crédito a um custo menor. Por sua vez, Kim e Sorensen (1986) concluem que a uma maior concentração da propriedade está associada níveis de endividamento mais elevados. As famílias mantêm o controlo atuando como maioria (posse direta) ou acionistas controladores (posse indireta). Por sua vez, Almeida e Wolfenzon (2006) observam níveis de endividamento baixos em todos os grupos de empresas familiares com estruturas de propriedade piramidais. A dívida pode ajudar as famílias a manter o controlo das suas empresas.

A dispersão da propriedade pode conduzir à separação entre a propriedade e a gestão (Chu, 2011, Wu, Xu e Phan, 2011). Grossman e Hart (1986) argumentam que os

proprietários com uma elevada participação no capital da empresa, desempenham um papel mais ativo na tomada de decisões. No mesmo sentido Jensen e Meckling (1976) afirmam que uma maior percentagem de capital na gestão pode conduzir a um alinhamento de interesses entre proprietários e gestores com um efeito positivo na redução de custos de supervisão e, necessariamente, no desempenho. Por outro lado, uma elevada participação no capital pode originar, fruto do poder de decisão existente, um aumento dos conflitos entre acionistas, um entrincheiramento da equipa de gestão e a obtenção de benefícios privados, com impactos negativos no desempenho (Schulze *et al.*, 2001). Miller *et al.* (2017) argumentam que a interdependência de lógicas familiares e do meio onde estão inseridas pode ter um impacto importante no governo e no desempenho das empresas familiares.

Schulze *et al.* (2001) referem, no entanto, que as empresas familiares não são imunes a elevados custos de agência. Estes decorrem, nomeadamente pela ausência de um controlo eficiente do mercado de capitais, da ineficiência do mercado de trabalho (ex. falta de perspectivas de promoção para os gestores que não sejam elementos do agregado familiar) e de problemas de autoestima para os gestores familiares. Bopaiah (1998) refere também que as vantagens associadas à liderança familiar devem ser ponderadas como os inconvenientes que decorrem dos litígios familiares, de sucessão e lutas de poder.

Para Camera e Araújo (2008), os conflitos entre a realidade familiar e empresarial intensificam-se quando o indivíduo assume os papéis de um profissional, movido pela racionalidade e objetividade e, simultaneamente, condicionado pelo ambiente familiar, afetivo, que decorre da vida pessoal. Jensen e Meckling (1976) referem que, à luz da teoria da agência, da separação da propriedade e gestão poderem surgir conflitos, dando origem a custos, designados, de agência. Andrade e Rossetti (2009) referem que, os conflitos de agência ocorrem quando os contratos de agência não são perfeitos e da ausência de agentes perfeitos. Para Jensen e Meckling (1976) o agente perfeito é aquele que atua de forma indiferenciada, na maximização dos interesses pessoais ou do principal. Ainda para estes autores, a relação de agência surge quando um ator (o principal) tem poder de influência sobre o comportamento de um outro (o agente) em seu favor, e o bem-estar do principal depende das decisões do agente, ocorrendo sempre que um indivíduo depende da ação de outro. Deste

modo, não é possível maximizar o bem-estar do principal, na medida em que este e o agente diverjam nos objetivos e na predisposição ao risco (Wright et al., 1996). Dos vários conflitos de agência, Jensen e Meckling (1976) dão particular relevância aos que decorrem da relação entre acionistas e gestores (separação entre a propriedade e a gestão), entre acionistas/gestores e credores (recurso a capital alheio) e os acionistas (interesses majoritários e minoritários), ideia compartilhada por Cacciotti e Ucbasaran (2018).

Jensen e Meckling (1976) referem que os conflitos de agência entre gestores e acionistas podem ser solucionados com o recurso a diferentes mecanismos que, geralmente têm associados custos para uma ou ambas as partes. A título de exemplo mencionam os procedimentos de monitorização, restrições contratuais, elaboração periódica de relatórios, realização de auditorias e a criação de sistemas de incentivos.

A importância de existir um equilíbrio entre capitais próprios e capitais alheios trata-se de uma condição fundamental/essencial para as empresas (estrutura ótima de capital). Ya-kai (2014) e Wei, Wang (2015) estudaram o efeito do governo da empresa sobre a estrutura ótima de capital, concluindo que existe uma relação direta entre ambos. A estrutura de capital está sempre associada à melhor qualidade do governo da empresa. O modo como estas se financiam constitui um dos desafios, não existindo consenso de qual seria o financiamento adequado, no entanto, é da máxima importância na eliminação dos conflitos gerados no seio nas empresas. Leland e Toft (1996) concluem que a estrutura ótima de capital compreende a quantidade e a maturidade da sua dívida. Os autores concluem que o endividamento é menor quando as empresas são financiadas por dívida de curto prazo e verificam um maior endividamento no caso das empresas que escolhem maturidade da dívida mais longa

Uma questão em aberto e que tem ganho relevância na literatura prende-se com a problemática das necessidades e características de financiamento destas empresas. Céspedes et al. (2010) referem que as empresas latino-americanas tendencialmente procuram dívida a capital, nomeadamente, quando a perda de controlo, constitui um problema. Por sua vez, Brav (2009) referem que as empresas do Reino Unido dependem quase exclusivamente de capitais alheios. Na mesma linha, Anderson et al. (2003) e Ellul (2009) constatam que as empresas familiares americanas têm rácios de endividamento mais elevados relativamente às não-familiares. Ellul

(2009) constata que as empresas sediadas em países com uma elevada proteção dos investidores têm, tendencialmente, valores de endividamento mais elevados e, conseqüentemente, maior aptidão por capitais alheios ao invés de capitais próprios. Em sentido oposto, Faccio e Masulis (2005) referem que as empresas Europeias apresentam maiores reservas em recorrer ao crédito, pelo poder de controlo que as instituições bancárias exercem.

O controlo empresarial pode exercer-se não só a partir do poder que confere a propriedade, mas também através dos direitos associados ao financiamento externo. A intermediação financeira desempenha assim, um papel relevante na redução das assimetrias de informação e redução dos custos de agência (Ang et al., 2000, Drucker e Puri, 2009, Berger et al., 2010). Diamond (1984) refere que o recurso ao endividamento e a celebração de contratos frequentes, confere às instituições de crédito um maior poder de supervisão e controlo. Deste modo, o relacionamento bancário permite reduzir os custos de informação entre a empresa e os credores (Fama, 1985, Forte e Peña, 2011), contribuindo, deste modo, para o desempenho empresarial (Barth et al., 2013). Hillier et al. (2018) concluem que no caso de a empresa ser mais propensa a recorrer ao crédito, o valor solicitado no empréstimo possa ser superior ao valor necessário e com isso usufruir de um reforço de tesouraria. O governo empresarial também tem como função limitar a informação assimétrica existente entre a empresa e a entidade bancária (Azeem et al., 2014). Quanto maior e mais concentrada for a posição devedora, maiores incentivos têm os credores para controlar a gestão (administração) empresarial. Por sua vez, a supervisão exercida pelo banco sobre a empresa será tanto maior quanto maior for a dificuldade sentida por esta em obter recursos alternativos.

Em 1985, Williamson, constatou que uma entidade que possua uma informação mais detalhada do que outra (assimetria de informação) origina informação oculta ou seleção adversa⁴ (adverse selection). Por outro lado, podem ocorrer ações ocultas ou risco moral (moral hazard), quando uma das entidades age de modo a maximizar a sua rentabilidade, sem que exista informação dada à outra.

⁴ O problema do risco moral coloca-se *a posteriori*, ao contrário do “*adverse selection*” que se coloca *a priori*

Os problemas de assimetria de informação que estão na origem do risco moral e da seleção adversa podem ser minimizados pela intensificação da relação bancária. Fama e Jensen (1983) argumentam ainda que, as empresas familiares encerram vantagens em termos de redução de custos de supervisão e controlo, no entanto, deve ter-se presente que na medida em que a empresa/negócio ganha dimensão, os conhecimentos de gestão aumentam, dando origem a ganhos de eficiência quando a separação de propriedade e gestão ocorre. Um conjunto de autores (Cosh e Hughes, 1994, Zoppa e McMahon, 2002, Bhaird e Lucey, 2006) associa as diferentes fontes de financiamento externo à dimensão empresarial. Al-Najjar, B. e Al-Najjar, D. (2017) encontram uma relação positiva entre as necessidades de financiamento externo e o valor da empresa.

Bopaiah (1998) refere que o risco moral tem maior probabilidade de ocorrer nas empresas em que os proprietários detêm elevados níveis de participação, e para o controlar Hillbrecht (1999) afirma que os acionistas devem incorrer em custos de supervisão e promover auditorias detalhadas periódicas.

Outra linha de investigação que procura compreender o modo como estas empresas se financiam tem subjacente a assimetria de informação a que estas estão sujeitas no mercado de crédito e de capitais. Neste sentido, Diamond (1984) refere que a intermediação financeira desempenha um papel importante na recolha de informação e na redução destas assimetrias. Especificamente, as informações sobre as perspectivas de sucesso da realização dos projetos são distribuídas de forma assimétrica entre a empresa e os credores (ex. Stiglitz e Weiss, 1981, Winker, 1996, Harhoff e Korting, 1998).

Para além dos problemas de assimetria de informação no acesso ao mercado de capitais, uma outra questão em aberto, prende-se com o papel que o envolvimento familiar (em termos de gestão, propriedade e controlo) tem na estrutura de capital (González, et al. 2013). Wiwattanakantag (1999) e Anderson, et al. (2003) argumentam que a propriedade familiar ajuda a reduzir os custos de agência, pelo que suportam custos da dívida inferior, provavelmente, pela perspectiva de longo prazo da atividade empresarial e pelas preocupações da administração. Ghouma et al. (2017) considera que uma gestão mais forte (em termos de composição e estrutura) garante uma maior proteção dos direitos dos investidores, reduzindo os problemas de agência no seio da

empresa, baixando, deste modo o custo da dívida. Hillier et al. (2018) argumentam que as empresas familiares têm uma maior aversão ao risco, resultando numa predileção pelos contratos de longo prazo. Verificam ainda um maior alinhamento de interesses entre as empresas e os credores, existindo uma maior disponibilidade de informação, obtendo contratos menos exigentes do que nas empresas não familiares.

Atendendo a que os contratos de crédito são imperfeitos, a probabilidade de ocorrerem comportamentos oportunistas por parte da empresa são elevados, prejudicando os credores e, em muitas circunstâncias, estes têm dificuldade em refletir apenas no preço. Isto ocorre, porque o risco de insolvência cresce na medida em que aumenta a seleção adversa e o risco moral da empresa. Isto significa, que existe uma taxa máxima ótima de juro que não deve ser ultrapassada. No entanto, para esse valor, as necessidades de crédito para algumas empresas podem não estar satisfeitas. Esta questão é particularmente válida para empresas jovens e inovadoras, dado que, a assimetria de informação entre a empresa e os credores é muito significativa. Petersen e Rajan (1994) referem que o crédito bancário, nestas situações, permite reduzir os problemas de risco moral e, por conseguinte, reduzir as assimetrias informacionais a que os bancos estão sujeitos. Contudo, este tipo de créditos impõe frequentemente perdas para o banco, nomeadamente quando os custos de controlo e supervisão são superiores aos benefícios que decorrem da sua concessão mas, ainda assim, serão concedidos se o banco espera recuperar as perdas iniciais dilatando a duração, bem como através da obtenção de um rendimento adicional (Boot, 2000). A estabilidade da relação constitui um instrumento que permite minimizar o problema de racionamento de crédito (Bester, 1985) e fomenta um relacionamento a longo prazo (Peterson e Rajan, 1994, Harhoff e Korting, 1998, Fischer, 1990).

Outro mecanismo de controlo utilizado pela entidade bancária sobre o mutuário é o recurso ao crédito de curto prazo para financiar projetos de longo prazo, obrigando deste modo a renovações sucessivas Childs *et al.* (2005) desenvolveram também um modelo sobre as decisões de investimento e opções de financiamento das empresas, num ambiente de conflito de interesses entre acionistas e credores relativamente à política de investimento. Tal como Myers (1977), concluem que a reduzida maturidade da dívida pode contribuir para reduzir esses conflitos.

O financiamento de curto prazo, na ótica do acionista, permite um acompanhamento constante e regular por parte das entidades bancárias sobre os gestores, contrariamente ao endividamento de longo prazo, que apenas exerce poder no caso de se verificar uma violação das condições estipuladas, reduzindo as assimetrias de informação (Myers e Majluf, 1984). Em sentido oposto, os gestores tendem a preferir o endividamento a longo prazo, na medida em que este servirá apenas de complemento financeiro. Fruto do acompanhamento regular a que são sujeitos, consideram que o endividamento de curto prazo possa criar constrangimentos à sua gestão (Harford et al., 2008, Ghosh et al., 2011).

Groessl e Levratto (2004) referem a “confiança mútua”, que decorre da troca de informação valiosa com elevado grau de privacidade entre o banco e a empresa. A confiança torna-se um processo de aprendizagem que é marcado por experiências positivas vividas pelos intervenientes no contrato de crédito, permitindo dessa forma reduzir o clima de incerteza em torno dessa relação. As partes envolvidas devem iniciar a relação estabelecendo contratos de reduzida dimensão, permitindo periodicamente avaliar os riscos e, posteriormente, tomar as ações apropriadas. Deste modo, o incremento da relação irá propiciar uma redução da assimetria de informação.

Petersen e Rajan (1995) referem que as relações que se estabelecem com as entidades bancárias têm uma importância fundamental para a empresa pois o aumento do número de entidades bancárias pode estar associado ao aumento da ineficiência da gestão, na medida em que o controlo exercido por cada entidade se torne menos eficaz, fenómeno designado por *free-rider* (Hart, 1995, Bolton e Scharfstein, 1996). O problema do *free-rider* é originado pela presença de vários intermediários financeiros nas situações em que a empresa se encontra em dificuldades financeiras. Neste caso, a entidade que concede crédito adicional suporta todo o risco adicional que decorra de uma situação de insolvência mas, possivelmente, usufruirá apenas uma parte do proveito em caso de êxito, pelo que nenhuma entidade se arrisca a conceder crédito. O pedido de crédito por parte de empresas de pequena dimensão junto das entidades bancárias com poder de mercado, facilita uma partilha dos ganhos ao longo do tempo, sendo que, a partilha de informação entre a empresa e a entidade bancária é crucial para empresas jovens de menor dimensão.

Keasey K. et al. (2015) referem que as empresas familiares jovens têm tendência a ter uma estrutura de capital composta por capitais próprios. Gedajlovic et al. (2004) referem que as empresas de primeira geração não estão dispostas a diluir o seu capital, no entanto, após sucessão e, conseqüente alteração e diluição do controlo da empresa o recurso ao financiamento aumenta. Jensen (1986) indica que o controlo proporcionado pela dívida nas empresas jovens com menores fluxos de caixa é menos importante relativamente às restantes, porque estas recorrerem com regularidade aos mercados para se financiarem. À medida que as empresas tendem a ter mais idade, as restrições organizacionais e a composição da gestão influenciam as decisões da estrutura de capital de forma muito diversa (Johnson et al., 2016; Kieschnick, R., e Moussawi, R., 2018).

A produção de informação interna reduz as assimetrias de informação, proporciona um maior acompanhamento por parte da gestão e compensa o risco extra em que o credor incorre, no entanto, gera custos adicionais para a empresa. Esta é a ideia básica que preside os modelos que postulam a hierarquia (pecking order) das diferentes formas de financiamento (Myers e Majluf, 1994).

Outra corrente da literatura refere que os níveis de endividamento mais elevados nas empresas familiares advêm dos conflitos de agência com a gestão. De acordo com Stulz (1988) níveis de endividamento mais elevados proporcionam maior supervisão. As famílias que detêm o domínio, mas que não participam na gestão da empresa aumentam a dívida, induzindo, deste modo, uma maior supervisão por parte dos credores, reduzindo o potencial comportamento oportunista dos gestores. Coffee (1999) argumenta que sistemas de governo eficientes penalizam os gestores que possuam níveis insatisfatórios de desempenho, assim como os que possuam fluxos de caixa reduzidos.

Com a possibilidade de extração de riqueza e de retenção de fluxo de caixa, os níveis de endividamento mais elevados constituem um mecanismo eficaz para manter o controlo (direto ou indireto) e reduzir os problemas de agência entre a gestão e os acionistas.

Por fim, quando as famílias exercem o controlo através da participação no órgão de gestão, os níveis de endividamento são mais baixos. Dois argumentos suportam esta hipótese. Em primeiro lugar, porque a administração familiar é adversa

ao risco. Em segundo lugar, de acordo com a teoria da agência, o envolvimento familiar na gestão pode conduzir a níveis mais baixos de dívida como consequência do efeito de substituição da administração: um acompanhamento mais direto da gestão por parte dos elementos do agregado familiar reduz a necessidade do recurso à dívida enquanto mecanismo capaz de prevenir comportamentos oportunistas da gestão (Harford et al. 2008).

Paralelamente, a literatura tem privilegiado duas correntes, à luz das quais, procura justificar a estrutura de financiamento das empresas, a saber: a teoria do *pecking-order* e a teoria do *trade off*.

A teoria do *pecking order*, ou da hierarquia, refere que as empresas tendem a utilizar os recursos de uma forma hierárquica, inicialmente recorrem a fontes internas de financiamento e, posteriormente, às externas. Nas externas existe a preocupação de numa primeira fase optar pelas fontes de menor custo e maior facilidade. Para Myers (1984) a assimetria de informação entre os gestores e os acionistas, conduz a uma preferência pelo autofinanciamento por parte dos gestores, reduzindo o controlo e supervisão exercido pela entidade bancária. Os proprietários, em sentido oposto, preferem o recurso ao financiamento externo na medida em que permite incrementar a supervisão e o controlo da gestão. O autor refere ainda, que, a política de dividendos é estabelecida de acordo com as oportunidades de investimento futura, prevenindo alteração brusca na sua distribuição.

A teoria *trade-off* refere que deve existir uma relação ótima entre o capital próprio e o capital alheio, que permita maximizar a diferença entre os benefícios e os custos de emissão de dívida. Como os juros do financiamento são dedutíveis fiscalmente, geram um benefício fiscal, na medida em que reduzem a base de incidência do imposto, constituindo um incentivo ao endividamento (Modigliani and Miller, 1963; Miller, 1977). A estrutura ótima de capital é determinada pelo compromisso entre os benefícios fiscais do endividamento e dos custos das dificuldades financeiras (*financial distress*) que lhe estão associados. Kisser e Rapushi (2017), concluem que no momento em que não se verifique um adequado ajuste de capital, a empresa pode recomprar a dívida pendente, de modo a não existir uma transferência de direitos de controlo dos detentores de ações a detentores de obrigações. Como refere Myers (1984), uma empresa tende a elevar o endividamento

até ao montante em que o benefício fiscal marginal da dívida iguala o valor presente dos custos de dificuldades financeiras.

A teoria do *pecking-order* refere que os acionistas e credores não estão dispostos a financiar a empresa, quando os gestores possuem mais informações que os investidores externos (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984). Nas empresas familiares, os principais acionistas e gestores são predominantemente membros do agregado familiar, possuindo maior volume de informação sobre as oportunidades de investimento e os fluxos de caixa futuros.

Para além das condicionantes referidas, Suto (2003) argumenta que a dimensão da empresa também pode exercer uma influência positiva sobre o recurso ao endividamento. Kumar (2005) e Du e Dai (2005) sugerem que a relação entre a dimensão da empresa e o endividamento tende a ser positiva, decorrente das economias de escala, do poder de negociação mais forte junto dos credores e da oportunidade de diversificação associada a uma menor possibilidade de risco de incumprimento.

Por sua vez, a rentabilidade e, de acordo com a teoria de pecking order, estabelece uma relação inversa com o recurso à dívida. Isso ocorre porque o conflito de interesses entre credores internos e externos conduz a uma preferência de recursos internos relativamente ao financiamento externo (Suto, 2003). A rentabilidade pode, no entanto, estar associada positivamente com o recurso à dívida, na medida em que os credores tendem a conceder mais crédito às empresas com fluxos de caixa mais elevados (Rajan e Zingales, 1995).

Myers (1977) e Rozeff (1982) referem também as oportunidades de crescimento como outro fator determinante da estrutura de capital. Uma empresa com oportunidades de crescimento mais elevadas, apresenta uma menor propensão em recorrer ao endividamento pelos potenciais riscos de insolvência financeira e falência que encerra (Du e Dai, 2005). No entanto, a relutância dos acionistas controladores em renunciar a rendimentos futuros, associado a fluxos de caixa insuficientes, dão origem a um aumento do custo de capital próprio, podendo conduzir as empresas a intensificar o recurso à dívida.

Suto (2003) e Du Dai (2005) referem ainda que as deduções fiscais não resultantes da dívida (por exemplo, depreciação, impostos, crédito de imposto do

investimento) são importantes substitutos aos benefícios fiscais do financiamento com recurso à dívida. Sugerem também que tangibilidade dos ativos (por exemplo, ativos fixos) serve como garantia importante no contrato de dívida e reduz os riscos de insolvência do credor, levando a um maior financiamento de dívida.

3. População, amostra e recolha de dados

À semelhança do que ocorre a nível mundial, as empresas portuguesas, de acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE) (2014), são compostas essencialmente por empresas familiares, representando, aproximadamente, 80% da população, sob a forma de Pequenas e Médias Empresas (PME's).

As empresas familiares são cada vez mais objeto de estudo. Entre as motivações para o estudo destas empresas destaca-se o seu peso na economia mundial e as características de gestão/controlo, sendo que, em muitos casos, o mesmo núcleo de pessoas desempenha o papel de proprietário, gestor e trabalhador (Arregle et al., 2007). As empresas familiares representavam, em 1993, entre a 80% a 90% do universo das empresas a nível mundial (Jones e Rose, 1993) e, em 1998, aproximadamente 90% (Avelar, 1998). De acordo com Neubauer e Lank (1998) e Sharma et al. (1996) estas empresas empregam cerca de 80% da população ativa, representando 40% a 60% do PIB dos Estados Unidos da América. Claessens et al. (2000) estudaram 2.980 empresas do leste asiático, obtendo uma percentagem de controlo familiar em mais de metade da população em estudo. Quanto à realidade portuguesa, em 2000, estas empresas representavam cerca de 80% do tecido empresarial e eram responsáveis por 60% do Produto Interno Bruto (PIB) e 50% do emprego (Felismino, 2000). Em 2008, de acordo com a Associação Portuguesa de Empresas Familiares, estas empresas representavam 80% do tecido empresarial português, 60% do PIB e 75% da empregabilidade.

Segundo dados do INE, em 2014 existiam 1.126.344 PME's em Portugal, representando 99.9% das empresas não financeiras portuguesas, sendo responsáveis por 80% do emprego total de todas as empresas não financeiras, gerando cerca de 2 764 311 postos de trabalho e contribuindo em mais de 60% do valor acrescentado bruto (VAB). Em 2016, de acordo com o estudo efetuado pela consultora PricewaterhouseCoopers (PwC), em Portugal, mais de 50% das empresas eram de cariz familiar, representando 60% dos postos de trabalho, contribuindo entre 50% a 70% para o PIB gerado pelo setor privado.

A amostra em estudo é constituída por empresas portuguesas com um número de empregados entre 5 e 250, um dos requisitos para que seja classificada como PME. Selecionaram-se as empresas com o CAE principal o setor C – Industrias Transformadoras (CAE Rev. 3 de 10.110 até 33.200). Esta opção decorre do volume de emprego gerado na economia portuguesa por este setor de atividade que, em 2011, de acordo com o INE (2011) criou, aproximadamente, 820.000 empregos dos 4.800.000 existentes no país, representando cerca de 17% do volume de emprego.

A amostra final é composta por 14.203 empresas, 12.218 (86.02%) familiares e 1.985 (13.98%) não familiares. A recolha de informação foi feita a partir da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), com dados relativos ao ano de 2014. Procedeu-se à eliminação dos registos para os quais não foi possível identificar os proprietários, assim como aqueles em que não foi possível identificar os gestores e, por fim foram consideradas apenas as empresas que possuíam toda a informação necessária para as variáveis em estudo.

4. Metodologia, variáveis e hipóteses

4.1. Metodologia

A análise dos dados recolhidos compreendeu a descrição e exploração das variáveis em estudo. As variáveis quantitativas são descritas, ao longo do presente texto, através de médias, desvios padrões (DP) e, quando pertinente, através do valor mínimo e máximo. As variáveis qualitativas são descritas através de percentagens. A distinção entre grupos de empresas, por exemplo, empresas familiares e não familiares, relativamente a variáveis quantitativas, foi levada a cabo através do Teste t. Para prosseguir com o objetivo principal do estudo, recorreu-se à regressão linear múltipla, para estimar modelos explicativos das variáveis de endividamento. Os parâmetros dos modelos foram estimados pelo método dos mínimos quadrados com erros padrões robustos, já que se encontrou evidência de existência de heterocedasticidade (teste de Breusch-Pagan). Recorreu-se à Análise de Componentes Principais para reduzir o número de indicadores de dimensão de três para um, retendo o máximo possível de informação, simplificando assim a análise do efeito da dimensão na estrutura de endividamento. Considerou-se um nível de significância de 0,05 em todas as análises estatísticas, utilizando-se o software estatístico SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*), versão 24, e o STATA, versão 14.

4.2. Variáveis

Uma questão importante nas decisões de financiamento empresarial decorre da relevância que os diferentes atributos (internos e externos) desempenham (Rajan e Zingales 1995, Hall et al. 2004). O governo empresarial, os custos de dificuldades financeiras e de agência associados à dívida, a rendibilidade, o crescimento, a estrutura do ativo, a dimensão e a idade têm estado associados aos níveis de endividamento e sugeridos como determinantes empresariais da estrutura de capital (Watson e Wilson, 2002, Sogorb-Mira, 2005, Heyman et al., 2008, Degryse et al., 2012)

As pequenas e médias empresas (PME's) são confrontadas com sérias restrições quando recorrem a financiamento externo, nomeadamente as que decorrem do sistema de gestão (natureza e concentração de propriedade, propriedade interna e o número de gestores/administradores) e da relação que estabelecem com os credores.

No tecido empresarial, em particular nas PME's, o tipo de proprietário preponderante é a família, possuindo determinadas características de atuação que as tornam particularmente relevantes. A empresa assume características familiares quando obedece a um conjunto de requisitos (Cuesta, 2000). O primeiro é de caráter objetivo, relacionado com a concentração de propriedade da empresa (ou pelo menos de uma parte significativa) numa só pessoa ou num reduzido número de indivíduos ligados por laços de sangue que intervêm na sua gestão (administração). O segundo é subjetivo, ligado ao desejo de a propriedade e controlo da empresa perdurarem no tempo e se transmitirem aos membros da família (Churchill e Hatten, 1987, Ward, 1987, entre outros).

Um constrangimento a que as empresas são sujeitas decorre das fontes de financiamento. Os credores, à semelhança dos proprietários passam a deter importantes investimentos na empresa que devem ser remunerados. O seu poder advém, por um lado, da diversidade de direitos de controlo que detêm quando a empresa não cumpre com o contratualmente estabelecido e, por outro, da obrigatoriedade de as empresas renegociarem periodicamente os créditos concedidos (Bolton e Scharfstein, 1996).

O endividamento exprime em que medida a empresa recorre a capitais alheios para suprir as suas necessidades de financiamento. DeAngelo e Masulis (1980) atribuem-lhe um conjunto de benefícios, nomeadamente de natureza fiscal. Scott (1976) salienta que o nível de endividamento ótimo é aquele em que o valor da dedução fiscal dos juros iguala os custos das dificuldades financeiras associados à dívida. A influência dos impostos na estrutura de capitais (incluindo a maturidade da dívida), tem sido largamente discutida na literatura, desde Modigliani e Miller (1958). Kane et al. (1985) concluíram no seu estudo que a maturidade ótima da dívida aumenta à medida que as vantagens fiscais da dívida diminuem. Fan et al. (2012) concluíram que as empresas tendem a utilizar mais dívida em países em que o benefício fiscal do endividamento é superior.

Para Chung (1993), Chittenden et al (1996), Titman e Wessels (1998) e Gama (1999) entre outros, o endividamento pode classificar-se de acordo com a maturidade em: curto, médio e longo prazo ou endividamento total. Titman e Wessels (1988), Chung (1993), Augusto (1996), Gama (1999), entre outros, aferem o endividamento de curto prazo pelo quociente entre o capital alheio de curto prazo e a totalidade das origens de fundo, dado pelo somatório dos capitais alheios e capitais próprios. O endividamento de médio e longo prazo é aferido, por Kim e Sorensen (1986), Titman e Wessels (1988), Augusto (1996), pelo quociente entre o capital alheio de médio e longo prazo e o somatório dos capitais alheios e capitais próprios. Barton e Gordon (1988), Barton et al. (1989), Gama (1999), Short et al. (2002), avaliam o endividamento total pelo quociente entre o capital alheio e o somatório dos capitais alheios e capitais próprios.

No nosso estudo considera-se o endividamento de curto prazo aferido pelo quociente entre o passivo corrente e o somatório do capital alheio e capital próprio, o endividamento de médio e longo prazo aferido pelo quociente entre o passivo não corrente e o somatório do capital alheio e capital próprio e o endividamento total aferido pelo quociente entre o passivo total e o somatório do capital alheio e capital próprio.

A literatura evidencia um conjunto de características que influenciam o endividamento, entre as quais a natureza da propriedade, a concentração da propriedade, a propriedade de gestão, o número de gestores/administradores, a

rendibilidade e o número de bancos (Jensen e Meckling, 1976, Villalonga e Amit, 2006, Pinto e Augusto, 2014, entre outros).

A natureza da propriedade decorre da identidade do principal proprietário. Ward (1987), Chrisman et al. (1996), entre outros, consideram uma empresa familiar quando prevalece a intenção de a perpetuar para as gerações futuras. Por outro lado Litz (1995), Upton, Teal e Felan (2001), Ortiz-Molina e Peñas (2007), Andres (2008) consideram uma empresa familiar quando a propriedade é detida em mais de 50% pela família. Chu (2011), Chung e Chan (2012) e Pinto e Augusto (2014) concluem que existe uma relação positiva entre a percentagem detida pela família e o endividamento, nomeadamente quando um dos seus membros exerce cargos de gestão. Na linha de Ortiz-Molina e Peñas (2007) e Andres (2008), optamos por considerar a natureza da propriedade como uma variável dicotómica que assume o valor 1 (um) quando a propriedade detida pela família é superior a 50% e 0 (zero) no caso contrário.

A concentração de propriedade indica o modo como o capital se distribui pelos seus detentores, constituindo um indicador de controlo e supervisão (Bolbol et al., 2004, Boubakri et al., 2005). Myers e Majluf (1984), Muravyev, A. (2001) referem que uma elevada concentração de propriedade pode dificultar a concessão de crédito, pelo risco de extração de benefícios pessoais e pela ausência de separação entre os bens pessoais e empresariais, traduzindo-se num agravamento do custo de crédito. Pinto e Augusto (2014) adotam como medida de concentração de propriedade, a percentagem de capital detida pelos dois maiores proprietários. No nosso trabalho, considerando que o estudo incide essencialmente sobre PME's em que a propriedade de muitas se encontra ainda centrada no fundador, optamos por utilizar como medida de concentração de propriedade o capital detido pelo principal proprietário.

A propriedade de gestão, também designada por propriedade interna, é a propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão (Demsetz e Villalonga, 2001, Uchida, 2006, Ortiz-Molina e Peñas, 2007, Bhagat e Bolton 2008, García et al. 2011). Jensen e Meckling (1976) concluem que um aumento da propriedade de gestão conduz a uma diminuição dos conflitos entre gestores e detentores de capital, ideia partilhada por Miguel et al. (2004) quando referem a convergência de interesses (hipótese de convergência). Numa outra perspetiva, Fama e Jensen (1983) concluem

que elevados níveis de propriedade de gestão podem gerar custos para a empresa, na medida em que o poder de voto e/ou influência significativa podem comprometer os propósitos da maximização do valor (hipótese de expropriação). Villalonga e Amit (2006) e Barontini e Caprio (2006) referem que a fragmentação da propriedade aliada ao efeito geracional pode exercer influência na propriedade de gestão, aumentando os custos de agência e diminuindo o valor da empresa. Leland e Pyle (1977) constataam uma relação positiva entre a propriedade de gestão e o endividamento, no sentido contrário, Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) concluem que existe uma relação inversa.

Ross, (1977), Leland e Pyle (1977) e Keasey e Watson (1996) referem que o número de gestores/administradores desempenham um papel de extrema importância no funcionamento da empresa, sendo os responsáveis pela variação do seu valor através dos sinais transmitidos ao mercado (teoria da sinalização). No entanto, de acordo com Norton (1990) não foi possível validar o papel dos sinais transmitidos ao mercado pelas empresas de pequena dimensão. O número de gestores/administradores tende a variar de acordo com dimensão da empresa (Bonfim et al., 2010), no entanto Tuggle et al. (2010) e Johnson et al. (2013) concluem que um número elevado de gestores/administradores propicia uma maior diversidade de opiniões e maior controlo. Pearce e Zahra (1992) por sua vez, referem que um elevado número permite reduzir as assimetrias de informação. Pelo contrário Boone et al. (2007), Kor e Sundaramurthy (2009) e Menozzi et al. (2012) concluem que o elevado número de gestores origina problemas de informação, dificuldade nas tomadas de decisão e, conseqüentemente, problemas de coordenação. Singh e Delios (2017) referem que empresas com mais membros no conselho de administração/gestão são mais propensas a procurar novos investimentos recorrendo ao endividamento. Na linha de Linck et al. (2008) e Wintoki et al. (2012) consideramos que a dimensão do órgão de gestão é aferida pelo número de administradores/gestores.

O número de acionistas é dado pelo número de participantes no capital social da empresa (Holderness, 2003, Thomsen, 2005) e tende a variar de acordo a dimensão da empresa (Bonfim et al., 2010). Barnea et al. (1980) aferem que devido ao facto de os credores reterem parte dos rendimentos, os acionistas optam por não se financiar.

Huang e Song (2002), no seu estudo, afirmam que os acionistas preferem financiar os seus projetos com capital próprio em vez de recorrer a financiamento externo. Por outro lado Kitsabunnarat (2012) sugere que o uso da dívida pode incentivar os gestores a um melhor trabalho, contribuindo para a redução dos custos de agência, pelo que os administradores optam pelo endividamento de curto prazo.

O órgão de gestão é avaliado pela dimensão, expressa pelo número de gestores (Bhagat e Black, 2002, Kanagaretnman et al., 2007), assim como pelo grau de independência (Rechner et al., 1993). Kim et al. (1995) referem que os gestores optam pelo endividamento a longo prazo, de forma a garantir as taxas de juros dos seus investimentos. Sheik e Wang, (2012) no seu estudo concluem que existe uma relação positiva entre o tamanho do conselho de gestão e o endividamento de médio e longo prazo e o endividamento total.

Anderson e Reed (2003), Villalonga e Amit (2006), Chu (2009) e Dogan (2013) avaliam o desempenho empresarial pela rentabilidade, nomeadamente a rentabilidade operacional do ativo (ROA). Esta exprime o retorno dos investimentos efetuados e a eficiência com que utiliza os seus ativos. Joh (2003) refere que a ROA, enquanto indicador de desempenho, tem como vantagens: *i)* o preço das ações não reflete a totalidade da informação disponível dada a ausência de um mercado de valores eficientes; *ii)* existe evidência de que a rentabilidade contabilística tem uma associação mais forte com a sobrevivência da empresa do que o *Q de Tobin* e *iii)* permite avaliar o desempenho de empresas não transacionadas nos mercados de valores. Ross (1977) refere que existe uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento. Harris e Raviv (1976), Leland e Pyle (1977), Ross (1977), DeAngelo e Masulis (1980), Jensen (1986), Stulz (1990) sustentam que as empresas mais rentáveis têm maior endividamento, beneficiando das deduções fiscais. Contrariamente, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) verificam uma relação inversa, constatando que as empresas mais rentáveis recorrem menos ao endividamento, preferindo o autofinanciamento. No seguimento de Ross (1977), DeAngelo e Masulis (1980), Demestz e Villalonga (2001), entre outros, o cálculo da ROA é dado pelo quociente entre os resultados operacionais (RO) e o ativo total (AT).

O financiamento de uma empresa é atribuído de acordo com algumas condicionantes, sujeitas a validação pela entidade bancária. O número de bancos com

os quais a empresa estabelece relações condiciona os montantes e condições de financiamento (Degryse e Ongena, 2001, Bris e Welch, 2005, Carletti et al. 2007 e Yu et al. 2012). As pequenas e médias empresas têm uma maior dificuldade em aceder ao crédito, pelo elevado risco que incorporam, pelos elevados custos de supervisão que originam e pelo elevado nível de opacidade informacional que padecem (Degryse *et al.*, 2011). Elsas (2005), Puri e Rocholl (2008), entre outros, referem que a existência de uma relação de exclusividade com uma entidade bancária propicia uma manutenção da relação, aumento das disponibilidades, melhoria das condições de financiamento e a diminuição das garantias exigidas.

Por sua vez, Petersen e Rajan (1995) referem que o aumento do número de bancos é inversamente proporcional ao controlo exercido por estes. Sharpe (1990) e Rajan (1992) argumentam que numa relação de exclusividade, as empresas ficam subordinadas em termos de informação, impondo custos mais elevados e benefícios para a entidade bancária. Detragliache et al. (2000) e Farinha e Santos (2002) defendem que as relações multilaterais propiciam uma maior transparência na informação dada às entidades bancárias, permitindo uma maior disponibilidade de crédito e taxas de juro inferiores.

A dimensão empresarial é outro fator determinante do endividamento (Anderson e Reeb, 2003, Carter *et al.*, 2003, Barontini e Caprio, 2006, Santalo e Diestre 2006, Wang, 2006, e Chu, 2009), expectando-se uma relação positiva entre esta e o endividamento (Constand et al., 1991 e Matias e Baptista, 1998). Alves et.al, 2015, concluem que empresas de maior dimensão têm uma maior percentagem de financiamento bancário, pela maior facilidade de acesso ao mercado de crédito. Por sua vez Scott (1976), Williamson (1988) referem que um elevado nível de ativos não correntes, considerados como garantia, está correlacionado com um maior endividamento, opinião partilhada por Alves e Ferreira (2011) e Campello e Giambona (2013).

Os bancos, na concessão de crédito, têm preferência por empresas de maior dimensão, pelas economias de escala que proporcionam (Hernández-Cánovas e Martínez-Solano, 2007) e pela redução de gastos fixos (Tiago e Timothy, 2000). A dimensão da empresa pode ser aferida pelo logaritmo das vendas (Degryse e Ongena, 2001, Bhagat e Bolton, 2008), número de empregados (Cardone et al., 2005). Petersen

e Rajan (1994), Berger e Udell (1995), De Bodt et al. (2005) e Andres (2008) aferem esta variável através do logaritmo do ativo líquido.

Degryse e Van Cayseele (2000) consideram que a maturidade da empresa é outro atributo que condiciona a concessão de crédito, constituindo um indicador de transparência informativa e de que os compromissos são cumpridos (Sakai *et al.*, 2010). As empresas têm um prazo de vida finito (Reis e Augusto, 2013), constituindo a idade um indicador de reputação e sobrevivência, sendo espectável uma relação positiva com o nível de endividamento (Berger e Udell, 1995, Harhoff e Körting, 1998, Degryse e Van Cayseele, 2000). Por sua vez, Petersen e Rajan (1994) referem que as empresas com maior maturidade recorrem, preferencialmente, a endividamento de longo prazo. Na linha de Mishra et al. (2001) e Miller et al. (2012), a maturidade é aferida pelo logaritmo da idade.

A tabela 1 resume as variáveis objeto de estudo e a fórmula de quantificação utilizada, tendo por base os diversos estudos empíricos subjacentes a esta problemática.

Tabela 1 – Variáveis em estudo e forma de cálculo

Designação		Expressão
Endividamento	Curto prazo	Passivo corrente / (Passivo total + Capital Próprio)
	Médio e longo prazo	Passivo não corrente / (Passivo total + Capital Próprio)
	Total	Passivo total / (Passivo total + Capital Próprio)
Natureza da propriedade	Familiar	Variável dicotómica com valor 1 se pelo menos 50% da propriedade é familiar
	Não familiar	Variável dicotómica com valor 0 se pelo menos 50% da propriedade é não familiar
Estrutura de propriedade	Concentração da propriedade (CP)	Propriedade detida pelo principal proprietário / Total da propriedade
	Propriedade interna (PI)	Propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão/ Total da propriedade
	Número de gestores (Ngest)	Número de gestores / administradores
	Número de acionistas (Nacio)	Número de detentores de capital
Variáveis de controlo	Rendibilidade (ROA)	ROA (Resultado Operacional / Ativo)
	Número de bancos (Nbanc)	Número de bancos com que empresa estabelece relações
	Dimensão (Dim)	Logaritmo do ativo Logaritmo das vendas Número de empregados
	Maturidade (Idade)	Logaritmo da idade

4.3. Definição das Hipóteses

Com base na revisão da literatura podem formalizar-se um conjunto de hipóteses necessárias que procuram responder à problemática em estudo.

As empresas familiares e não familiares têm genericamente comportamentos diferentes face ao mercado de crédito. Hutchinson (1995) realça que os proprietários-gestores têm um forte desejo de possuir o controlo da empresa limitando os capitais alheios. Vilaseca (1995), no seu estudo sobre as características financeiras das empresas espanholas do sector industrial, refere que as empresas familiares possuem níveis de endividamento mais elevados relativamente às não familiares.

Neste estudo, na mesma linha de Chu (2011), Chung e Chan (2012) e Pinto e Augusto (2014) espera-se encontrar maiores níveis de endividamento nas empresas familiares.

Para avaliar a importância da natureza da propriedade no endividamento formulou-se a seguinte hipótese:

H₁: A natureza da propriedade influencia o modo como as empresas estruturam o seu endividamento

A distribuição do capital da empresa pelos seus detentores, ou concentração de propriedade, é outra variável que influencia o endividamento da empresa, na medida em que quanto mais concentrada for a propriedade, menor será o conflito de interesses entre os proprietários e gestores, proporcionando assim um melhor desempenho empresarial (Meckling, 1976). Holderness (2003) e Thomsen (2005) referem que a concentração de propriedade desencadeia efeitos de sentidos opostos: por um lado, proporciona uma maior supervisão, por outro, cria as condições para que os proprietários usufruam de benefícios de cariz pessoal.

Myers e Majluf (1984) e Muravyev (2001) concluem que uma elevada concentração de propriedade pode dificultar a concessão de crédito. Kim e Sorensen

(1986) referem que existe uma relação direta entre a concentração da propriedade e o nível de endividamento.

Com o propósito de testar a influência da concentração da propriedade no endividamento, enuncia-se a seguinte hipótese:

H₂: A Concentração da propriedade condiciona a estrutura do endividamento

A propriedade interna é outra variável com fortes implicações na estrutura de endividamento e um importante mecanismo de controlo interno. Jensen e Meckling (1976) referem que a propriedade interna potencializa os conflitos internos entre os gestores e os restantes *stakeholders*. Fama e Jensen (1983) concluem que uma elevada propriedade interna confere ao gestor o poder de voto ou uma influência significativa, culminando numa não separação entre os interesses pessoais e da empresa, não cumprindo os objetivos da maximização do valor. Guney e Ozkan (2005) argumentam que, à medida que a percentagem da participação dos gestores aumenta, a capacidade dos acionistas monitorizarem os gestores diminui, levando as entidades bancárias a preferir o endividamento de curto prazo de modo a terem melhor informação junto da empresa. No mesmo estudo, os autores verificaram uma relação negativa entre a propriedade interna e a maturidade da dívida, ou seja, quanto maior a propriedade interna, menor é a maturidade da dívida.

Marchica (2008), García e Teruel (2010) e Martínez e Solano (2010) encontram resultados diferentes de Guney e Ozkan (2005), concluindo que existe uma relação não linear entre a maturidade da dívida e a propriedade interna.

Neste contexto formula-se a seguinte hipótese:

H₃: A Propriedade interna influencia a maturidade da dívida

O conselho de gestão tem como objetivo, entre outros, orientar a organização e defender os interesses dos detentores de capital através do controlo dos gestores

(administradores), atuando como órgão intermédio entre proprietários e equipa diretiva (Salas, 2002). Gillan (2006) indica que os gestores são um dos mecanismos de controlo internos da empresa, defendendo os interesses dos acionistas, cabendo a estes decidir em que ativos investir, qual a melhor forma de financiamento e definir a política de remunerações.

Pearce e Zahra (1992) referem que pode existir uma relação direta entre a dimensão do órgão de gestão e o poder de negociação da empresa com as entidades bancárias através da redução das assimetrias de informação e com isso a existência de uma vantagem no acesso ao crédito, traduzindo-se em financiamentos com prazos mais alargados.

Kochhar (1986) e Jensen (1996) atestam a existência de uma relação positiva entre o tamanho do conselho de gestão e o endividamento. Benmelech (2006) no seu estudo verifica que os gestores entrincheirados tendem a preferir o financiamento a longo prazo. Sheik e Wang (2012) mostraram que existe uma relação positiva entre o tamanho do conselho de gestão e a estrutura de capital, demonstrando que estes tendem a usar mais dívida de longo prazo. Aljifri e Hussein (2012) descobriram uma relação significativa entre o tamanho do conselho de gestão e as decisões de estrutura de capital.

Para aferir a relação existente entre o número de gestores e a estrutura do endividamento definiu-se a seguinte hipótese:

H₄: O número de gestores condiciona a estrutura do endividamento

A estrutura acionista de uma empresa é expressa pelo número de detentores do capital social, podendo ou não entrar diretamente na gestão da empresa. A discrepância entre os interesses dos gestores e dos acionistas poderá gerar o problema do conflito de agência.

Crutchely et al (1999) afirmam que existe uma relação positiva entre os acionistas e o rácio de dívida. Güner et al. (2006) encontram evidências que a composição da estrutura acionista afeta as escolhas do financiamento da empresa.

Harford e Zhao (2008) concluem que uma estrutura acionista mais forte influencia a empresa a manter mais dívida, preferencialmente dívida de curto prazo.

Bonfim et al. (2010) estabelecem uma relação entre a dimensão da empresa, o número de acionistas e o endividamento. Os autores referem que as empresas de maior dimensão tendem a ter um maior número de acionistas e um maior recurso a capital alheio. Aljifri e Hussein (2012) descobriram uma relação significativa entre o número de acionistas e as decisões de estrutura de capital.

De modo a verificar a relação existente entre o número de acionistas e o endividamento definiu-se a seguinte hipótese:

H5: O número de acionistas exerce influência no endividamento.

5. Resultados

5.1. Descrição da amostra

A amostra em estudo inclui 14 203 PME's, das quais 12218 (86,03%) são familiares. A Tabela 2 apresenta diversas estatísticas que descrevem as empresas da amostra nas variáveis em consideração neste estudo.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
Concentração de propriedade (CP)	0,020	100,000	64,717	25,263
Propriedade interna (PI)	0,000	100,000	82,218	33,868
Número de gestores (NGest)	1	20	3,120	2,324
Número de acionistas (NAcio)	1	35	2,420	1,569
Rendibilidade (ROA)	-0,970	1,060	0,055	0,117
N.º Bancos (NBanc)	0	7	1,450	1,485
LOG ativo (LOGA)	3,989	9,015	5,832	0,663
LOG vendas (LOGV)	2,71	8,62	5,858	0,609
Número de Empregados (NEmp)	5	250	24,840	33,283
Maturidade (Idade)	2	116	21,411	14,377

A concentração da propriedade (CP) detida pelo 1.º acionista varia entre 0,02 e 100, tendo um valor médio de 64,72 e um desvio padrão de 25,26. O capital detido pelos gestores (propriedade interna) (PI) varia entre 0 e 100, com um valor médio aproximado de 82,22 e um desvio padrão de 33,87, significando que os diretores das empresas detêm em média 82,22% do capital.

A média do número de gestores (NGest) é de 3,12 verificando-se um valor mínimo de 1 e um máximo de 20 gestores por empresa, com um desvio padrão de 2,32. No que respeita ao número de acionistas (NAcio) este varia entre 1 e 35 acionistas. O valor médio e a mediana para o número de acionistas são, respetivamente, 2,42 e 2.

A rentabilidade (ROA) situa-se em entre o valor de -0,97 e o 1,06 com um valor médio de 0,055 e um desvio padrão de 0,117. O número de bancos (NBanc) com os quais as empresas se relacionam varia entre zero e sete, apresentando um valor médio de 1,45 e um desvio padrão de 1,49. Verifica-se, pois, que existem empresas que não estabelecem relações bancárias com qualquer entidade bancária e no máximo relacionam-se com sete entidades bancárias.

O número de empregados (NEmp) para a amostra em estudo tem um valor mínimo de 5 e um máximo de 250, com um valor médio de 24,84, tendo um desvio padrão de 33,28. Os valores mínimos e máximos foram sujeitos à aplicação de filtros à priori, de modo a cumprir com um dos critérios necessários para a atribuição do conceito de PME.

A tabela 3 reflete o valor das vendas e serviços prestados e o total do ativo. Optamos por aplicar o logaritmo a estas variáveis (já constam na tabela 2) de modo a que não se verifique uma flutuação tão grande de valores.

Tabela 3 – Aplicação de logaritmo nas variáveis vendas e ativo

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Vendas e serviços prestados	511	421.249.946	2.603.826	10.316.585
Total do ativo	9.740	1.034.531.137	2.693.350	12.789.620
LOG vendas	2,71	8,62	5,86	0,61
LOG ativo	3,99	9,01	5,83	0,66

As vendas das empresas em 2014 variam entre 511€ e 42.1249.946€ tendo um valor médio de 2.603.826€ e um desvio padrão de 10.316.585€. Em 2014 o total do ativo variava entre 9.740€ e 1.034.531.137€, com um valor médio de 2.693.350€ e um desvio padrão de 12.789.620€.

A aplicação da análise de componentes principais às variáveis LOG ativo, LOG vendas e Número de empregados, tornou possível a consideração de apenas um indicador (uma componente principal) que explica 82,7% da variância total. A tabela 4 apresenta as correlações (*loadings*) entre a componente principal extraída e as variáveis de dimensão, assim como a comunalidade associada a cada variável, isto é, a

proporção de variância de cada variável que é explicada pela componente principal extraída.

Tabela 4 – Loadings e comunalidades resultantes da aplicação da Análise dos Componentes Principais

	Loadings	Comunalidades
LOG ativo	0,929	0,863
LOG vendas	0,954	0,911
Número de Empregados	0,841	0,707

Os *loadings* são elevados, assim como as comunalidades, indicando que a componente principal extraída está fortemente correlacionada com as variáveis de dimensão originais, podendo substituí-las, constituindo-se como um indicador único de dimensão (Dim).

Para avaliar a hipótese H_1 em estudo, compararam-se as empresas familiares e não familiares quanto às variáveis de endividamento. Verificou-se que as empresas familiares têm, em média, níveis de endividamento mais elevados, no entanto, ao nível de significância de 5%, a diferença entre estes dois grupos de empresas só é significativa para o endividamento a médio e longo prazo ($p < 0.0005$) e endividamento total ($p < 0.0005$).

Os resultados obtidos apoiam a hipótese H_1 formulada anteriormente, estando em consonância com os estudos de Vilaseca (1995), Chu (2011), Chung e Chan (2012) e Pinto e Augusto (2014), onde referem que as empresas familiares têm em média maiores níveis de endividamento.

Tabela 5 – Resumo das variáveis de endividamento para empresas familiares e não familiares

	Não familiar		Familiar		p
	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	
Endividamento CP	0,413	0,214	0,422	0,227	0,098
Endividamento MLP	0,163	0,177	0,186	0,193	<0,0005
Endividamento Total	0,576	0,231	0,608	0,230	<0,0005

Pelo facto de as empresas familiares apresentarem características específicas, que as diferenciam das não familiares, optámos por analisar a problemática em estudo separadamente para os dois grupos de empresas, de acordo com o estudo de Arosa (2010). Para além disso, verifica-se que o efeito de algumas variáveis independentes sobre a maturidade do endividamento não se faz sentir de igual modo nos dois grupos considerados (empresas familiares vs não familiares). Por exemplo, estratificando a amostra em função da natureza da propriedade, verificou-se que a correlação entre o endividamento total e a concentração de propriedade só é significativa para as empresas familiares ($r=0,143$ e $p<0,0005$ para as empresas familiares vs. $r=0,011$ e $p=0,616$ para as não familiares). Ou seja os indutores de endividamento são distintos nas empresas familiares e não familiares.

Tabela 6 – Correlação entre endividamento total e a concentração de propriedade em função da natureza de propriedade

		Endividamento Total	
Não familiar	Concentração de propriedade	Pearson Correlation	0,011
		Sig. (2-tailed)	0,616
		N	1985
Familiar	Concentração de propriedade	Pearson Correlation	0,143
		Sig. (2-tailed)	<0,0005
		N	12218

A concentração de propriedade, a propriedade interna e o número de gestores também são variáveis diferenciadoras das empresas familiares. A concentração de propriedade e o número de diretores são, em média, menores para as empresas familiares, por outro lado a propriedade interna e o número de acionistas têm uma média superior para as empresas familiares.

Tabela 7 – Resumo das estatísticas para as variáveis independentes

		Média	Desvio-padrão	p
Concentração de propriedade (CP)	Não familiar	74,094	28,103	<0,0005
	Familiar	63,193	24,434	
Propriedade interna (PI)	Não familiar	9,618	16,893	<0,0005
	Familiar	93,983	17,150	
Número de gestores (Ngest)	Não familiar	5,46	3,500	<0,0005
	Familiar	2,74	1,803	
Número de acionistas (Nacio)	Não familiar	2,31	2,171	0,013
	Familiar	2,44	1,447	

Em relação às variáveis de controlo consideradas neste estudo, é possível verificar que as empresas não familiares têm maiores valores, em média, de N.º de bancos, LOG ativo, LOG vendas, Número de Empregados e a Idade, contrariamente as empresas familiares apresentam um maior valor médio de Rendibilidade (ROA), sendo que todas as diferenças observadas são significativas.

Tabela 8 – Resumo das estatísticas para as variáveis de controlo

		Média	Desvio-padrão	
Rendibilidade (ROA)	Não familiar	0,045	0,109	<0,0005
	Familiar	0,057	0,119	
N.º Bancos (Nbanc)	Não familiar	2,25	1,708	<0,0005
	Familiar	1,32	1,404	
LOG ativo	Não familiar	6,566	0,664	<0,0005
	Familiar	5,713	0,581	
LOG vendas	Não familiar	6,502	0,691	<0,0005
	Familiar	5,753	0,525	
Número de Empregados	Não familiar	55,86	56,162	<0,0005
	Familiar	19,80	24,368	
Idade	Não familiar	26,62	18,64	<0,0005
	Familiar	20,57	13,37	

5.2. Formulação e estimação dos modelos

Nesta secção apresentam-se os modelos de regressão estimados para cada uma das variáveis de endividamento (curto prazo, médio e longo prazo e total). Para a construção dos modelos foram consideradas todas as variáveis explicativas e de controlo, sendo retiradas, uma de cada vez, todas aquelas que não apresentaram um efeito significativo sobre a variável dependente. O modelo foi reestimado posteriormente o modelo sem elas.

$$End_i = \beta_0 + \beta_1 CP_i + \beta_2 CP_i^2 + \beta_3 PI_i + \beta_4 Ngest_i + \beta_5 Nacio_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 Nbanc_i + \beta_8 Dim_i + \beta_9 Idade_i + \varepsilon_i$$

A Tabela 9 apresenta os resultados da estimação do modelo de regressão para explicar o endividamento de curto prazo, comparando os valores obtidos para as empresas familiares e não familiares.

Tabela 9 – Modelo regressão para o endividamento a curto prazo

	Empresas Familiares		Empresas não familiares	
	Coef.	Erro padrão robusto	Coef.	Erro padrão robusto
Conc. da propriedade (CP)	-0,0032414***	0,000545	0,0004246**	0,0001685
CP ao quadrado (CP²)	0,0000272***	0,00000397		
Propriedade Interna (PI)	0,0002906**	0,0001175		
Número de gestores (Ngest)	-0,0156463***	0,0014207	-0,0068658***	0,0017442
Rendibilidade (ROA)	-0,1966973***	0,0184612	-0,2400523***	0,045951
Número de bancos (Nbanco)	-0,017533***	0,0017868	-0,0062919**	0,0031515
Dimensão (Dim)	0,0467462***	0,0031807	0,0103414**	0,0051965
Maturidade (Idade)			-0,00156***	0,0002764
Constante	0,5604968***	0,0216106	0,4736079***	0,0166402
R ²	0,0386		0,0609	
* p<0,1 ** p<0,05 ***p<0,01				

No que respeita às empresas familiares o modelo explica 3,9% da variação do endividamento. Para a concentração de propriedade assiste-se a um efeito não linear: primeiramente o efeito é negativo mas decrescente, mas passa a ser positivo e crescente para valores mais altos da concentração de propriedade. A propriedade interna e a dimensão têm um efeito positivo sobre o endividamento a curto prazo. Por outro lado, um elevado número de gestores ou do número de bancos, assim como um ROA elevado contribuem para diminuir o endividamento a curto prazo.

Para as empresas não familiares o modelo explica 6% das variações na variável de endividamento a curto prazo, fornecendo evidência de que a concentração de propriedade tem um efeito positivo sobre o endividamento, assim como a dimensão. Contudo, um aumento no número de gestores, da rentabilidade, do número de bancos e da idade contribuem para diminuir o endividamento a curto prazo.

Na Tabela 10 são apresentados os resultados da estimação do modelo de regressão para explicar o endividamento de médio e longo prazo, existindo novamente uma comparação entre as empresas familiares e não familiares.

Tabela 10 – Modelo regressão para o endividamento MLP

	Empresas Familiares		Empresas não familiares	
	Coef.	Erro padrão robusto	Coef.	Erro padrão robusto
Conc. da propriedade (<i>CP</i>)	0,000364***	0,0000798	-0,0004011***	0,0001405
CP ao quadrado <i>CP</i> ²				
Propriedade Interna (<i>PI</i>)				
Número de gestores (<i>Ngest</i>)	-0,0033207***	0,0010397	0,0037269***	0,0011843
Rendibilidade (<i>ROA</i>)	-0,2262109***	0,0152849	-0,2547693***	0,0431872
Número de bancos (<i>Nbanco</i>)	-0,0083207***	0,001318		
Dimensão (<i>Dim</i>)				
Maturidade (<i>Idade</i>)			-0,0004832*	0,0002464
Constante	0,1964445***	0,0070878	0,1966879***	0,0136467
R ²	0,038		0,0331	
* p<0,1 ** p<0,05 ***p<0,01				

Analisando o endividamento de médio e longo prazo, não existe evidência de que a propriedade interna e a dimensão tenham efeito sobre o nível de endividamento, tanto para as empresas familiares, como para as não familiares. Os modelos explicam 3,8% e 3,3% da variação do endividamento de médio e longo prazo nas empresas familiares e não familiares, respetivamente. Nos dois modelos, o coeficiente de regressão para a rendibilidade (*ROA*) é negativo e significativo .

No que respeita ao número de gestores, para empresas familiares, o sinal do coeficiente é negativo, mas é positivo para empresas não familiares. Assim, ao contrário do observado para o endividamento a curto prazo, em empresas não familiares, um maior número de gestores está associado a níveis mais

elevados de endividamento de médio e longo prazo. Do mesmo modo, a concentração da propriedade tem comportamento oposto para as empresas familiares e não familiares, estabelecendo uma relação positiva com o endividamento para as primeiras e negativa para as últimas. Além disso, para as empresas familiares, existe também uma associação negativa e significativa com o número de bancos, enquanto para as empresas não familiares esta variável deixa de ser significativa. Para as empresas não familiares, a maturidade também está significativamente relacionada com as dívidas de médio e longo prazo, mais precisamente, *ceteris paribus*, as empresas mais antigas tendem a ter níveis mais baixos de dívida de médio e longo prazo.

Na tabela 11 apresentam-se os resultados da estimação para o endividamento total.

Tabela 11 - Modelo regressão para o endividamento total

	Empresas Familiares		Empresas não familiares	
	Coef.	Erro padrão robusto	Coef.	Erro padrão robusto
Conc. da propriedade (<i>CP</i>)	-0,0023142***	0,0005676		
CP ao quadrado <i>CP</i> ²	0,0000234***	0,00000407		
Propriedade Interna (<i>PI</i>)	0,0002909**	0,0001234		
Número de gestores (<i>Ngest</i>)	-0,0160807***	0,0014977	-0,0068452***	0,0019124
Rendibilidade (<i>ROA</i>)	-0,408043***	0,0194069	-0,492866***	0,0582738
Número de bancos (<i>Nbanco</i>)	-0,0214438***	0,0017594	-0,0115985***	0,0032918
Dimensão (<i>Dim</i>)	0,0291769***	0,0031703	0,013251**	0,0055172
Constante	0,7208511***	0,0226699	0,6464041***	0,0108769
R ²	0,0804		0,0665	
* p<0,1 ** p<0,05 ***p<0,01				

No que respeita às empresas familiares, o modelo explica 8% das variações do endividamento total. A propriedade interna tem um efeito positivo sobre o endividamento, assim como a dimensão. Ao contrário, *ceteris paribus*, o aumento do número de gestores, do ROA e do número de bancos contribui para diminuir o endividamento total. A concentração de propriedade tem inicialmente um efeito negativo mas decrescente sobre o endividamento total, contudo o efeito passa a ser positivo e crescente para valores mais altos da concentração de propriedade. Mais precisamente, há medida que aumenta a concentração de propriedade até um certo ponto, diminui o endividamento, mas esse efeito tende a diminuir. A partir de certo ponto o efeito para a ser positivo e crescente.

O modelo estimado para as empresas não familiares fornece evidência de que a dimensão da empresa tem um efeito positivo sobre o endividamento total, mas, ao contrário, o número de gestores, a rentabilidade e o número de bancos estão negativamente associados ao endividamento total. Isto é, *ceteris paribus*, empresas grandes tendem a ter níveis de endividamento altos, enquanto empresas com valores elevados de rentabilidade, ou com muitos gestores ou com muitos bancos tendem a ter níveis de endividamento baixos. O modelo explica 6,7% das variações na variável de endividamento total.

Após a estimação dos modelos para as diferentes estruturas de endividamento, verificámos que, nas empresas familiares, a concentração de propriedade estabelece uma relação não linear em U, no que respeita ao endividamento de curto prazo e endividamento total. Estes resultados estão em linha com Kim e Sorensen (1986) quando os níveis de concentração de propriedade são mais elevados, pois neste caso verifica-se uma relação positiva. Relativamente às empresas não familiares identificou-se também uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o endividamento de curto prazo, não tendo sido possível sustentar a existência de relação com o endividamento total. No endividamento a médio e longo prazo existe uma relação linear positiva nas empresas familiares e negativa nas não familiares. Assim, podemos concluir que uma empresa familiar com níveis altos de concentração de propriedade tende a ter mais endividamento. Deste modo validamos a hipótese H_2 .

Relativamente à propriedade interna, só observamos efeito significativo nas empresas familiares sobre o endividamento total e de curto prazo, sendo este positivo.

Validamos assim a hipótese H_3 para as empresas familiares. Estes resultados estão em linha com Guney e Ozkan (2005), confirmando que o aumento da propriedade interna conduz a um aumento do endividamento de curto prazo. Também verificamos, na linha dos estudos de Peterson e Rajan (1995) e Farinha e Santos (2002), comportamentos semelhantes nas empresas familiares e não familiares na relação inversa que o endividamento (total e de curto prazo) estabelece com o número de gestores. No entanto os nossos resultados não validam as relações identificadas por Kochhar (1986) e Jensen (1996). Podemos concluir que existe uma relação linear negativa entre o número de gestores e o endividamento (total e de curto prazo), ou seja verifica-se que o número de gestores condiciona a estrutura do endividamento, sendo contrário às hipóteses de Kochhar (1986) e Jensen (1996). Relativamente ao endividamento de médio e longo prazo, observámos uma relação inversa com o número de gestores nas empresas familiares e uma relação direta nas não familiares. Deste modo fica sustentada a nossa hipótese H_4 .

Quanto ao número de acionistas, não se observou relação significativa com a estrutura de endividamento, contrariamente ao que foi sustentado nos estudos de Crutchely et al. (1999), Bonfim et al. (2010), Aljifri e Hussein (2012). Assim, não foi confirmada a hipótese H_5 do nosso estudo.

Os modelos sugerem ainda que empresas com maior rendibilidade apresentam menores níveis de endividamento, independentemente da maturidade da dívida, corroborando os resultados de Myers (1984) e Myers e Majluf (1994) e contrariando os estudos de Ross (1977), Masulis (1980) e Stulz (1990).

Os resultados sugerem também que à medida que as empresas aumentam o número de relações bancárias o endividamento diminui, confirmando os resultados de Detragliache et al. (2000) e Farinha e Santos (2002). Para as empresas familiares e não familiares, a dimensão da empresa tem um impacto positivo no endividamento total e no endividamento de curto prazo, na linha de Matias e Baptista (1998), Campello e Giambona (2013) e Alves et al. (2015).

A maturidade da empresa só se revelou determinante nas empresas não familiares para o endividamento a curto e a médio e longo prazo, estabelecendo com este uma relação negativa, estando em linha com os estudos de Berger e Udell (1995), Harhoff e Körting (1998) e Degryse e Van Cayseele (2000).

6. Conclusões

Neste estudo, utilizando uma amostra de 14203 PME's portuguesas, são apresentadas evidências empíricas adicionais, transversais, sobre o efeito do *corporate governance* sobre a estrutura da dívida. Esta questão é de particular importância para as empresas ao nível da atividade económica, estabilidade financeira e mesmo ao nível da arquitetura do sistema financeiro. Além disso, a nossa análise empírica centra-se nas PME, que representam mais de 99,5% da economia portuguesa, onde o sistema bancário desempenha um papel central no financiamento destas unidades empresariais.

Este estudo fornece evidências de que quanto maior o desempenho, menor o endividamento, independentemente de a empresa ser familiar ou não. Além disso, para empresas familiares ou não familiares, o tamanho da empresa tem um impacto positivo no endividamento total e no endividamento de curto prazo. Além disso, as empresas familiares e não familiares são semelhantes na relação que a dívida total e a dívida de curto prazo estabelecem com o número de bancos e o número de gestores (conforme esses números aumentam, os níveis de endividamento diminuem).

No entanto, verificou-se que a estrutura do endividamento é divergente em função do tipo de empresa, podendo concluir que as empresas familiares apresentam maior endividamento. Além disso, a propriedade interna é um fator determinante na forma como as empresas familiares estruturam seu endividamento, mas não é relevante para as famílias não familiares. Além disso, nas empresas familiares, a concentração da propriedade tem uma relação não linear em forma de U com o endividamento total e de curto prazo. Para as empresas não familiares, este estudo revelou uma relação positiva linear de concentração de propriedade com o endividamento de curto prazo, mas não foi aferida nenhuma relação significativa com o endividamento total.

As principais limitações deste estudo centraram-se nas comparações existentes com outros estudos anteriores, onde, em muitos dos casos, a amostra utilizada contempla a totalidade das PME's e/ou das empresas de uma determinada área geográfica, sendo escassos os estudos onde o enfoque principal sejam as empresas

transformadoras. Outra limitação prende-se com o facto de este trabalho incidir apenas sobre um ano (2014) e existirem mudanças constantes nas políticas macroeconómicas podendo conduzir a alterações nas políticas das empresas e consequentemente mudanças nos resultados esperados.

Apesar das limitações identificadas, e de outras que podem ser apontadas, considera-se que o estudo realizado permitiu aprofundar os conhecimentos e dar uma nova contribuição para um melhor entendimento da relação existente entre o *corporate governance* e a estrutura de endividamento das empresas.

Uma proposta de trabalho futuro poderá ser aplicar este estudo à totalidade das PME's portuguesas para um horizonte temporal posterior, uma vez que se verificam mudanças constantes, e seria oportuno verificar as alterações esperadas. Uma outra linha de investigação a seguir seria a incorporação de outras características do governo da empresa ao modelo empírico.

Bibliografia

Allouche, J., & Amann, B., (1999). L'entreprise familiale: un état de l'art. *Finance. Contrôle, Stratégie*, pp. 1-34.

Almeida, H., & Wolfenzon, D., (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *Journal of Finance*, 61, pp. 2637–80.

Alves, PFP, & Ferreira, MA., (2011). Capital estrutura e de direito em todo o mundo. *J. Multinat. Financ. Gerir os*. 21, pp. 119-150.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reed, D. M., (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68 (2), pp. 263-285.

Andrade, Adriana & Rossetti, José Paschoal, (2009). Governança Corporativa. São Paulo: Editora Atlas.

Andres, C., (2008). Large shareholders and firm performance. An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 431-445.

Ang, J., Cole, R., & Lin, J., (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), pp. 81-106.

Arregle, J. L., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., & Very, P., (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of management studies*, 44(1), pp. 73-95.

Augusto, M. A. G., (1996). Determinantes da Estrutura do Capital das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa. *Dissertação de Mestrado não publicada, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra*.

Avelar, A., (1998). Os desafios das empresas familiares, Estado de Minas, Belo Horizonte. *Caderno de Economia*, p. 5.

Barnea, A., Haugen, R. A. & Senbet, L. W., (1980). A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework, *Journal of Finance*, 35(5), pp. 1223-1234

Baronitini, R., & Caprio, L., (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), pp. 689-723.

Barth, J. Lin, C. Ma, Y. Seade, J., & Song, F., (2013). Do bank regulation, supervision and monitoring enhance or impede bank efficiency?. *Journal of Banking & Finance*, 27 (8), pp. 2879-2892.

Barton, S. L., & Gordon, P. J., (1988). Corporate Strategy and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 9, 6, pp. 623-632.

Barton, S. L., Hill, N. C., & Sundaram, S., (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure. *Financial Management*, 18, 1, pp. 36-44.

Baysinger, B. & Hoskisson, R.E., (1990). The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), pp. 72-87

Benmelech, E. (2006). Managerial Entrenchment and Debt Maturity: Theory and Evidence. *Harvard University Working Paper*.

Berger, A. N., & Udell, G. F., (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68(3), pp. 351-381.

Berger, A., Hasan, I., & Zhou, M., (2010). The effects of focus versus diversification on bank performance: Evidence from Chinese banks. *Journal of Banking & Finance*, 34(7), pp. 1417-1435.

Bertrand, M., & Schoar, A., (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20, pp. 73–96.

Bester, H., (1985). Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 75, pp. 850-855.

Bhagat, S., & Black, B., (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporate Law*, 27, pp. 231-273.

Bhagat, S., & Bolton, B., (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Governance*, 14(3), pp. 257-273.

Bhaird, Ciaran & Lucey, Brian M., (2006). Capital Structure and the Financing of Smes: Empirical Evidence From an Irish Survey.

Blackman, A. (2015). Effective Risk Management Strategies

Bolbol, A. A., & Omran, M. M., (2004). Arab stock markets and capital investment. *Economic Policy Institute, Arab Monetary Fund*.

Bolton, P., & Scharfstein, D., (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, 104(1), pp. 1-25.

Bonfim, D., Dai, Q., & Franco, F., (2010). Relações bancárias e custos de financiamento, "Relatório de estabilidade financeira". *Banco de Portugal*, pp. 163-180.

Boone, C., Field, M., Karpoff, J., & Raheja, G., (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), pp. 66-101.

Boot, A., (2000). Relationship banking: What do we know?. *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), pp. 7-25.

Bopaiah, C., (1998). Availability of credit to family business, *Small Business Economics*, 11 (1), pp. 75-86.

Boubakri, N., Cosset, Jean-Claude & Guedhami, O., (2005). Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries. *Journal of Corporate Finance*, 11(5), pp. 767-790.

Brav, O., (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *Journal of Finance*, 64, pp. 263–308.

Bris, A., & Welch, I., (2005). The optimal concentration of creditors. *The Journal of Finance*, 60(5), pp. 2193-2212.

- Cacciotti, G., & Ucbasaran, D. (2018).** Commentary: Blockholder Structures and Power Mechanisms in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(2), pp. 252-258.
- Camera, F., & Araújo, L. C. Gonçalves. (2008).** Análise dos Aspectos Teóricos relacionados à Governança Corporativa que podem contribuir para a Sobrevivência das Pequenas e Médias Empresas Familiares Brasileiras. *Belo Horizonte/MG*.
- Campello, M., & Giambona, E., (2013).** Reais Ativos e Estrutura de Capital. *J. Financ. Quant. Anal.* 48, pp. 1333-1370.
- Cardone, C., Casasola, M. J., & Samartin, M., (2005).** Do banking relationships improve credit conditions for Spanish SMEs?. *Universidad Carlos III de Madrid*, Working Paper pp. 05-28.
- Carletti, E., Cerasi, V., & Daltung, S., (2007).** Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring. *Journal of Financial Intermediation*, 16 (3), pp. 425-451.
- Carney, M. (2005).** Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(3), pp. 249-265.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G., (2003).** Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38 (1), pp. 33-53.
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C., (2010).** Ownership and capital structure in Latin America. *J. Bus. Res.* 63, pp. 248–254.
- Childs, P. D., Mauer, D. C., & Ott, S. H., (2005).** Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts. *Journal of Financial Economics* 76(3), pp. 667-690.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P., (1996).** Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8, pp. 59-67.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P., (1996).** A Review and Annotated Bibliography of Family Business Studies, Boston/Dordrecht/London. *Kluwer Academic Publishers*.

Chu, W. (2009). The influence of family ownership on SME performance: Evidence from firms in Taiwan. *Small Business Economics*, 33(3), pp. 353–373.

Chu, Wenyi (2011). “Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size”. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), pp. 833-851.

Chua, J. H. & Christman, J. J. (1999). Defining the family business by behaviour. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), pp. 19-38.

Chung, K. H. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test, *Journal of Business Finance and Accounting*, 20, 1, pp. 83-98.

Chung, M., & Chan, T. (2012). Ownership structure, family leadership, and performance of affiliate firms in large family business groups. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(2), pp. 303-329.

Churchill, N. C., & Hatten, K. J. (1987). Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power: A Research Framework for Family Businesses. *American Journal of Small Business*, 11(3), pp. 51-64.

Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. H. P., (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81–112.

Clarkson, M. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(81), pp. 92-117.

Coffee, J. (1999). The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93, pp. 641-708.

Constand, R. L., Osteryoung, J. S., & Nast, D. A. (1991). Asset-based financing and the determinants of capital structure in small firm. *Advances in Small Business Finance*. Printed in the Netherlands.

Cosh, A., & Hughes, A. (1994). Financial Structure and Profitability: UK Companies in the 1980s. *Finance and the Small Firm*. pp. 19-63.

Crutchley, C. E., Jensen, M. R., Jahera Jr, J. S., & Raymond, J. E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International review of financial analysis*, 8(2), pp. 177-197.

CUESTA, J.V. (2000). Mecanismos jurídicos para garantizar la continuidad de la empresa familiar. *I Congreso Nacional de Investigación sobre Empresa Familiar. Organismo Público Valenciano de Investigación*, pp. 229-242

De Bodt, E., Lobe, F., & Statnik, J. C. (2005). Credit rationing, customer relationship and the number of banks: An empirical analysis. *European Financial Management*, 11(2), 195-228.

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), pp. 3-29.

Degryse, H., & Ongena, S. (2001). Bank relationships and firm profitability. *Financial Management*, 30(1), pp. 9-34.

Degryse, H., & Van Cayseele, P. (2000). Relationship lending within a bank-based system: Evidence from European small business data. *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), pp. 90-109.

Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), pp. 431-447.

Degryse, H., Masschelein, N., & Mitchell, J. (2011). Staying, dropping, or switching: The impacts of bank mergers on small firms. *The Review of Financial Studies*, 24(4), pp. 1102-1140.

Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), pp. 209-233.

Detragiache, E., Garella, P., & Guiso, L. (2000). Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 55(3), pp. 1133-1161.

- Diamond, D. (1984).** Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51(3), pp. 393-414.
- Diego, P. (2017).** Sovereign debt maturity structure under asymmetric information. *Journal of international economics*, 108(1), pp. 243-259
- Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J., (2007).** Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp. 599-634.
- Dogan, M. (2013).** Does Firm Size Affect The Firm Profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), pp. 53-59.
- Drucker, S., & Puri, M. (2009).** On loan sales, loan contracting, and lending relationships. *Review of Financial Studies*, 22(7), pp. 2835-2872.
- Du, Julan, & Dai, Yi (2005).** Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies. *Corporate Governance: An International Review*, 13 (1), pp. 60-71.
- Dyer, W.G (2003).** The family: the missing variable in organizational research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), pp. 401-416.
- Ellul, A., (2009).** Control motivations and capital structure decisions. *Working Paper (Indiana University)*.
- Elsas, R. (2005).** Empirical Determinants of Relationship Lending. *Journal of Financial Intermediation*, 14, pp. 32–57.
- Faccio, M., & Masulis, R., (2005).** The Choice of Financing Methods in European Mergers & Acquisitions. *Journal of Finance*, 60, pp. 1345–88.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983).** Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301–325.
- Fama, E. (1985).** What's different about banks? *Journal of Monetary Economics*, 15(1), pp. 29-39.

Fan, J. P. H., Titman, S. & Twite, G., (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(1), pp. 23-56.

Fang, H., Memili, E., Chrisman, J. J., & Penney, C. (2017). Industry and Information Asymmetry: The Case of the Employment of Non-Family Managers in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 55(4), pp. 632-648.

Farinha, L.A., & Santos, J.A.C. (2002). Switching from single to multiple bank lending relationships: Determinants and implications. *Journal of Financial Intermediation*, 11(2), pp. 124-151.

Fattoum-Guedri, A., Guedri, Z., & Delmar, F. (2018). Multiple blockholder structures and family firm performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(2), pp. 231-251.

Felismino, E. (2000). Empresas Familiares Representam 60% do PIB, *Semanário Económico*, 26 de Maio.

Forte, S., & Peña, J. I. (2011). Debt refinancing and credit risk. *The Spanish Review of Financial Economics*, 9(1), pp. 1-10.

Friend, I., & Lang, L. H. P., (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Financial*, 43, 2, pp. 271-281.

Gama, A. P. B. M., (1999). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas. *Dissertação de Mestrado não publicada, Departamento de Gestão e Economia da Universidade da Beira Interior.*

García-Teruel, P. & Martínez-Solano, P., (2010). Ownership structure and debt maturity: new evidence from Spain. *Review of Quantitative Finance & Accounting* 35(4), pp. 473-491.

García, J. P., Puerto, I. R., & de la Torre Olvera, C. (2011). Concentración de propiedad y valor de mercado en la empresa familiar: un enfoque de gobierno corporativo. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, (1), pp. 111-131.

Gedajlovic, E., Lubatkin, M., & Schulze, W., (2004). Crossing the threshold from founder management to professional management: a governance perspective. *J. Manag. Stud.* 41, pp. 899–912.

Ghosh, C., Giambona, E., Harding, J.P., & Sirmans, C.F., (2011). How entrenchment, incentives and governance influence REIT capitalstructure. *J. Real Estate Financ. Econ.* 43, pp. 39–72.

Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2017). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance.*

Gillan, S.L. ,(2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Finance*, 12(3), pp. 381-402.

Gillan, S. & Starks, L., (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), pp. 275-305.

Goktan, M. S., Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Corporate governance and firm survival. *Financial Review*, 53(2), pp. 209-253.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A., (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), pp. 2308-2320.

Gregoric, A. & Vespro C., (2003). Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia. *Working Paper No. 29/2003*, <http://ssrn.com/abstract=444500>

Groessl, I., & Levratto, N., (2004). Problems of Evaluating Small Firms: Quality as a Reason for Unfavourable Loan Conditions, *Working Paper 0406014, series finance, Economics Working Paper Archive at WUSTL*, <http://econwpa.wustl.du:80/eps/fin/papers/0406/0406014.pdf>.

Grossman, S. J., & Hart, O. D., (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.

Guney, Y. & Ozkan, A., (2005). New insights on the importance of agency costs for corporate debt maturity decisions. *Applied Financial Economics Letters*, 1(4), pp. 233-238.

Güner, A.B., Malmendier, U. & Tate, G. (2006). The Impact of Boards with Financial Expertise on Corporate Policies. *Stanford University Working Paper*.

Hall, G.C., Hutchinson, P.J., & Michaelas, N., (2004). Determinants of the capital structure of European SMEs. *Journal of Business & Accounting*, 31 (5–6), pp. 711–728.

Harford, J., Li, K., & Zhao, X., (2008). Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. *International Journal of Corporate Governance* 1, no. 1: pp. 3–27.

Harhoff, D., & Korting, T., (1998). Lending relationships in Germany – Empirical evidence from survey data. *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 1317-1353.

Harris, M., & Raviv, A., (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 55–86.

Hart, O., & Moore, J., (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review* 85, no. 3, pp. 567-585.

Hernández-Cánovas, G., & Martínez-Solano, P., (2007). Effect of the number of banking relationships on credit availability: Evidence from panel data of Spanish small firms, *Small Business Economics*, 28(1), pp. 37-53.

Hernández-Cánovas, G., & Martínez-Solano, P. (2010). Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system. *Small Business Economics*, 34(4), pp. 465-482.

Heyman, F., Svaleryd, H., & Vlachos, J., (2008). Competition, takeovers and gender discrimination.

Hillbrecht, R., (1999). *Economia monetária. São Paulo, Atlas.*

Hillier, D., Martinez, B., Patel, P. C., Pindado, J., & Requejo, I. (2018). Pound of flesh? Debt contract strictness and family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(2), pp. 259–282.

Holderness, C., (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review*, 9(1), pp. 51-64.

Huang, S.G.H & Song, F. M. (2002). The determinants of capital structure: evidence from China. *Economic Review*, 17, 1, pp. 14-36.

Hutchinson, R. W., (1995). The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues. *Small Business Economics*, 7, pp. 231-239.

Jensen, M. C., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323– 329.

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

Joh, S., (2003). Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 287-322.

Johnson, S., Schnatterly, K., & Hill, A., (2013). Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management*, 39(1), pp. 232-262.

Jones, G., & Rose, M. (2013). Family capitalism. *Routledge*.

Kanagaretnam, K., Lobo, G.J., & Whalen, D.J., (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?, *J. Acc. Public Policy* 26 (4), pp. 497–522.

Kane, A., Marcus, A. J., & McDonald, R. L., (1985). Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), pp-479-499.

Keasey, K., & Watson, R., (1996). Owner-manager drawings, firm performance and financial structure: An analysis of small and closely-held UK firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(5-6), pp. 753-777.

Keasey, K., Martinez, B. & Pindado, J., (2015). Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, pp 47-63.

Kim, Wi Saeng, & Sorensen, Eric H., (1986). Evidence on the impact of the Agency cost of debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 131-144.

Kim, C.-S., Mauer, D. C. & Stohs, M. H., (1995). Corporate Debt Maturity Policy and Investor Tax-Timing Options: Theory and Evidence. *Financial Management*, 24(1), pp. 33-45.

Kisser, M., & Rapushi, L. (2018). Finding Market Timing Patterns When They are Unlikely to Exist.

Kitsabunnarat, P. Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S., (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics & Finance*, 22(1), pp. 208-221.

Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: the role of agency theory vs transaction cost economies. *Strategic Management Journal*, 17(9), pp. 713-28.

Kor, Y., & Sundaramurthy, C., (2009). Experience-based human capital and social capital of outside directors. *Journal of Management*, 35(4), pp. 981-1006.

Kraakman, R., & Hansmann, H. (2017). The end of history for corporate law. *In Corporate Governance* (pp. 49-78). Gower.

Kumar, J., (2005). Capital Structure and Corporate Governance. *Xavier Institute of Management, India, unpublished paper.*

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R., (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 1-33

- Leland, H. E., & Pyle, D. H., (1977).** Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), pp. 371-387.
- Leland, H. E. & Toft, K. B., (1996).** Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. *The Journal of Finance*, 51(3), pp. 987-1019.
- Leone, N. (1992).** A sucessão em PME comercial na região de João Pessoa. *Revista de Administração*, 27(3), pp. 84-91.
- Linck, J., Netter, J., & Tina, Y.T., (2008).** The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), pp. 308-328.
- Litz, R. A., (1995).** The Family Business: Toward Definitional Clarity. *Family Business Review*, 8, 2, pp. 71-81.
- Mack, S. (2017).** Seven Characteristics of Good Corporate Governance.
- Marchica, M. T. (2007).** On the Relevance of Ownership Structure in Determining the Maturity of Debt. *Manchester Business School*.
- Matias, F., & Baptista, C., (1998).** Determinantes da estrutura de capital da indústria hoteleira Algarvia – O caso dos hotéis. *Não publicado*.
- MCGuire, M., Pratt, J., & Zeckhauser, R., (1991).** Paying to Improve Your Chances. Gambling or Insurance?. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, pp. 329-338.
- Menzio, A., Urutiaga, M., & Vannoni, D., (2012).** Board composition, political connections, and performance in state-owned enterprises. *Industrial and Corporate Change*, 21(3), pp. 671-698.
- Miguel, A., Pindado, J., & Torre, L., (2004).** Ownership structure and firm value: new evidence from the Spanish corporate governance system. *Strategic Management Journal*, 25(12), pp. 1199-1207.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H., (2012).** Family firm governance, strategic conformity and performance: Institutional versus strategic perspectives. *Organization Science*, 24(1), pp. 189-209.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2017). Institutional logics, family firm governance and performance. *Journal of Business Venturing*, 32(6), pp. 674-693.

Miller, M. H., (1977). Debt and taxes. *J. Financ.*, 32, pp. 261–275.

Mishra, Chandra S., Randoy, T., & Jenssen, J. I., (2001). The effect of founding family influence on firm value and corporate governance. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 12(3), pp. 235-259.

Modigliani, F., & Miller, M. H., (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53, 3, pp. 433-443.

Morck, R. K., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: Na empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), pp. 293–315.

Muravyev, A. (2001). Turnover of top executives in Russian companies. *Russian Economic Trends*, 10(1), pp. 20-24.

Myers, S. C., (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

Myers, S. C., (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), pp. 575-592.

Myers, S., & Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.

Neubauer, F. & Lank, A. G., (1998). *The Family Business – Its Governance for Sustainability*. New York: Routledge.

Norton, E., (1991). Factors affecting capital structure decisions. *The Financial Review*, 26 (3), pp. 431-446.

Organization for Economic Cooperation and Development (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Obtained from <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>

- Ortiz-Molina, H., & Penas, M.F., (2007).** Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*, 30(4), pp. 361–383.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A., (1992).** Board compensation from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), pp. 411-438.
- Peng, M. W., Sun, W., Vlas, C., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2018).** An institution-based view of large family firms: A recap and overview. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(2), pp. 187–205.
- Petersen, M. A., & Rajan, R., (1994).** The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49(1), pp. 3–37.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G., (1995).** The effect of credit market competition on lending relationships. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(2), pp. 407-443.
- Pinto, A. P. S., & 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), pp. 1-19.
- Pollock, R. A. (1985).** A transaction cost approach to families and households. *Journal of Economic Literature*, 23(2), pp. 581–608.
- Prowse, S., (1995).** Corporate governance in an international perspective. A survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany. *Financial market, institutions and instruments*, 4(1), pp. 1-63.
- Puri, M., & Rocholl, J., (2008).** On the importance of retail banking relationships. *Journal of Financial Economics*, 89(2), pp. 253-267.
- Rajan, R., (1992).** Insiders and outsiders: The Choice between Relationship and Arm’s-Length Debt. *Journal of Finance*, 47, pp.1367-1400.
- Rajan, R. G., & Zingales, L., (1995).** What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421–1460.

Rechner, P. L., Sundaramurthy, C., & Dalton, D. R., (1993). Corporate governance predictors of adoption of anti-takeover amendments: An empirical analysis. *Journal of Business Ethics*, 12(5), pp. 371-378.

Reis, P., & Augusto, M. (2013). Business mortality table: The average of life expectancy as a fundamental instrument in calculation of the terminal or continuing value in enterprise valuation. *Proceedings of 3rd International Network of Business and Management Journals (INBAM)*, 17-19, June, Lisbon, Portugal. (22 p.).

Ross, S. A., (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, pp. 23-40.

Rozeff, M. S., (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), pp. 249-259.

Sakai, K., Uesugi, I., & Watanabe, T., (2010). Firm age and the evolution of borrowing costs: Evidence from Japanese small firms. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), pp. 1970-1981.

Samra, E. (2016). Corporate governance in Islamic financial institutions.

Salas, V. ,(2002). El gobierno de la empresa. *Colección de Estudios Económicos*, 29.

Santalo, J., & Diestre, L., (2006). When do outside directors create corporate value?.

Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., & Buchholtz, A., (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), pp. 99-116.

Scott, J. H., (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 34, Inverno, pp. 33-54.

Sharma, P., Chrisman, J. J. & Chua, J. H. (1996). *A Review and Annotated Bibliography of Family Business Studies*. Assinippi Park: Kluwer Academic Publishers.

Sharpe, S. A., (1990). Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships. *Journal of Finance*, 45 (4), pp. 1069-1087.

- Sheikh, N.A., & Wang, Z. (2012).** Effects of corporate governance on capital structure: Empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), pp. 629-641.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997).** A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783
- Singh, D., & Delios, A. (2017).** Corporate governance, board networks and growth in domestic and international markets: Evidence from India. *Journal of World Business*, 52(5), pp. 615-627.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003).** Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), pp. 339-358.
- Sogorb-Mira, F., (2005).** How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 Spanish data panel. *Small business economics*, 25 (5), pp. 447-457.
- Steier, L. P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2015).** Governance challenges in family businesses and business families. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), pp. 1265–1280.
- Stewart, A., (2003).** Help one another, use one another: toward anthropology of family business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), pp. 383-396.
- Stewart, A., & 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), pp. 58-86.
- Stiglitz, J. & Weiss, A., (1981).** Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), pp. 393–410.
- Stulz, R., (1988).** Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20 (1–2), pp. 25–54.

- Suto, M., (2003).** Capital structure and investment behavior of Malaysian firms in the 1990s: A study of corporate governance before the crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (1), pp. 25-39.
- Thomsen, S., (2005).** Conflicts of interest or aligned incentives? Block-holder ownership, dividends and firm value in the US and the EU. *European Business Organization Law Review*, 6, pp. 201-225.
- Tirole, J., (2006).** The Theory of Corporate Finance. *Princeton University Press*, pp. 15-20.
- Titman, S., & Wessels, R., (1988).** The determinants of capital structure choice. *J. Financ.* 43, pp. 1–43.
- Tuggle, C., Schnatterly, K., & Johnson, R., (2010).** Attention patterns in the boardroom: how board composition and processes affect discussion of entrepreneurial issues. *Academy of Management Journal*, 53 (3), pp. 550-571.
- Uchida, K., (2006).** Determinants of stock option use by Japanese companies. *Review of Financial Economics*, 15 (3), pp. 251-269.
- Upton, N., Teal, E. J., & Felan, J. T., (2001).** Strategic and Business Planning Practices of Fast Growth Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 39, 1, pp. 60-72.
- Verstraete, T., (2000).** Histoire d'entreprendre. *Paris: Éditions Management & Société*.
- Vilaseca, A. (1995).** Estructura, Políticas y Resultados Financieros en la Empresa Familiar: Un Estudio Empírico, División de Investigación, IESE. *Documento de Investigaçãõ* 299.
- Villalonga, B., & Amit, R., (2006).** How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80 (2), pp. 385–418.
- Villalonga, B., Amit, R., & Guzman, A. (2015).** Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), pp. 635–654.
- Wang, D., (2006).** Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44 (3), pp. 619-656.

Ward, J. L., (1987). Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability and family leadership. *San Francisco: Jossey-Bass.*

Ward, J. L., (2005). Governing family businesses. *Economic Perspectives*, 10, n. 1.

Watson, R., & Wilson, N., (2002). Small and medium size enterprise financing: A note on some of the empirical implications of a pecking order. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (3-4), pp. 557-578.

Westhead, P., & Cowling, M., (1998). Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, pp. 31-56.

Williamson, O. E., (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal Of Finance*, 43(3), pp. 567-591.

Williamson, O. E., (1985). The Economic Institutions of Capitalism". *New York: The Free Press.*

Wintoki, M., Linck, J., & Netter, J., (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 581-606.

Wiwattanakantang, Y., (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), pp. 371-403.

Wright, M., Hodges, R., & Keasey, K., (1996). Corporate governance in the public services: Concepts and issues. *Public Money & Management*, 16(2), pp. 7-13.

Wu, J., Xu, D., & Phan, H., (2011). The effects of ownership concentration and corporate debt on corporate divestitures in Chinese listed firms. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), pp. 95-114.

Ya-kai, Chang., & Robin K. Chou. (2014). Corporate Governance and the dynamics of capital structure: new evidence. *Journal of Banking and Finance*, 48, pp. 374-385.

Yu, H., Sopranzetti, B., & Lee, C.,(2012). Multiple banking relationships, managerial ownership concentration, and firm value: A simultaneous equation approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(3), pp. 286-297.

Zoppa, A. & McMahon, R.G.P., (2002). Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey. *The Flinders University of South Australia, School of Commerce, Research Paper Series: 02-1, Bedford Park.*