



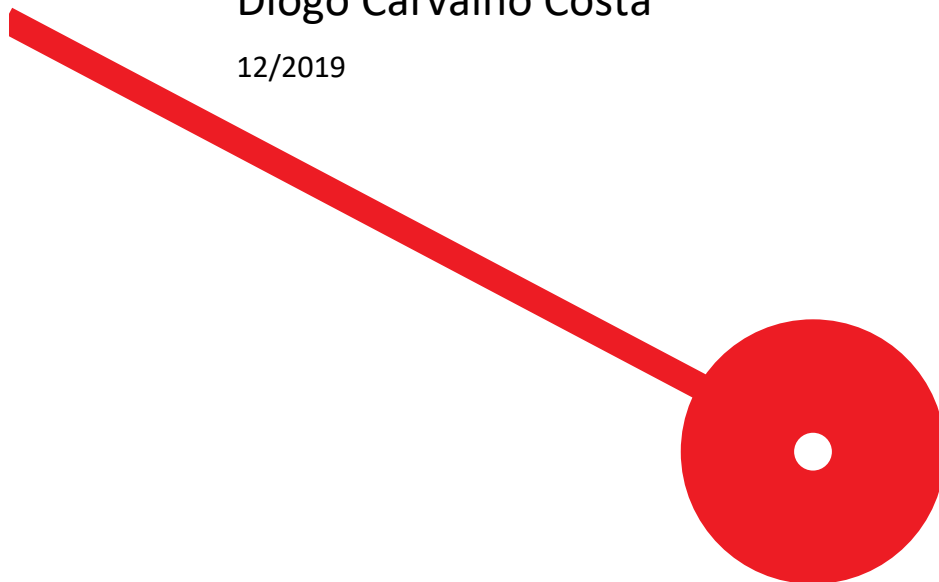
Diogo Carvalho Costa. Efeito da Estrutura de propriedade e de gestão na performance financeira das PME ibéricas
12/2019

Efeito da estrutura de propriedade e de gestão na performance financeira das PME ibéricas

Versão Final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do Júri)

Diogo Carvalho Costa

12/2019



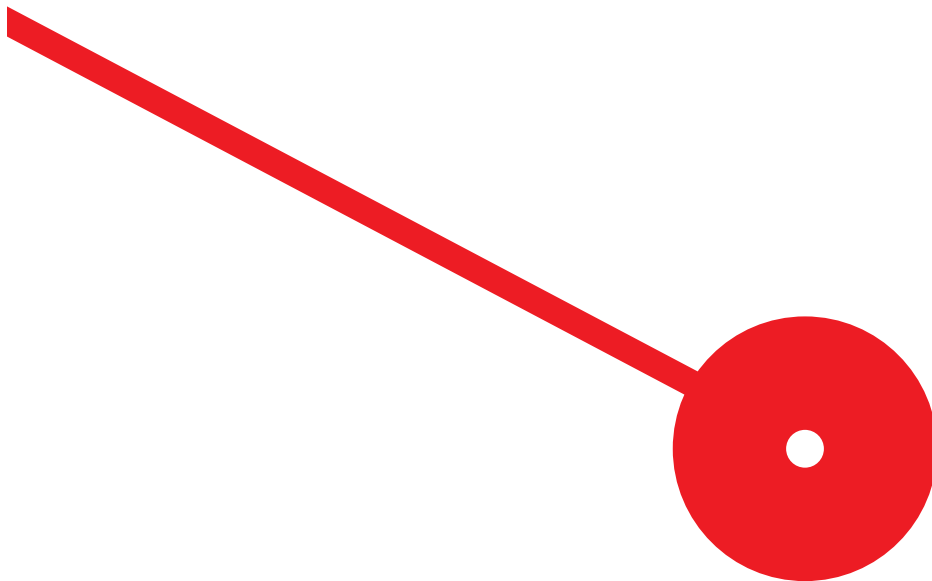


Efeito da estrutura de propriedade e de gestão na performance financeira das PME ibéricas

Diogo Carvalho Costa

Dissertação de Mestrado
apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e
Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em
Finanças Empresariais, sob orientação de Fábio Duarte e Ana Borges

Diogo Carvalho Costa. Efeito da estrutura de propriedade e de gestão na performance financeira das PME ibéricas
12/2019



Agradecimentos:

Professores Doutores Fábio Duarte e Ana Borges pela orientação e apoio até à conclusão desta dissertação.

Ao pai, mãe, irmãos e Fanny pela presença incondicional.

A todos, o meu imenso obrigada.

Resumo:

A relação entre a estrutura de propriedade e a performance financeira da empresa tem sido estudada desde Berle e Means (1932) com base em argumentos da teoria da agência que explora os conflitos que emergem de relações desalinhadas entre principal e agente e entre múltiplos principais e o seu impacto nas empresas. A evidência empírica é, no entanto, pouco consensual. No âmbito desta problemática, a literatura tem vindo a atribuir alguma relevância à dívida enquanto instrumento de mitigação de conflitos de agência internos, ainda que se reconheça o seu feito adverso sobre a gestão de conflitos de agência externos bem como sobre os custos de falência.

Neste trabalho, procuramos explorar argumentos da teoria da agência (algumas vezes dicotómicos) testando explicitamente a relevância da alavancagem sobre a performance financeira das empresas, considerando múltiplas estruturas de propriedade e de gestão, usando uma amostra de dados em painel, com cerca de 13706 Pequenas e Médias Empresas (PME) portuguesas e espanholas do setor da manufatura a operar entre 2008-2017.

Os resultados mostram que empresas detidas apenas por um único acionista/sócio apresentam melhor desempenho financeiro face às demais. Os resultados sugerem, ainda, que o exercício de funções duais por parte do proprietário está positivamente relacionado com o desempenho da empresa. Por fim, oferecemos evidências acerca de uma relação côncava entre a alavancagem e a performance financeira com magnitudes distintas para diferentes combinações entre características de propriedade e de gestão. Globalmente, estes resultados mostram-se robustos quando estudamos duas medidas de performance financeira, estimando os modelos através de dois métodos alternativos, e controlando o efeito da dimensão da empresa, tangibilidade, turbulência macroeconómica e a região.

Palavras chave: Custos de agência, Estrutura de Propriedade, Gestão, Performance financeira, Dívida, PME.

Abstract:

The relation between ownership structure and firm's financial performance has been studied since Berle and Means (1932) based on agency theory's arguments that exploit the conflicts that emerge from misaligned principal-agent relationships and between multiple principals' relationships and its impact on companies. The empirical evidence is, however, not consensual. In the context of this problem, the literature that is giving some relevance to debt as a tool to mitigate internal agency conflicts, although recognizing its adverse effect on external agency conflict management and bankruptcy costs.

In this work, we explore agency theory's arguments (sometimes dichotomous), explicitly testing the relevance of leverage on companies' financial performance, considering various ownership and management structures, using a panel data sample of approximately 13706 Portuguese and Spanish Small and Medium Sized Enterprises (SME) operating in the manufacturing sector between 2008-2017.

The results show that companies owned only by a single shareholder have better financial performance than others. The results also suggest that the exercise of dual functions by the owner is positively related to the company performance. Finally, we offer evidence of a concave relationship between leverage and financial performance with different magnitudes for different combinations between ownership and management characteristics. Overall, these results are robust when we study two measures of financial performance, estimate models using two alternative methods, and control the effect of firm size, tangibility, macroeconomic turbulence, and a region.

Key-words: Agency Costs, Ownership Structure, Management, Financial Performance, Debt, SME.

Índice geral

Capítulo - Introdução	1
Capítulo I – Revisão de Literatura	4
1 Revisão de literatura e hipóteses de investigação	5
1.1 O efeito da Estrutura da propriedade na performance financeira das empresas	5
1.1.1 Custos de Agência: Principal-Principal (P-P)	6
1.1.2 Custos de Agência: Principal-Agente (P-A)	8
1.2 A Estrutura de Capital e os Custos de Agência.....	11
Capítulo II – Dados e Variáveis	13
2 Dados e Variáveis	14
2.1 Dados.....	14
2.2 Variáveis	15
2.2.1 Variáveis Dependentes.....	15
2.2.2 Variáveis Explicativas.....	16
2.2.3 Variáveis de Controlo	17
Capítulo III – Metodologia	18
3 Metodologia	19
Capítulo IV – Resultados.....	23
4 Resultados	24
4.1 Resultados Univariados.....	24
4.1.1 Estatísticas Descritivas.....	24
4.1.2 Matriz de Correlações	27
4.2 Resultados Multivariados.....	29
4.2.1 O efeito da estrutura de proprietários no desempenho financeiro das empresas	29
4.2.2 A Estrutura de Capital e os Custos de Agência.....	33
4.2.3 Diagnóstico da Qualidade do Ajuste dos Modelos	40

Capítulo V – Conclusão	41
Referências bibliográficas	44

Índice de Figuras

Gráfico 1. (Painel A.I).....	36
Gráfico 2. (Painel A.II).....	36
Gráfico 3. (Painel B.I).....	36
Gráfico 4. (Painel B.II).....	36
Gráfico 5. (Painel A.I.1).....	38
Gráfico 6. (Painel A.I.2).....	38
Gráfico 7. (Painel A.II.1).....	38
Gráfico 8. (Painel A.II.2).....	38
Gráfico 9. (Painel B.I.1).....	39
Gráfico 10. (Painel B.I.2).....	39
Gráfico 11. (Painel B.II.1).....	39
Gráfico 12. (Painel B.II.2).....	39

Índice de Tabelas

Tabela 1. Estatísticas Descritivas	25
Tabela 2. Matriz de Correlação- Spearman (Amostra Total).....	28
Tabela 3. Modelo Base (Metodologia: Equação 1).....	31
Tabela 4. Combinação entre as Estruturas de Propriedade e de Gestão (Metodologia: Equação 2).....	32
Tabela 5. Não linearidade da Alavancagem (Metodologia: Equação 3).....	35
Tabela 6. Não linearidade da Alavancagem e as Estruturas de Propriedade e Gestão (Metodologia: Equação 4.1 e 4.2).....	37

Lista de abreviaturas

AR1- Modelo autoregressivo de ordem 1.

BPLM- Multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan.

D/E- “Debt-to-equity”.

DUAL- Empresa em que pelo menos um dos proprietários da empresa tem funções de gestão.

EA- Efeitos Aleatórios.

EF- Efeitos Fixos.

EUP- Empresa detida por um Único Proprietário.

FEAP- Programa de Assistência Financeira e Económica a Portugal.

P-A- Principal- Agente.

PERF1- Variável de performance, constituída pelo rácio entre os resultados antes dos impostos e o total de ativos.

PERF2- Variável de performance, constituída pelo rácio entre o lucro líquido e a soma dos fundos dos proprietários e do passivo não corrente.

PME- Pequenas e médias empresas.

P-P- Principal- Principal.

SME- Small and medium enterprises.

TANG- Rácio entre os ativos tangíveis e o total de ativos

CAPÍTULO - INTRODUÇÃO

A relação entre a **estrutura de propriedade e a performance financeira** da empresa tem sido estudada desde **Berle e Means** (1932). Nas últimas décadas novas abordagens de estudo sobre esta relação têm vindo a emergir tendo por base os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983) e mais recentemente por Demsetz e Villalong (2001), com base em argumentos da teoria da agência.

A literatura sobre esta teoria explora os conflitos que emergem de relações desalinhas entre principal e agente e entre múltiplos principais, bem como o seu impacto sobre a empresa por via da gestão ineficiente dos seus recursos (Galbraith, 1967; Marris, 1964). A evidência empírica acerca da relação entre dispersão/concentração de propriedade e de gestão e a performance financeira é, no entanto, pouco consensual. Ademais, a literatura tem vindo a atribuir alguma relevância à dívida (i.e., alavancagem financeira) enquanto instrumento de mitigação de conflitos de agência internos associados à autonomia de propriedade e controlo, como também à disciplina que a mesma coloca sobre a gestão, diminuindo o valor de desperdício de “*free cash flows*” da empresa (**Myers, 1977; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris & Raviv, 1991**). No entanto, o aumento da alavancagem pode implicar custos de agência externos relacionados com problemas de racionamento de crédito (“*underinvestment problem*”, Myers, 1986) e com problemas de *moral hazard* que resultam da hipótese de substituição de ativos em investimento (“*Asset substitution problem*”, Jensen e Meckling, 1976). Com base nestes argumentos, neste trabalho, testamos explicitamente a relevância da alavancagem sobre a performance financeira das empresas, considerando múltiplas estruturas de propriedade e de gestão. Com isto, implicitamente assumimos o objetivo de testar o valor da dívida enquanto instrumento de mitigação de conflitos agência, considerando empresas com diferentes exposições a custos de agência.

Usando uma amostra de dados em painel, com cerca de 13706 PME portuguesas e espanholas do setor da manufatura a operar entre 2008-2017, este trabalho oferece evidências que sugerem que, em linha com os argumentos de Paniagua et al. (2018), empresas detidas apenas por um único acionista/sócio apresentam melhor performance financeira. Os resultados sugerem ainda que o exercício de funções duais por parte do proprietário está positivamente relacionado com a performance da empresa. Estas evidências encontram suporte nos argumentos de teoria da agência explorados por Donaldson e Davis (1991) e Block et al (2011). Finalmente, oferecemos evidências acerca de uma relação

côncava entre a alavancagem e a performance financeira com magnitudes distintas para diferentes combinações entre características de propriedade e de gestão. Com o intuito de atingir os objetivos de investigação, as hipóteses formuladas são testadas controlando os efeitos de dimensão da empresa, tangibilidade, turbulência macroeconómica e a região dos países em estudo.

Este trabalho está organizado do seguinte modo: na secção 2 descreve-se a revisão de literatura e as hipóteses de investigação; na secção 3 descrevem-se os dados e as variáveis usadas; na secção 4 descreve-se a metodologia usada; na secção 5 apresentam-se os resultados e, por último; na secção 6 as conclusões e recomendações para futuras investigações.

CAPÍTULO I – REVISÃO DE LITERATURA

1 Revisão de literatura e hipóteses de investigação

1.1 O efeito da estrutura da propriedade na performance financeira das empresas

Neste trabalho abordamos a relevância da estrutura de propriedade e de gestão sobre o desempenho financeiro das empresas à luz da teoria da agência, procurando obviar o efeito da alavancagem financeira sobre a performance das PME que operam em Portugal e Espanha. A performance da empresa pode ser influenciada por conflitos de agência que surgem dentro das organizações, quer entre a gestão e a propriedade como também entre múltiplos proprietários. Segundo a teoria da agência as relações desalinhas entre os diferentes proprietários e, também, entre proprietários e gestores podem ser mitigadas por uma estrutura de capital ótima. Com efeito, neste trabalho procuramos perceber qual o *mix* de capital que, permitindo reduzir este tipo de problemas de agência, influencia positivamente a performance das empresas.

1.1.1 Custos de agência: Principal-Principal (P-P)

Desde Berle e Means (1932), a estrutura de propriedade e a sua relação com o a performance financeira das empresas tem sido objeto de estudo. A distribuição da propriedade de uma empresa, como alguns autores referem, tem implicações determinantes sobre a eficiência e desenvolvimento estratégico das empresas (Marris, 1964; Galbraith, 1967).

Alguns autores sugerem que a concentração de propriedade pode ser prejudicial para a performance financeira da empresa (Demsetz & Lehn, 1985; Bolton & Von-Thadden, 1998; Demsetz & Villalonga, 2001; Kocenda & Svejnar, 2002; Chang, 2003; Cronqvist & Nilsson, 2003; Grant & Kirchmaier, 2004; Sanchez-Ballesta & García Meca, 2007; Abdallah & Ismail, 2017). Na base desta corrente de pensamento está, entre outros, o argumento de que empresas com estruturas de propriedade concentradas apresentam maiores problemas de assimetria de informação do que empresas com propriedade dispersa (Holmström & Tirole, 1983) aumentando os conflitos de agência entre acionistas, maioritários e minoritários, influenciando negativamente a eficiência e a performance da empresa (Goergen, 2014; Abdallah & Ismail, 2017). Neste contexto, considera-se também que a dispersão da propriedade é vantajosa quando existe a possibilidade de tomar decisões de impedimento e/ou de reestruturação dos administradores (Bolton & Von-Thadden, 1998). A elevada concentração de propriedade pode dar origem a casos em que os administradores maioritários exerçam um controlo excessivo com o intuito de satisfazer as necessidades particulares à custa dos acionistas minoritários (Earle et al., 2005; Grosfeld & Hashi, 2007; Perrini et al., 2008).

Por outro lado, considera-se que uma das fontes de conflitos da agência resulta da relação entre principal-principal (P-P) em empresas com estruturas de propriedade dispersas (Young et al., 2008). A dispersão de propriedade implica uma diluição de ações por vários acionistas (Rose, 2016). Por via dessa dispersão, alguns autores sugerem que empresas com estrutura de propriedade mais dispersa apresentam um maior risco associado à discricionariedade dos acionistas que buscam satisfazer os seus interesses individuais, em detrimento dos interesses de todos os acionistas (p.e., Aguilera & Crespi-Cladera, 2015). Estes conflitos entre P-P são mais relevantes em mercados emergentes onde o sistema de proteção existente para os acionistas minoritários é mais fraco. Falhas nos sistemas de

proteção permitem a origem de outros tipos de conflitos de agência como seja a expropriação dos acionistas minoritários (hipótese de expropriação) (Shleifer & Vishny, 1997; Johnson et al., 2000) definida como a possibilidade dos acionistas majoritários poderem expropriar os acionistas minoritários com a nomeação de familiares para posições-chave da empresa (Backman, 1999) ou através da participação no desenvolvimento de estratégias que promovam benefícios pessoais, familiares ou políticos em detrimento da performance da empresa (Li & Qian, 2013; Morck et al., 2005). Nesse contexto, a dispersão do poder acionista aumenta conflitos de agência entre múltiplos proprietários (P-P) (Block et al., 2011) com efeitos potencialmente negativos sobre a performance financeira da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980; Demsetz, 1988; McConnel & Servaes, 1990; Zingales, 1995; Claessens & Djankov, 1999; Porta et al., 1999). Empiricamente, encontramos vários estudos que corroboram a existência de uma relação negativa entre dispersão de propriedade e a performance (p.e., Al-Matari et al., 2012; Evans & Dion, 2012; Naushad & Malik, 2015; Paniagua et al., 2018).

Por conseguinte, podemos esperar que empresas com apenas um proprietário estão expostas a menores custos de agência do que as empresas detidas por múltiplos proprietários (Demsetz, 1983; Machek & Kubicek, 2018) considerando, portanto, que neste contexto de concentração de propriedade máxima não existem, por definição, problemas de assimetria de informação entre P-P. Com efeito, por via da redução dos custos de agência internos é possível esperar que empresas detidas por um único acionista apresentem melhores performances (Machek & Kubicek, 2018). Formulamos, assim, as nossas primeiras hipóteses de investigação:

H1: Empresas detidas por um único proprietário apresentam **uma performance financeira** maior do que empresas com propriedade dispersa.

1.1.2 Custos de agência: Principal-Agente (P-A)

O valor da empresa pode ser afetado pela questão da separação da gestão e controle da empresa (Jensen & Meckling, 1976). A teoria dos custos de agência neste contexto baseia-se no argumento de que os interesses dos gestores não maximizam perfeitamente a função de utilidade dos acionistas. Os conflitos de agência entre principal e agente (P-A) podem ocorrer em situações em que os gestores têm incentivos para assumir riscos excessivos, levando-os a investir em projetos de forma sub-ótima em resultado da relativa limitada exposição aos riscos em que incorre e aos eventuais resultados negativos que dessas decisões possam resultar. Esse comportamento é conhecido como “*overinvestment*” associado ao problema de “*free cash flow*” documentado por Jensen (1986) e explorado por Zhang (2009): elevados *free cash flows* diminuem a pressão sobre a eficiência da gestão dos recursos da empresa (Jensen, 1986), promovendo uma cultura sobre o gestor de esforço insuficiente e de discricionariedade de tomada de decisão antepondo as suas próprias preferências em detrimento do cumprimento do objetivo de maximização do valor da empresa para os acionistas (Berger & Bonaccorsi di Patti, 2006). Neste contexto uma relação alinhada e orientada para os objetivos organizacionais por parte dos proprietários e gestores, aumenta a qualidade das estratégias e tomadas de decisões promovendo, assim, maior competitividade no mercado (Jensen & Meckling, 1976).

Acionistas e gestores estão envolvidos na execução de serviços para a empresa o que, por vezes, envolve uma delegação de autoridade do principal ao agente para determinadas tomadas de decisão. Se ambos partilharem a intenção de maximizar as suas utilidades individuais, podemos acreditar que o “agente” nem sempre terá o melhor comportamento e que atuará em conformidade com os interesses do principal, gerando determinados conflitos entre principal-agente aumentando os custos da agência na empresa (Jensen & Meckling, 1976). Estes tipos de conflitos podem aumentar com a separação entre a propriedade e controle da empresa. Com esta separação, a supervisão dos proprietários diminui e, consequentemente, os gestores sentem-se livres para alterar as estratégias de investimento, optando por investimentos mais arriscados para aumentar o seu bem-estar individual, em vez de promover a performance da empresa (Margaritis & Psillaki, 2010). Neste sentido, alguns autores argumentam que empresas com proprietários que desempenhem funções de gestão

podem ver estes problemas de agência mitigados, pelo que a concentração da gestão e do controlo oferece um efeito positivo na performance financeira da empresa (Block et al., 2011). Estes efeitos positivos na performance financeira da empresa têm origem no facto dos proprietários serem responsáveis pela criação da empresa e que, por isso, acumulam grande conhecimento de negócio (Miller & Le Breton-Miller, 2005) e se preocupam em desenvolver ações maximizadoras do seu valor económico de longo prazo: estes têm maiores incentivos para aumentar a performance da empresa, mantendo a sua reputação nos mercados e a sua posição junto dos outros proprietários (Arregle et al., 2007).

A literatura baseada na teoria de agência nas empresas familiares evidencia, no entanto, algumas desvantagens em situações em que as empresas familiares são detidas e, simultaneamente, geridas pelas mesmas pessoas (Schulze et al., 2001, 2002, 2003a, 2003b). Estes estudos sugerem que a performance financeira da empresa pode ser afetada pelos comportamentos destes indivíduos, estando relacionados com comportamentos de altruísmo parental e autocontrolo individuais, impossibilitando que estes representem da melhor maneira os interesses individuais e, simultaneamente, os da empresa, comprometendo assim o seu desempenho.

Estudando o problema do *CEO dual* alguns autores demonstram também evidências contraditórias quanto ao efeito da acumulação de funções de gestão e de propriedade sobre a performance das empresas. A *dualidade* refere-se à situação em que os cargos de Chairman e de CEO são ocupados pelo mesmo indivíduo (Pillai & Al-Malkawi, 2017). Embora a teoria da agência sugira que a dualidade promove decisões consistentes e ações benéficas para a empresa (Donaldson & Davis, 1991; Block et al., 2011), os princípios da “*stewardship theory*” (Davis et al., 1997; Mallin, 2007) sugerem que essa dualidade capacita a gestão para a tomada de decisões executivas que, sendo autónomas, podem influenciar negativamente a performance da empresa (Davis et al., 1997; Mallin, 2007), contribuindo para o caos e para uma má gestão (Dedman & Lin, 2002). Empiricamente, podemos encontrar um *mix* de resultados: por um lado existem evidências do efeito positivo da dualidade na performance da empresa (por exemplo: Peng et al., 2007, Al-Hawary, 2011; Gill & Mathur, 2011) por outro lado, alguns autores relatam uma forte relação negativa entre estas dimensões de análise (por exemplo: Pi & Timme, 1993; Brickley et. al., 1997; Kyereboah-Coleman & Biekpe, 2007; Chaghadari, 2011; Arora, 2012). Por sua vez, Pillai e Al-Malkawi (2017) reportam relações positivas e negativas para empresa cotadas em bolsa de diferentes países da Região do Golfo.

Neste estudo, pretendemos investigar o papel da separação/concentração entre a propriedade e o controlo da empresa contribuindo para clarificar o seu efeito sobre a performance das empresas. Assim, com base na literatura anterior e nas evidências contraditórias, formulamos a segunda hipótese de investigação

H2a- Empresas cujo(s) proprietário(s) assume(m) funções duais apresentam maior performance financeira que as demais.

H2b- Empresas cujo(s) proprietário(s) assume(m) funções duais apresentam menor performance financeira que as demais.

Os argumentos apresentados sugerem que diferentes estruturas da propriedade e gestão podem justificar dimensões e intensidades distintas de conflitos de agência como custos para as organizações. Alguns estudos explicam como estes conflitos influenciam as ações estratégicas das empresas (Yang & Meyer, 2018), nomeadamente, influenciando negativamente os investimentos em investigação e inovação (Morck et al., 2005; He & Wang, 2009), e na reestruturação das empresas (Claessens et al., 2002; Filatotchev et al., 2003) afetando, assim, a performance das mesmas. Alguns autores sugerem que estes conflitos de agência tendem a ser mais baixos ou raros em empresas não cotadas em bolsa com propriedade concentrada e sem separação entre propriedade e controlo (onde o proprietário desempenha também funções de gestão na empresa) (por exemplo, Al-Malkawi & Pillai, 2013; De Massi et al., 2016). Assim, ainda que, como vimos, a relação entre propriedade, gestão e performance não seja consensual, assumimos que o efeito cruzado entre estas duas dimensões de concentração de propriedade e gestão pode reduzir os custos de agência, promovendo, por isso, uma melhor performance da empresa. Formulamos, assim, a terceira hipótese de investigação:

H3- Existe uma relação positiva entre a concentração de propriedade e de gestão e a performance financeira das empresas.

1.2 A estrutura de capital e os custos de agência

A teoria do “*Free cash Flow*” advoga que os gestores de empresas com fundos superiores ao necessário para financiar projetos tendem a investir excessivamente, procurando maximizar a sua utilidade (Berger e Bonaccorsi di Patti, 2006), comprometendo a capacidade de remunerar os acionistas (D’Mello e Miranda, 2010) - este problema de agência entre P-A é designado de “*overinvestment problem*”. Alguns autores sugerem que o financiamento por via de dívida pode ajudar a desencorajar este problema, considerando que a necessidade de cumprir as obrigações do serviço de dívida impõe disciplina sobre a gestão reduzindo o desperdício de “*free cash flow*” (Myers, 1977; Grossman e Hart, 1982; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris & Raviv, 1991; Hart & Moore, 1995; Zweibel, 1996; Al-Saidi, 2010; D’Mello & Miranda, 2010; Al-Malkawi & Pillai, 2013). Portanto, podemos esperar que a dívida tenha um efeito positivo no valor das empresas (Margaritis & Psillaki, 2010) enquanto instrumento de mitigação de conflitos de agência sob a hipótese do “*free cash flow*” (Zang, 2009).

Em contrapartida, a hipótese de “*underinvestment*” sugere uma relação negativa entre (a eficiência dos) investimentos e alavancagem financeira. Esta hipótese sustenta-se no argumento de que a contração de dívida implica: i) por um lado, uma transferência dos lucros dos proprietários da empresa para os credores (Myers, 1977) e; ii) por outro, um aumento do risco da empresa pelo facto de que a sua capacidade de reembolsar a dívida contratada diminui com o aumento dos níveis de alavancagem, aumentando as dificuldades financeiras e a probabilidade de falência da empresa (Kraus & Litzenberger, 1973). Neste caso, a dívida terá um efeito negativo no valor das empresas (Margaritis & Psillaki, 2010; Yazdanfar e Öhman, 2015).

Se por um lado a contração de dívida reduz os comportamentos de risco moral dos gestores, por outro lado, o uso excessivo da dívida reduz a capacidade de novos financiamentos futuros, obrigando os proprietários e gestores a diminuir o investimento em recursos necessários para a empresa (Yazdanfar & Öhman, 2015). Implicitamente, sugere-se que a alavancagem, até determinado rácio, tem uma relação positiva com a performance financeira das empresas pelo seu efeito fiscal, mas também porque promove uma diminuição dos problemas de custos de agência internos. Por outro lado, em determinado momento, os

custos da dívida excederão os seus benefícios, incluindo o benefício da dedutibilidade de imposto. Portanto, a dado momento, o uso da dívida terá um impacto negativo na performance financeira das empresas (Myers, 1977).

Assim, como proposto por Campello (2006), assumimos que a alavancagem pode prejudicar e beneficiar a performance das empresas, formulando a quarta hipótese de investigação da seguinte forma:

H4- Existe uma relação não linear entre alavancagem e a performance financeira das empresas.

Como oportunamente referido, uma parte da literatura tem vindo a sugerir a utilização da dívida como instrumento de mitigação do “*overinvestment problem*” por via da redução dos custos de agência internos (D'Mello & Miranda, 2010). Em contrapartida, no entanto, a teoria sugere que o financiamento externo por via de dívida aumenta os custos de agência externos. Alguns autores como Berger e Udell (2006) argumentam que, com baixos níveis de alavancagem financeira, aumentos do rácio “*Debt-to-Equity*” produzirão incentivos positivos para uma gestão mais sustentável reduzindo os custos de agência do capital externo e, conseqüentemente, os custos de agência totais da empresa. Com efeito, é de esperar que o valor da dívida enquanto instrumento de mitigação de custos de agência seja menor para empresas menos expostas a conflitos de agência P-P e P-A. Nesse sentido, abaixo formulamos a seguinte hipótese de investigação:

H5- O rácio ótimo de “*Debt-to-Equity*”, em termos de performance financeira, é mais baixo para empresas detidas por um único proprietário e geridas, simultaneamente, pelo próprio.

2 Dados e Variáveis

2.1 Dados

Neste estudo utilizamos um conjunto de dados em painel (medidas repetidas ao longo do tempo) não balanceado (por não existir informação para todos os anos), com informações públicas sobre 13706 PME¹ portuguesas (6670) e espanholas (7036) a operar entre 2008 e 2017, retiradas da base de dados da Amadeus². A janela temporal analisada permite cobrir diferentes fases da crise económica e financeira internacional que afetou, entre outros, os países periféricos da Europa. As principais razões que nos levaram a selecionar esta tipologia de empresas estão relacionadas com elevada relevância das PME no contexto económico de Portugal e Espanha. Este tipo de empresas representa, em ambos os países, cerca de 99% do total de empresas, mais de 70% do emprego e ainda cerca de 60% do PIB nacional, de acordo com o estudo da Comissão Europeia (2018). Com o objetivo de realizar este estudo partindo de uma amostra homogénea de empresas, selecionamos todas as PME de Portugal e Espanha no setor da manufatura, das divisões 19 a 32 da NACE rev2, de acordo com a classificação estatística das atividades económicas na Comunidade Europeia.

¹ De acordo com as recomendações da Comissão Europeia 2003/361 / CE, uma PME é definida como uma empresa que emprega menos de 250 pessoas e que possui um volume de negócios anual que não exceda os 50 milhões ou um balanço anual que não exceda os 43 milhões de euros entre 2008-2017.

² Amadeus (Analyse Major Databases from European Sources) é um banco de dados pan-europeu que contém informações financeiras sobre mais de 24 milhões de empresas públicas e privadas.

2.2 Variáveis

2.2.1 Variáveis Dependentes

Para estudar a relação entre a estrutura proprietária e a performance financeira das empresas, usamos como variável dependente a variável *PERF1*, *proxy* da performance financeira da empresa, sendo o rácio entre os resultados antes dos impostos e o total de ativos (Blanco-Mazagatos et al., 2016). De forma a testar a robustez de nossos resultados usamos, também como medida de performance, a variável *PERF2* que traduz o retorno sobre o capital próprio líquido, sendo o rácio entre o lucro líquido e a soma dos fundos dos proprietários e do passivo não corrente (Blanco-Mazagatos et al., 2016).

De realçar que, para eliminar problemas relacionados com a existência de múltiplos *outliers* e a sua possível influência nos resultados das estimativas, eliminamos as observações com valores abaixo do primeiro percentil e a acima do último percentil das variáveis dependentes *PERF1* e *PERF2*.

2.2.2 Variáveis Explicativas

Para testar **H1**, sobre o efeito dos diferentes níveis de concentração de propriedade no desempenho financeiro das empresas, construímos a variável binária *EUP* (*Empresa detida por um Único Proprietário*): assume o valor 1 se a empresa for detida por um único proprietário e 0 no caso de empresa detida por múltiplos proprietários. Para testar **H2**, acerca do efeito da separação de propriedade e controlo sobre o desempenho financeiro das empresas, construímos a variável binária *DUAL*: assume o valor 1 se pelo menos um dos proprietários da empresa tem funções de gestão e 0 se nenhum dos gestores assume posição de propriedade sobre a empresa. Para testar **H3**, cruzamos os valores das variáveis *EUP* e *DUAL* resultando daí quatro combinações entre propriedade e gestão (*EUP* x *DUAL*): *EUP* = 0 & *DUAL* = 0; *EUP* = 0 & *DUAL* = 1; *EUP* = 1 & *DUAL* = 0; e *EUP* = 1 & *DUAL* = 1. Por fim, para testar **H4** e **H5**, usamos a variável *D/E* (Debt-to-Equity) construída através do rácio entre o passivo total das empresas e o capital próprio total (Tahat et al.,2017).

2.2.3 Variáveis de Controlo

Com o objetivo de controlar o efeito de dimensão da empresa, introduzimos a três variáveis binárias: *Micro* assume o valor 1 se a empresa for classificada como microempresa, 0 se noutro caso; *Pequena* assume o valor 1 se a empresa for classificada como pequena empresa, 0 se noutro caso; *Média* assume o valor 1 se a empresa for classificada como média empresa, 0 se noutro caso. Introduzimos ainda a variável *TANG* que é o rácio entre os ativos tangíveis e o total de ativos (La Rocca et al. 2018), de forma a controlar o efeito da tangibilidade no valor da empresa (Fosu et al., 2016). Tendo em conta o período de análise da nossa amostra, criamos três variáveis binárias para controlar diferentes fases de turbulência macroeconómica³: *Crise internacional* assume o valor 1 se durante a crise financeira internacional (ou seja, $2008 \leq \text{ano} < 2011$), 0 se noutro período; *FEAP* assume o valor 1 se durante o período de aplicação do Programa de Assistência Económico Financeiro (PAEF) a Portugal (ou seja, $2011 \leq \text{ano} < 2015$), 0 se noutro período; *Pós-Troika* assume o valor 1 se pós Programa de Assistência Económico Financeiro desenvolvido pela tríade Comissão Europeia, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional (ou seja, ano > 2014), 0 se noutro período. Por fim, introduzimos 25 variáveis binárias de controlo para identificar a influência idiossincrática das diferentes regiões portuguesas e espanholas na performance financeira das PME.

³ Estas variáveis são maioritariamente expressas em função dos eventos macroeconómicos adversos registados sobre a economia e sector bancário Português. No entanto, importa lembrar que também a economia Espanhola atravessou ciclos de turbulência sensivelmente semelhantes aos registados em Portugal, ainda que com fragilidades menores no sector da banca (Lusa, 2018).

3 Metodologia

No caso específico deste estudo, utilizamos a metodologia de dados em painel que permite analisar as medidas repetidas das variáveis dependentes (PERF1 e PERF2) para cada empresa ao longo do período de amostra, entre os anos de 2008 a 2017, e assim, estudar simultaneamente o aspeto transversal (a variação entre empresas) e a dinâmica temporal (variação ao longo do tempo dentro das empresas) (Gujarati, 2009).

A opção por esta metodologia de dados em painel, deve-se ao facto dos modelos usuais de regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários não contemplar, especificamente, este tipo de estrutura de erros. Assim, inicialmente testamos a eficácia de duas extensões do modelo de regressão linear multivariado clássico, frequentemente estimadas nesta metodologia: o modelo de efeitos fixos (EF) e o modelo de efeitos aleatórios (EA). O modelo de efeitos fixos, permite que a interceção do modelo de regressão (a ordenada na origem) tome valores diferentes para cada empresa, devido ao facto de existir a possibilidade de que cada empresa apresente características individuais específicas. Este modelo é apropriado em situações em que a interceção, específica de cada empresa, pode estar correlacionada com uma ou mais variáveis independentes (Gujarati, 2009). No modelo de efeitos aleatórios, supõe-se que a interceção de uma única empresa seja um acontecimento aleatório, de uma população muito maior e com um valor médio constante. Cada interceção é, então, expressa com um desvio do valor médio constante. Este modelo é apropriado em casos em que a interceção (aleatória) de cada empresa não está correlacionada com variáveis independentes (Gujarati, 2009).

No nosso caso, a escolha entre EF e EA foi baseada na necessidade de estimar explicitamente os coeficientes de variáveis invariáveis no tempo⁴. Ainda assim, do ponto de vista formal, realizamos o teste de Hausman (1978), com a hipótese nula dos estimadores de ambos os modelos não serem substancialmente diferentes. Uma vez rejeitada a hipótese nula, concluímos que modelo de efeitos aleatórios é o modelo mais apropriado.

Assim, para testar o efeito das variáveis independentes na performance financeira, denotado por Y_{it} , usamos o modelo EA, com a intenção de estimar explicitamente o efeito das covariáveis *EUP* e *DUAL* invariáveis no tempo.

⁴ No EF, os coeficientes das variáveis invariáveis no tempo não são estimados.

Para explorar as relações individuais entre as variáveis independente (*EUP*), (*DUAL*) e a variável dependente para a *i*-ésima empresa num momento *j*, testando **H1** e **H2**, construímos o seguinte modelo base:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 EUP_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \phi_1 Micro_i + \phi_2 Pequena_i + \phi_3 Média_i + \phi_4 Crise Internacional_{it} + \phi_5 PAEF_{it} + \phi_6 Pós-Troika_{it} + d_j R_j + U_i + \varepsilon_{it}, \text{ (eq.1)}$$

Para examinar os efeitos cruzados das variáveis *EUP* e *DUAL* na performance financeira da empresa, testando **H3**, definimos:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (EUP \times DUAL)_{it} + \beta_2 D/E_{it} + \phi_1 Micro_i + \phi_2 Pequena_i + \phi_3 Média_i + \phi_4 Crise Internacional_{it} + \phi_5 PAEF_{it} + \phi_6 Pós-Troika_{it} + d_j R_j + U_i + \varepsilon_{it}, \text{ (eq.2)}$$

Para verificar a possibilidade de uma relação não linear entre alavancagem e performance financeira (**H4**), testamos uma relação não linear entre *D/E* e a performance da empresa, incluindo o termo quadrático (*D/E*)², como segue:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 EUP_{it} + \beta_2 DUAL_{it} + \beta_3 D/E_{it} + \beta_3 (D/E)_{it}^2 + \phi_1 Micro_i + \phi_2 Pequena_i + \phi_3 Média_i + \phi_4 Crise Internacional_{it} + \phi_5 PAEF_{it} + \phi_6 Pós-Troika_{it} + d_j R_j + U_i + \varepsilon_{it}, \text{ (eq.3)}$$

Para aferir as diferenças de valor da alavancagem em termos de performance financeira em função das características de propriedade e de gestão (**H5**) testamos a relação não linear descrita na equação 3, para dois grupos de empresas, da seguinte forma:

$$Y_{it} | (EUP \times DUAL = 0)^5 = \beta_0 + \beta_1 D/E_{it} + \beta_2 (D/E)_{it}^2 + \phi_1 Micro_i + \phi_2 Pequena_i + \phi_3 Média_i + \phi_4 Crise Internacional_{it} + \phi_5 PAEF_{it} + \phi_6 Pós-Troika_{it} + d_j R_j + U_i + \varepsilon_{it}, \text{ (eq.4.1)}$$

$$Y_{it} | (EUP \times DUAL = 1)^6 = \beta_0 + \beta_1 D/E_{it} + \beta_2 (D/E)_{it}^2 + \phi_1 Micro_i + \phi_2 Pequena_i + \phi_3 Média_i + \phi_4 Crise Internacional_{it} + \phi_5 PAEF_{it} + \phi_6 Pós-Troika_{it} + d_j R_j + U_i + \varepsilon_{it}, \text{ (eq.4.2)}$$

Onde:

ϕ_m 's são os conjuntos de coeficientes das variáveis para efeitos de controlo a serem estimados; R_j , representa as variável categórica da REGIÃO com o objetivo de controlar a influência idiossincrática da localização geográfica na performance financeira e os

⁵ *EUP* x *DUAL* = 0 quando *EUP*=0 & *DUAL*=0 ou *EUP*=0 & *DUAL*=1 ou *EUP*=1 & *DUAL*=0

⁶ *EUP* x *DUAL* = 1 quando *EUP*=1 & *DUAL*=1

respetivos coeficientes a serem estimados com $j = 1, \dots, 25$ (onde 1 a 7 representam regiões de Portugal e 8 a 25, regiões de Espanha); U_i representa os efeitos individuais latentes, que são assumidos como independentes e distribuídos de forma idêntica com $U_i \sim N(0; \sigma^2)$, e ε_{it} são N i.i.d. realizações de $N(0; \tau^2)$, representando os erros de medição (variabilidade não especificada); $i = 1, \dots, 517$ ou 789 e $t = 2008, \dots, 2017$. O conjunto dos efeitos específicos de cada empresa U_i controla todas as variações transversais (entre empresas) Y_{it} .

Com o intuito de testar a possibilidade dos efeitos individuais que não são observados serem relevantes para a explicação da variável dependente (por exemplo, se o EA é de fato necessário em detrimento do modelo OLS), realizamos o teste do multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan (1980) (BPLM). Este teste examina se a componente da variação específica individual é zero, $H_0: \sigma^2 = 0$ versus $H_0: \sigma^2 \neq 0$, através de um teste estatístico com uma distribuição qui-quadrado com um grau de liberdade.

Como teste de robustez do modelo, realizamos um teste de correlação serial de Breush-Godfrey e Wooldridge (2002), com a hipótese nula de homoscedasticidade e sem correlação em série de ordem 1 dos erros idiossincráticos. Verificamos que para todos os modelos ajustados, as hipóteses nulas foram rejeitadas de forma significativa ao nível de 1%, assim incorporamos na estrutura de correlação do modelo uma componente serial autorregressiva de ordem 1 (ou seja, no termo de erro ε_{it}). Clarificando, uma correlação em série entre observações no mesmo grupo de empresas, modela a dependência entre os erros dentro do grupo. A estrutura geral de correlação dentro do grupo pode ser expressa como:

$$\text{cor}(\mathcal{E}_{it}, \mathcal{E}_{it'}) = h[d(p_{it}, p_{it'}), \rho]$$

onde, ρ é um vetor de parâmetros de correlação e $h(\cdot)$ é a função de correlação, contínua em ρ , tal que para dois vetores de posições idênticas $p_{it} = p_{it'}$ temos uma correlação de 1. O modelo autoregressivo de ordem 1, AR (1), expressa a observação atual como uma função linear da observação anterior como:

$$\mathcal{E}_t = \varphi \cdot \mathcal{E}_{t-1} + a_t$$

onde a_t é um termo de ruído homoscedástico, centrado em 0 e assumido independente das observações anteriores. Em termos práticos, o coeficiente φ descreve a dependência entre a performance financeira da empresa no ano t e o ano anterior ($t - 1$).

Reportamos, também, a média da medida de θ , um peso para a variação entre grupos (entre empresas), que deriva das variâncias de U_i (σ^2) e ε_{it} (τ^2) da seguinte forma:

$$\theta_i = 1 - \frac{\tau^2}{(T_i\sigma^2 + \tau^2)^{1/2}}$$

Na prática, interpreta-se θ como o efeito que restaria se a variância do erro idiossincrático (τ^2) fosse zero, sendo que o único efeito seria do efeito U_i , a variabilidade entre empresas. Se θ tender para 0 significa que grande parte da variação da componente de erro é composta de variação idiossincrática aleatória ε_{it} , sem nenhuma variação unitária.

4 Resultados

4.1 Resultados Univariados

4.1.1 Estatísticas Descritivas

A **Tabela 1** reporta as estatísticas descritivas das variáveis analisadas no nosso estudo, pertencentes à amostra que totaliza 65 206 observações⁷. As empresas que compõem a amostra apresentam, em média, uma performance positiva: PERF1: 3,013%; PERF2: 8,859. A nossa amostra é composta por 36,9% de empresas com apenas um proprietário (i.e., $EUP=1$). As empresas com gestão dual (i.e., $DUAL=1$) representam de 70,8% do total de empresas da nossa amostra. As empresas com um único proprietário que assume simultaneamente funções de gestão (i.e., $EUP = 1 \& DUAL = 1$) representam 30,8% das empresas da nossa amostra, sendo que o principal tipo de estrutura representado no nosso estudo é o de empresas que são detidas por múltiplos proprietários e em que, simultaneamente, um ou mais destes participam na gestão da empresa (i.e., $EUP = 0$ e $DUAL=1$: 58,3% da amostra). As empresas em que os proprietários não desempenham funções de gestão representam cerca 10% da nossa amostra (i.e., $EUP=0$ e $DUAL=0$: 4,9% e $EUP=1$ e $DUAL=0$: 5,9%). Na nossa amostra as empresas apresentam um rácio médio de D/E (i.e., *Debt-to-Equity*) de 4,221 e os Ativos fixos tangíveis ($TANG$) são em média 29,9% do total dos ativos da empresa. Quanto à dimensão das empresas da nossa amostra, verificamos que 70,84% é composta por microempresas, 28,89% por pequenas empresas e cerca de 0,27% em médias empresas. Por último, a maioria da nossa informação (49,1%) refere-se ao intervalo de tempo de 2011 a 2014, ou seja, durante o período de aplicação do Programa de Assistência Económico Financeiro (PAEF). Os valores médios de informação para os anos pós Troika e durante a crise financeira internacional são, respetivamente, 21,8% e 29,1%. As empresas portuguesas representam cerca de 50,1% da informação da nossa amostra em que (24,1% da informação são de empresas da região norte de Portugal). Por sua vez, as empresas espanholas compõem 49,9% da informação da nossa amostras(onde a Catalunha é a região espanhola com mais representatividade da mesma: 10,7% da amostra)

⁷ Amostra sem outliers

Tabela 1. Estatísticas Descritivas

Variáveis	Definição	Medida	Obs.	Média	Desv. Padrão	Min	Max
<i>Dependentes</i>							
PERF1	Rácio entre os resultados antes dos impostos e o total de ativos	%	65 206	3,013	10,401	-69,643	49,785
PERF2	Rácio entre o lucro líquido e a soma dos fundos dos proprietários e do passivo não corrente	decimal	65 206	8,859	24,508	-	164,100
<i>Independentes</i>							
<i>Proprietários e Gestores</i>							
EUP	1 se EUP; 0 se EMP	binária	39 747	0,369	0,483	0	1
DUAL	1 se pelo menos um dos proprietários tem funções de gestão, 0 se noutro caso	binária	64 799	0,708	0,455	0	1
EUPxDUAL	Combinação entre as variáveis EUP e DUAL						
EUP=0 & DUAL=0 (controlo)	1 se a empresa tem múltiplos proprietários e pelo menos um deles não tem funções na gestão, 0 se noutro caso	combinação	39 613	0,049	0,216	0	1
EUP=0 & DUAL=1	1 se a empresa tem múltiplos proprietários e um deles tem funções na gestão, 0 se noutro caso	combinação	39 613	0,583	0,493	0	1
EUP=1 & DUAL=0	1 se a empresa tem apenas um proprietário e que não tem funções na gestão, 0 se noutro caso	combinação	39 613	0,059	0,236	0	1
EUP=1 & DUAL=1	1 se a empresa tem apenas um proprietário e que tem funções na gestão, 0 se noutro caso	combinação	39 613	0,308	0,462	0	1
<i>Alavancagem Financeira</i>							
D/E	Rácio entre a dívida e os capitais próprios da empresa	decimal	65 206	4,221	8,535	-37,500	74,500
<i>Controlo</i>							
Dimensão							
Micro	1 se a empresa tiver < 10 trabalhadores, ≤ 2 milhões de euros vol. de negócios ou ≤ 2 milhões de euros balanço total, 0 se noutro caso	binária	63 907	0,708	0,455	0	1
Pequena	1 se a empresa tiver < 50 trabalhadores, ≤ 10 milhões de euros vol. de negócios ou ≤ 10 milhões de euros balanço total, 0 se noutro caso	binária	63 907	0,289	0,453	0	1
Média	1 se a empresa tiver <250 trabalhadores e ≤ 50 milhões de euros vol. de negócios ou ≤ 43 milhões de euros de balanço total, 0 se noutro caso	binária	63 907	0,003	0,052	0	1
Tang	Rácio entre os Ativos fixos tangíveis (AFT) e Total dos ativos (TA)	milhares €	64 698	0,299	0,222	0	1
Turbulência Macro							
Pós-Troika (controlo)	1 se no período pós Troika (ano > 2014), 0 se noutro período	binária	65 206	0,218	0,413	0	1
Crise internacional	1 se durante a crise financeira internacional (2008 ≤ ano <2011), 0 se noutro período	binária	65 206	0,291	0,454	0	1
PAEF	1 se durante o período de aplicação do Programa de Assistência Económico Financeiro (FEAP) a Portugal (2011 ≤ ano <2015), 0 se noutro período	binária	65 206	0,491	0,500	0	1

Tabela 1. Estatísticas Descritivas (Cont.)

Variáveis	Definição	Medida	Obs.	Média	Desv. Padrão	Min	Max
Controlo							
Região							
1-Norte (Portugal)	1 se Região Norte de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,241	0,428	0	1
2-Centro (Portugal)	1 se Região Centro de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,164	0,370	0	1
3-Lisboa (Portugal)	1 se Região da Grande Lisboa de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,064	0,245	0	1
4- Açores (Portugal)	1 se Região Autónoma dos Açores de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,004	0,064	0	1
5- Madeira (Portugal)	1 se Região Autónoma da Madeira de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,004	0,064	0	1
6- Alentejo (Portugal)	1 se Região Alentejo de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,016	0,124	0	1
7- Algarve (Portugal)	1 se Região do Algarve de Portugal, 0 se outra região	binária	65 206	0,008	0,089	0	1
8- Andalucía (Espanha)	1 se Região de Andalucía de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,055	0,228	0	1
9- Catalunya (Espanha)	1 se Região da Cataluña de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,107	0,309	0	1
10- Comunidad Valenciana (Espanha)	1 se Região Valenciana de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,071	0,257	0	1
11-Madrid (Espanha)	1 se Região Madrilena de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,041	0,198	0	1
12- País Vasco (Espanha)	1 se Região do País Vasco de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,043	0,203	0	1
13- Castilla la Mancha (Espanha)	1 se Região de Castilla e La Mancha de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,028	0,166	0	1
14- Asturais (Espanha)	1 se Região das Asturias de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,010	0,099	0	1
15- Cantabria (Espanha)	1 se Região Cantabria de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,006	0,076	0	1
16- Castilla y Leon (Espanha)	1 se Região de Castilha e Leon de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,025	0,156	0	1
17- Galicia (Espanha)	1 se Região da Galicia de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,028	0,164	0	1
18- Islas Baleares (Espanha)	1 se Região das Ilhas Baleares de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,007	0,083	0	1
19- Extremadura (Espanha)	1 se Região de Extremadura de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,008	0,090	0	1
20- Canary Isles (Espanha)	1 se Região das Ilhas Canárias de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,008	0,090	0	1
21- Murcia (Espanha)	1 se Região de Murcia de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,019	0,137	0	1
22- Aragon (Espanha)	1 se Região de Aragão de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,023	0,151	0	1
23- Navarra (Espanha)	1 se Região de Navarra de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,013	0,114	0	1
24- La Rioja (Espanha)	1 se Região de La Rioja de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,006	0,075	0	1
25- Ceuta (Espanha)	1 se Região de Ceuta de Espanha, 0 se outra região	binária	65 206	0,000	0,012	0	1

4.1.2 Matriz de Correlações

Na **Tabela 2** apresentamos os resultados da matriz de correlação, onde são apresentados os valores dos coeficientes de correlação de Spearman⁸ das variáveis dependentes, independentes e de controle consideradas neste estudo. No caso em que os valores dos coeficientes de correlação entre variáveis independentes forem maiores que 50%, enfrentamos problemas de colinearidade. Um efeito de multicolinearidade entre as variáveis dificulta a obtenção de estimativas de regressão com um desvio padrão pequeno e, assim, os estimadores poderão ser obtidos com grandes variações e covariâncias enviesando, assim, as estimativas obtidas (Gujarati, 2009). Podendo, portanto, influenciar a análise dos coeficientes, apresentando valores sem significado estatístico, mesmo quando há uma relação significativa entre a variável independente e a variável dependente. Este efeito que ocorre quando variáveis independentes, no modelo, estão fortemente relacionadas entre si e, portanto, ambas explicam o mesmo efeito. Na nossa matriz, nenhum dos coeficientes apresenta valores superiores ao valor de referência indicado (exceto entre variáveis de interação e as respectivas variáveis mães e variáveis binárias que compõem a matriz de observações de grupos de controle - Dimensão e Crise), assim, podemos afirmar que não há evidências de forte relação linear entre as nossas variáveis independentes, descartando a possibilidade de problemas de multicolinearidade

⁸ Uma vez que a normalidade das variáveis foi rejeitada.

Tabela 2. Matriz de Correlação- Spearman (Amostra Total)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Dependentes																	
	PERF1	1															
	PERF2	0,872***	1														
Independentes																	
Propriedade e Gestão																	
	EUP	0,073***	0,116***	1													
	DUAL	-0,002	-0,002	-0,129***	1												
EUPxDUAL																	
	EUP=0 & DUAL=0	-0,028***	-0,022***	-0,173***	-0,653***	1											
	EUP=0 & DUAL=1	-0,060***	-0,104***	-0,902***	0,413***	-0,269***	1										
	EUP=1 & DUAL=0	-0,022***	-0,009*	0,329***	-0,719***	-0,057***	-0,297***	1									
	EUP=1 & DUAL=1	0,088***	0,088***	0,876***	0,233***	-0,152***	-0,790***	-0,167***	1,000								
Alavancagem																	
	D/E	-0,139***	-0,011**	0,028***	-0,063***	0,010*	-0,032***	0,000	0,029***	1,000							
Controlo																	
Dimensão																	
	Micro	0,037***	0,024***	0,135***	-0,126***	-0,046***	-0,111***	-0,033***	0,156***	0,056***	1						
	Pequena	-0,035***	-0,023***	-0,133***	0,126***	0,045***	0,110***	0,030***	-0,154***	-0,056***	-0,993***	1					
	Média	-0,019***	-0,013**	-0,013***	-0,001	0,012**	0,007	0,028***	-0,028***	0,000	-0,081***	-0,033***	1				
Tang																	
	Crise	-0,097***	-0,131***	-0,002	-0,041***	0,008*	-0,001	-0,008	0,001	0,028***	-0,050***	0,048***	0,016***	1			
	Pós-Troika (controlo)	0,167***	0,120***	0,123***	-0,098***	0,004	-0,122***	0,036***	0,110***	-0,037***	0,053***	-0,050***	-0,022***	-0,057***	1		
	Crise internacional	-0,045***	-0,002	-0,086***	0,057***	0,002	0,083***	-0,021***	-0,079***	0,054***	-0,076***	0,074***	0,024***	0,069***	-0,518***	1	
	PAEF	-0,143***	-0,131***	-0,056***	0,056***	-0,006	0,057***	-0,019***	-0,048***	-0,009**	0,011***	-0,012***	0,002	0,000	-0,629***	-0,338***	1

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

4.2 Resultados Multivariados

Os resultados obtidos das estimações resultantes dos modelos parametrizados pelas equações (1), (2), (3) e (4) são reportados, respetivamente, nas Tabelas 3, 4, 5 e 6. O Painel A reporta os resultados para os efeitos aleatórios (A.I. – para a variável dependente *PERF1*; A.II – para a variável dependente *PERF2*). O Painel B reporta os resultados dos efeitos aleatórios com estrutura de correlação AR1 (B.I. – para a variável dependente *PERF1*; B.II – para a variável dependente *PERF2*).

4.2.1 O efeito da estrutura de proprietários no desempenho financeiro das empresas

A **Tabela 3** reporta o nosso modelo base de teste às **H1** e **H2**. Os resultados revelam uma relação positiva entre a variável independente, *EUP* e a performance, para os dois modelos apresentados. Este resultado sugere que a propriedade individual tem um impacto positivo na performance financeira, confirmando **H1**. Em linha com os argumentos de Paniagua et al. (2018), estes resultados sugerem que empresas detidas apenas por um único acionista/sócio estão menos expostas a custos de agência internos o que contribui para uma melhor performance financeira. Os resultados mostram ainda uma relação positiva entre a variável independente *DUAL* e a performance, para os dois modelos apresentados. Assim, estas evidências sugerem que as empresas cujos proprietários (ou pelo menos um deles) desempenham simultaneamente funções de gestão apresentam melhores performances financeiras, confirmando a nossa **H2a** e rejeitando a **H2b**. Por conseguinte, estes resultados parecem sustentar o argumento de Fleming et al. (2005) de que as empresas sem separação entre controlo e propriedade apresentam custos de agência menores do que as demais empresas. Pela análise dos coeficientes das variáveis *EUP* e *DUAL* podemos, ainda, concluir que a dualidade tem uma influência maior sobre a performance da empresa do que a estrutura de propriedade. Verificamos que existe uma relação negativa entre a alavancagem e a nossa primeira medida de performance, e uma relação positiva com nossa segunda medida de performance. Adiante, estudamos estes resultados aparentemente contraditórios. Os resultados não revelam qualquer relação estatisticamente significativa entre dimensão e as medidas de performance. A tangibilidade tem um efeito negativo no desempenho financeiro. Por fim, verificamos a turbulência macroeconómica afeta negativamente a performance das

empresas e que esse impacto é tanto maior quanto mais adverso for o contexto macroeconómico.

A **Tabela 4** reporta os resultados das estimativas do modelo eq.2 de teste à **H3**. Genericamente, os resultados sugerem que as funções duais do proprietário estão positivamente relacionadas com o desempenho da empresa (i.e., EUP=0 & DUAL=1 e EUP=1 & DUAL=1) corroborando os resultados anteriormente obtidos pelas estimações da equação 1, em linha com **H2a**. Existem ainda evidências estatisticamente significativas sobre uma relação positiva e entre as empresas detidas por um único proprietário com funções de gestão (i.e., EUP=1 & DUAL=1) e a performance financeira da empresa, confirmando **H3**. Esta relação entre dualidade e desempenho é, no entanto, menos forte no caso de empresas com dispersão de propriedade. Verificamos, ainda, que não existe qualquer relação estatisticamente significativa entre a concentração e o desempenho no caso de empresas cujo único proprietário não assuma funções de gestão. Assim, as estimações reportadas nas tabelas 3 e 4, parecem sugerir que os custos de agência P-A têm maior influência sobre a performance financeira do que os custos de agência P-P, pelo que a dualidade parece ser mais relevante do que a concentração de propriedade num único acionista. As estimações reportadas nesta tabela confirmam ainda os resultados obtidos anteriormente quanto aos efeitos da alavancagem (D/E) e das variáveis de controlo sobre a performance das empresas.

Tabela 3. Modelo base (Metodologia: **Equação 1**)

Variável dependente	Painel A		Painel B		
	Efeitos Aleatórios		Efeitos Aleatórios com a estrutura de correlação AR1		
	A.I <i>PERF1</i>	A.II <i>PERF2</i>	B.I <i>PERF1</i>	B.II <i>PERF2</i>	
<i>Variáveis Independentes</i>					
<i>Proprietários e Gestão</i>					
EUP	1,549*** (0,177)	3,372*** (0,394)	1,487*** (0,178)	3,230*** (0,389)	
DUAL	1,647*** (0,270)	3,782*** (0,602)	1,620*** (0,272)	3,725*** (0,594)	
<i>Alavancagem Financeira</i>					
D/E	-0,032*** (0,007)	0,159*** (0,015)	-0,032*** (0,007)	0,162*** (0,016)	
<i>Controlo</i>					
Dimensão					
	Micro	-0,064 (0,140)	-0,339 (0,323)	-0,019 (0,146)	-0,316 (0,331)
	Média	-0,554 (1,050)	-0,321 (2,440)	-1,002 (1,069)	-1,561 (2,477)
Tang		-6,425*** (0,311)	-14,905*** (0,710)	-6,470*** (0,325)	-14,799*** (0,729)
Crise					
	Crise internacional	-1,162*** (0,120)	0,446 (0,283)	-1,264*** (0,120)	-0,185 (0,332)
	PAEF	-2,697*** (0,106)	-3,945*** (0,251)	-2,547*** (0,123)	-3,805*** (0,290)
Região		Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Constante		4,577*** (0,323)	8,965*** (0,723)	4,560*** (0,328)	9,075*** (0,722)
Observações		38799	38799	38799	38799
Número de Empresas		8125	8125	8125	8125
$\hat{\theta}$ médio		0,470	0,436		
Teste BPLM		3957,7***	1986,8***		
Estatística-F		50,297***	45,151***		
$\hat{\varphi}$				0,326	0,307***

Erros padrão em parênteses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tabela 4. Combinação entre as estruturas de propriedade e de gestão (Metodologia: **Equação 2**)

Variável dependente	Painel A		Painel B		
	Efeitos Aleatórios		Efeitos Aleatórios com a estrutura de correlação ARI		
	A.I <i>PERF1</i>	A.II <i>PERF2</i>	B.I <i>PERF1</i>	B.II <i>PERF2</i>	
<i>Variáveis Independentes</i>					
<i>Proprietários e Gestão</i>					
EUPxDUAL					
	EUP=0 & DUAL=1	0,826* (0,397)	1,771* (0,882)	0,822* (0,399)	1,852** (0,865)
	EUP=1 & DUAL=0	0,258 (0,491)	0,191 (1,094)	0,221 (0,495)	0,238 (1,079)
	EUP=1 & DUAL=1	2,558*** (0,397)	5,593*** (0,885)	2,486*** (0,400)	5,504*** (0,869)
<i>Alavancagem Financeira</i>					
D/E		-0,032*** (0,007)	0,159*** (0,015)	-0,032*** (0,007)	0,162*** (0,016)
<i>Controlo</i>					
Dimensão					
	Micro	-0,077 (0,141)	-0,374 (0,323)	-0,032 (0,146)	-0,351 (0,331)
	Média	-0,533 (1,050)	-0,265 (2,439)	-0,982 (1,069)	-1,506 (2,477)
Tang		-6,428*** (0,311)	-14,912*** (0,710)	-6,472*** (0,325)	-14,805*** (0,728)
Crise					
	Crise internacional	-1,158*** (0,120)	0,456 (0,283)	-1,260*** (0,142)	-0,172 (0,332)
	PAEF	-2,693*** (0,106)	-3,937*** (0,251)	-2,544*** (0,123)	-3,796*** (0,290)
Região		Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Constante		5,346*** (0,422)	10,851*** (0,943)	5,309*** (0,427)	10,834*** (0,943)
Observações		38799	38799	38799	38799
Número de Empresas		8125	8125	8125	8125
$\hat{\theta}$ médio		0,470	0,435		
Teste BPLM		3950,5***	1980,8***		
Estatística-F		49,023***	44,089 ***		
$\hat{\phi}$				0,326***	0,306***
Erros padrão em parênteses					
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1					

4.2.2 A estrutura de capital e os custos de agência

A **Tabela 5** reporta os resultados das estimações do modelo eq.3 de teste à **H4**. As estimações sugerem a existência de uma relação côncava entre a alavancagem e o desempenho financeiro, confirmando **H4** que formula a existência de uma relação não linear em ambas as dimensões de análise.

Estes resultados sugerem, portanto, que o impacto do crescimento alavancagem financeira sobre a performance financeira das empresas é positivo até determinado rácio de dívida (“*ponto ótimo*”) a partir do qual um incremento na alavancagem passa a influenciar negativamente a performance da empresa. Para uma análise gráfica destes resultados ver o **Gráficos 1 a 4**, onde as estimações confirmam, genericamente, os resultados obtidos anteriormente quanto aos efeitos da concentração de propriedade (*EUP*), da dualidade (*DUAL*) e das variáveis de controlo sobre o desempenho das empresas.

A **Tabela 6** reporta os resultados das estimações dos modelos equacionados em eq.4.1 e eq.4.2 de teste à **H5**. As estimações confirmam a relação não linear entre a alavancagem e a performance, como explorado na análise de resultados reportados na Tabela 5, em linha com a **H4**. Para obviar análise de resultados das estimações reportadas nesta tabela, reportamos a respetiva análise gráfica nos **Gráficos 5 a 12**. Através da análise gráfica confirmamos que o ponto ótimo de performance financeira medido pela *PERF1* é atingido com rácios D/E maiores para empresas mais expostas a conflitos de agência internos, em linha com **H5**. Os resultados, através da análise das tabelas e Gráfica (Graf.7 *versus* Gráf.8; Graf.11 *versus* Gráf.12), são, no entanto, aparentemente contraditórios quando medimos a performance financeira através da *PERF2*. Para desmontar este puzzle é importante lembrar que *PERF2*, pela forma como é medida, capta em si mesma o efeito da economia fiscal da dívida, ao contrário do que acontece com a *PERF1* cujo rácio parte dos resultados antes de imposto. Assim, no *trade-off* que se estabelece entre valor da economia fiscal e o valor dos custos de falência e de agência como proposto por Kraus & Litzenberger (1973) é na verdade apenas (parcialmente) captado pela variável *PERF2* e não pela variável *PERF1*. Com efeito, medindo esse *trade-off* (pela variável *PERF2*) é razoável esperar que o valor da economia fiscal pese mais do que os custos de agência e falência a balancear no caso de empresas com menor exposição aos custos de agência captada na subamostra $EUP \times DUAL = 1$. Se assim for, benefício marginal da dívida aumentará para este tipo de

empresas. Em linha com este argumento, a análise gráfica permite-nos verificar que o ponto ótimo de D/E que determina a melhor performance é globalmente maior quando medimos a performance considerando o efeito fiscal da dívida, ou seja, quando usamos a *PERF2* como *proxy* da performance (em comparação com a *PERF1*).

Por fim, esta análise permite-nos ainda observar que a performance máxima das empresas detidas por um único proprietário com funções duais é globalmente superior à das demais empresas, em linha com os resultados anteriormente obtidos.

Tabela 5. Não linearidade da Alavancagem (Metodologia: **Equação 3**)

		Painel A		Painel B	
		Efeitos Aleatórios		Efeitos Aleatórios com a estrutura de correlação AR1	
		A.I	A.II	B.I	B.II
Variável dependente		<i>PERF1</i>	<i>PERF2</i>	<i>PERF1</i>	<i>PERF2</i>
-					
<i>Variáveis Independentes</i>					
<i>Proprietários e Gestão</i>					
EUP		1,565*** (0,176)	3,405*** (0,391)	1,503*** (0,176)	3,262*** (0,385)
DUAL		1,635*** (0,269)	3,749*** (0,596)	1,604*** (0,270)	3,683*** (0,587)
<i>Alavancagem Financeira</i>					
D/E		0,080*** (0,009)	0,441*** (0,002)	0,083*** (0,009)	0,454*** (0,022)
(D/E) ²		-0,004*** (0,000)	-0,010*** (0,001)	-0,004*** (0,000)	-0,010*** (0,001)
<i>Controlo</i>					
Dimensão					
	Micro	-0,014 (0,140)	-0,210 (0,321)	0,036 (0,145)	-0,173 (0,329)
	Média	-0,628 (1,050)	-0,502 (2,428)	-1,054 (1,064)	-1,697 (2,463)
Tang		-6,371*** (0,309)	-14,770*** (0,705)	-6,399*** (0,323)	-14,626*** (0,723)
Crise					
	Crise internacional	-1,206*** (0,120)	0,329 (0,282)	-1,309*** (0,142)	-0,309 (0,331)
	PAEF	-2,685*** (0,106)	-3,921*** (0,250)	-2,535*** (0,123)	-3,777*** (0,289)
Região		Incluído	Incluído	Incluído	Incluído
Constante		4,418*** (0,321)	8,565*** (0,718)	4,396*** (0,326)	8,654*** (0,715)
Observações		38799	38799	38799	38799
Número de Empresas		8125	8125	8125	8125
máximos		10,000	22,050	10,380	22,700
$\hat{\theta}$ médio		0,47	0,432		
Teste BPLM		3931***	1926,8***		
Estatística-F		57,900***	54,113***		
$\hat{\phi}$				0,327***	0,309***

Erros padrão em parênteses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Gráfico 1- (Painel A.I)

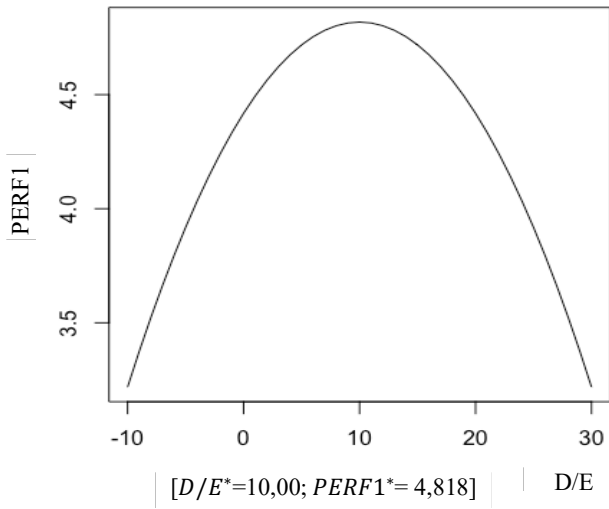


Gráfico 2- (Painel A.II)

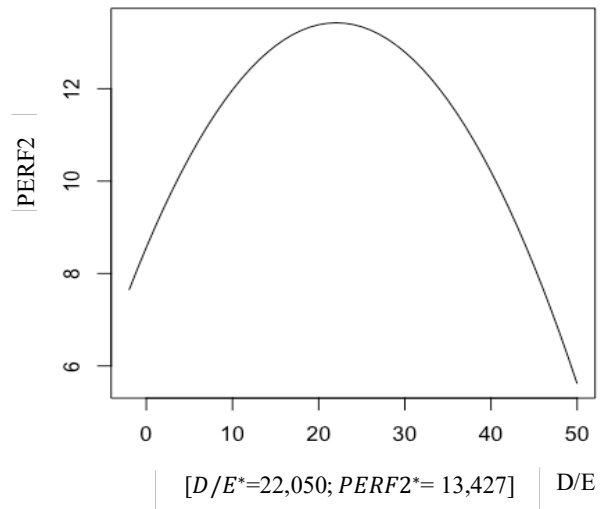


Gráfico 3- (Painel B.I)

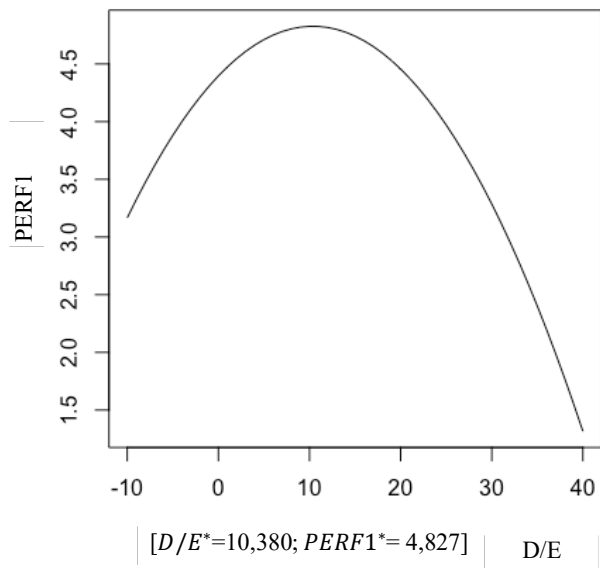


Gráfico 4- (Painel B.II)

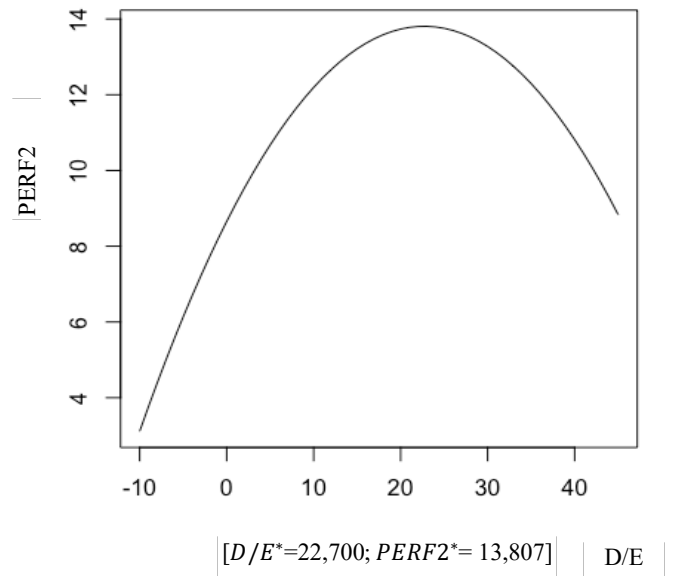


Tabela 6. Não linearidade da alavancagem e as estruturas de propriedade e gestão (**Metodologia: Equação 4.1 e 4.2**)

Variável dependente	Painel A				Painel B				
	Efeitos Aleatórios				Efeitos Aleatórios com a estrutura de correlação AR1				
	A.I		A.II		B.I		B.II		
	<i>PERF1</i>		<i>PERF2</i>		<i>PERF1</i>		<i>PERF2</i>		
	A.I.1	A.I.2	A.II.1	A.II.2	B.I.1	B.I.2	B.II.1	B.II.2	
	EUPxDUAL =0	EUPxDUAL =1	EUPxDUAL =0	EUPxDUAL =1	EUPxDUAL =0	EUPxDUAL =1	EUPxDUAL =0	EUPxDUAL =1	
<i>Variáveis Independentes</i>									
<u><i>Alavancagem Financeira</i></u>									
D/E	0,082*** (0,011)	0,075*** (0,017)	0,418*** (0,026)	0,473*** (0,039)	0,088*** (0,011)	0,074*** (0,017)	0,438*** (0,505)	0,476*** (0,040)	
(D/E) ²	-0,004*** (0,000)	-0,004*** (0,000)	-0,010*** (0,001)	-0,009*** (0,001)	-0,004*** (0,000)	-0,004*** (0,000)	-0,010*** (0,001)	-0,010*** (0,001)	
<i>Controlo</i>									
Dimensão									
	Micro	-0,029 (0,155)	0,002 (0,306)	-0,222 (0,353)	-0,227 (0,707)	-0,004 (0,161)	0,101 (0,314)	-0,201 (0,363)	-0,128 (0,715)
	Média	-0,647 (1,032)	-0,834 (4,337)	-0,702 (2,385)	-0,038 (10,120)	-1,117 (1,051)	-0,609 (4,328)	-1,920 (2,430)	0,495 (10,025)
Tang		-5,949*** (0,363)	-7,140*** (0,585)	-12,950*** (0,822)	18,530*** (1,344)	-6,077*** (0,381)	-6,975*** (0,603)	-12,936*** (0,849)	-18,143*** (1,364)
Crise									
	Crise internacional	-0,916*** (0,132)	-2,021*** (0,262)	0,808** (0,309)	-0,913 (0,621)	-0,941*** (0,158)	-2,292*** (0,301)	0,377 (0,365)	-2,067** (0,717)
	PAEF	-2,542*** (0,119)	-3,005*** (0,219)	-3,643*** (0,280)	-4,506*** (0,519)	-2,319*** (0,139)	-2,985*** (0,248)	-3,337*** (0,325)	-4,716*** (0,592)
Região		Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	Incluído	
Constante		5,796*** (0,218)	7,943*** (0,410)	11,580*** (0,492)	16,780*** (0,937)	5,724*** (0,227)	7,858*** (0,418)	11,484*** (0,505)	16,901*** (0,940)
Observações		26959	11840	26959	11840	26959	11840	26959	11840
Número de Empresas		5210	2915	5210	2915	5210	2915	5210	2915
máximos		10,250	9,375	20,900	26,278	11,000	9,250	21,900	23,800
$\hat{\theta}$ médio		0,489	0,415	0,455	0,376				
Teste BPLM		3159,6***	854,61***	1583,8***	395,25***				
Estatística-F		35,082***	22,551***	30,051***	21,705***				
$\hat{\phi}$						0,347***	0,293	0,311***	0,293
Erros padrão em parênteses									

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Gráfico 5- (Painel A.I.1)

EUPxDUAL=0

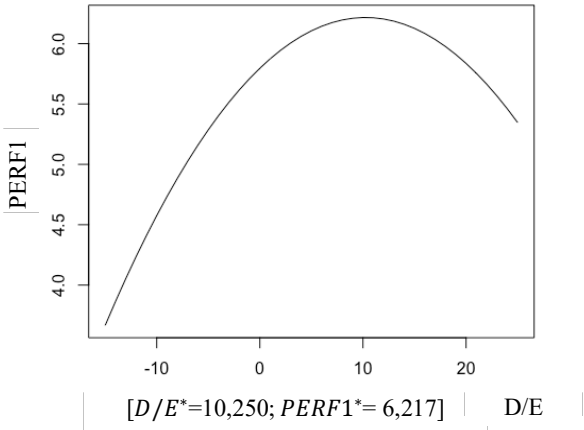


Gráfico 6- (Painel A.I.2)

EUPxDUAL=1

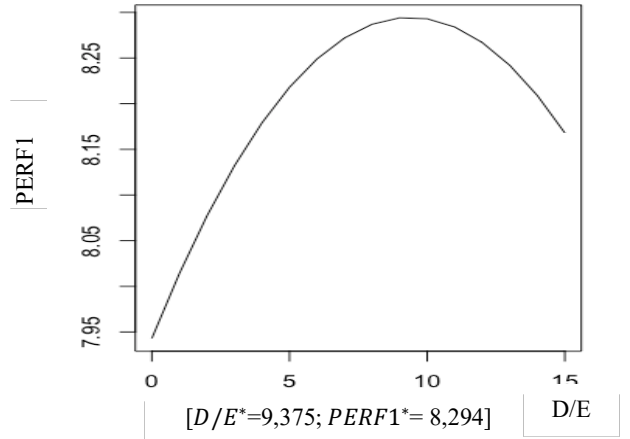


Gráfico 7- (Painel A.II.1)

EUPxDUAL=0

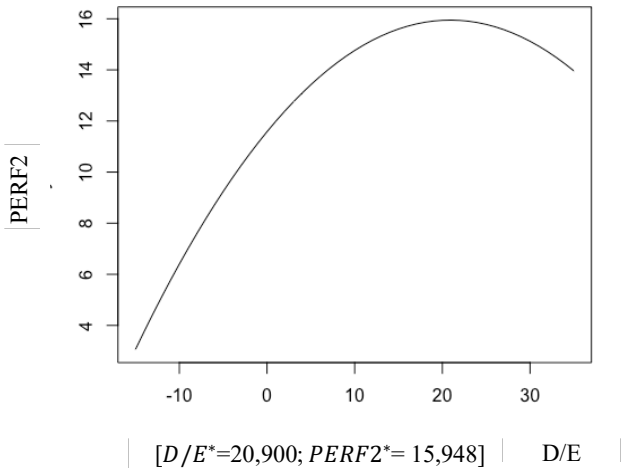


Gráfico 8- (Painel A.II.2)

EUPxDUAL=1

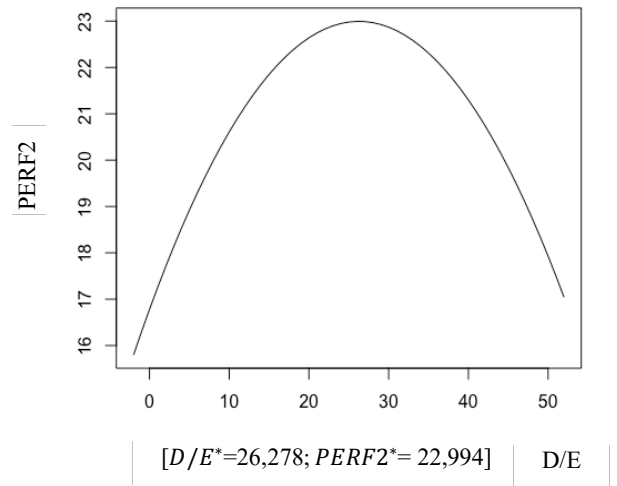
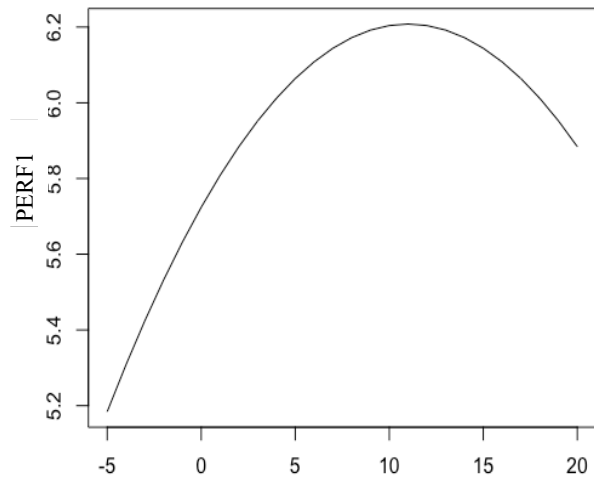


Gráfico 9- (Painel B.I.1)

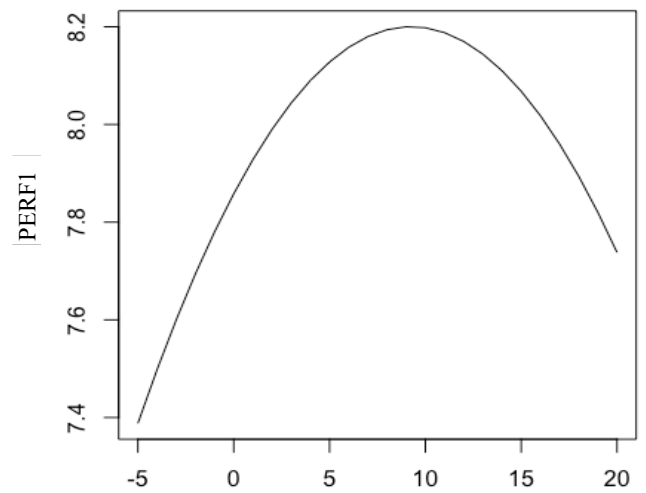
EUPxDUAL=0



[D/E*=11,000; PERF1*= 6,208] | D/E

Gráfico 10- (Painel B.I.2)

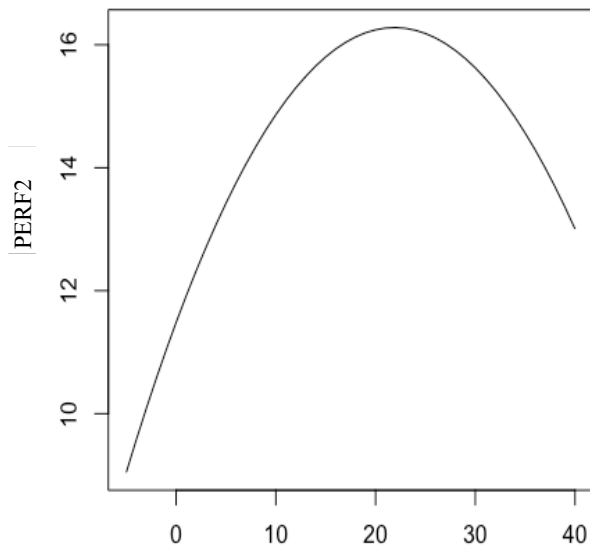
EUPxDUAL=1



[D/E*=9,250; PERF1*= 8,201] | D/E

Gráfico 11- (Painel B.II.1)

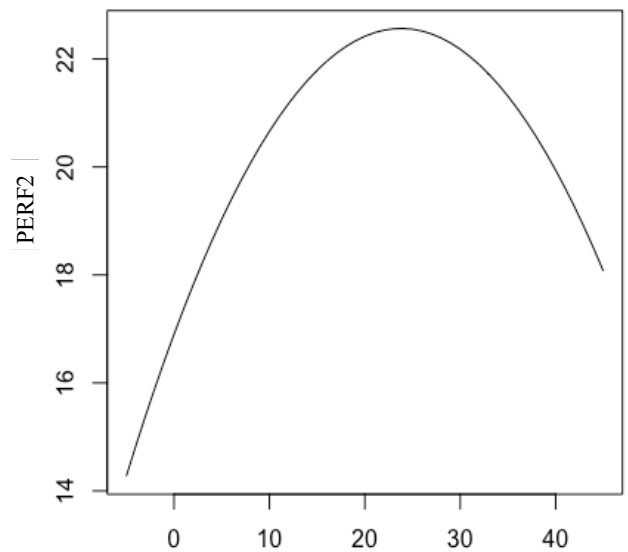
EUPxDUAL=0



[D/E*=21,900; PERF2*= 16,280] | D/E

Gráfico 12- (Painel B.II.2)

EUPxDUAL=1



[D/E*=23,800; PERF2*= 22,566] | D/E

4.2.3 Diagnóstico da qualidade do ajuste dos modelos

No que respeita o diagnóstico da qualidade dos modelos ajustados e sua qualidade, a hipótese nula do teste do multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan (BPLM) é rejeitada ao nível de 1% de significância, o que significa que o EA é de facto necessário em detrimento do modelo OLS (ou seja, é necessário ter em conta a variabilidade entre empresas em estudos desta natureza). Essa necessidade de se recorrer a modelos que incorporem a variabilidade entre empresas, em estudos desta natureza, é suportada pelo facto dos valores médios de θ estimados variarem entre 40,3% e 47%.

Na globalidade, a estatística F reportada em todos os modelos, que testa a hipótese nula de que todos os coeficientes estimados são nulos, é sempre rejeitada a um nível de significância de 1%, comprovando a qualidade do ajuste dos modelos.

Os resultados apontam, ainda, para uma estimativa estatisticamente significativa de φ (que descreve a dependência entre o desempenho financeiro da empresa no ano t e o ano anterior $t - 1$), ao nível de 1% de significância (à exceção dos modelos reportados na Tabela 3, painel BI e na tabela 6, painéis BI2 e BII2), o que nos indica que é necessário considerar uma correlação entre as medidas de performance no tempo na modelação deste tipo de dados. Não obstante o facto das estimações entre os modelos com e sem estrutura de correlação AR(1) serem bastante próximas.

CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

Este trabalho oferece evidências de que a estrutura de propriedade influencia a performance da empresa, em linha com os fundamentos da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983) e Demsetz e Villalong (2001). De acordo com os argumentos de Demsetz (1983) e Machek e Kubicek (2018) encontramos uma relação positiva entre a concentração da estrutura de propriedade e a performance financeira das empresas. Estes resultados estão em linha com os argumentos de que a dispersão do poder acionista aumenta conflitos de agência entre múltiplos proprietários (P-P) (Block et al., 2011) com efeitos negativos sobre a performance financeira da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980; Demsetz, 1988; McConnel & Servaes, 1990; Zingales, 1995; Claessens & Djankov, 1999; Porta et al., 1999).

Encontramos ainda evidências de uma relação positiva entre a dualidade de funções do proprietário (i.e., proprietário com funções de gestão) e a performance financeira das empresas. Estes resultados parecem sustentar o argumento de que empresas em que pelo menos um dos proprietários assume funções de gestão estão menos expostas a conflitos de agência internos entre P-A (Block et al., 2011) com efeitos positivos sobre o seu desempenho financeiro (Peng et al., 2007, Al-Hawary, 2011; Gill & Mathur, 2011). Testando os efeitos cruzados entre as duas dimensões de custos de agência (concentração de propriedade e dualidade de funções da propriedade) confirmamos que as empresas detidas apenas por um proprietário que assume simultaneamente funções de gestão tendem a apresentar uma melhor performance financeira do que as demais empresas o que se pode justificar pelo facto deste grupo de empresas sofrer uma menor exposição a conflitos de agência internos P-P e P-A (Al-Malkawi & Pillai, 2013; De Massi et al., 2016). Comprovamos a robustez destes resultados usando diferentes medidas da performance financeira (com e sem efeitos fiscais da dívida) e estimando os modelos através de dois métodos (painel de dados com efeitos aleatórios com e sem estrutura de correlação AR1).

Neste trabalho oferecemos ainda evidências de uma relação côncava estatisticamente significativa entre a alavancagem e a performance financeira com magnitudes distintas para diferentes combinações entre características de propriedade e de gestão, o que sugere que a dívida tem um papel relevante como instrumento de redução de problemas de agência. Até um determinado rácio de alavancagem, o uso da dívida como dispositivo de mitigação de custos de agência, tem um impacto positivo na performance financeira (Margaritis & Psillaki, 2010), por via da redução dos problemas de *“free cash flow”* (Myers, 1977; Grossman & Hart, 1982; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris & Raviv, 1991; Hart & Moore,

1995; Zweibel, 1996; Al-Saidi, 2010; D’Mello & Miranda, 2010; Al-Malkawi & Pillai, 2013). Por outro lado, quando os ganhos de alavancagem (relacionados com a economia fiscal e a mitigação de conflitos de agência internos) são ultrapassados pelo aumento dos custos de falência e de agência externos então um aumento da dívida deteriora o valor da empresa (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1977).

A este respeito, se ignorarmos o efeito fiscal da dívida, os resultados sugerem que o ponto ótimo de desempenho financeiro é atingido para rácios de dívida maiores para empresas mais expostas a conflitos de agência internos. Por outro lado, considerando (indiretamente) o *trade-off* que se estabelece entre valor da economia fiscal e o valor dos custos de falência e de agência como proposto por Kraus e Litzenberger (1973) verificamos que o benefício marginal da dívida aumentará para empresas menos expostas a conflitos de agência internos. Assim, futuras investigações deverão procurar desenvolver este puzzle relacionado com a não linearidade do efeito da dívida sobre a performance financeira testando explicitamente o efeito fiscal da dívida. Propomos, também, um estudo comparativo entre Portugal e Espanha, considerando eventuais diferenças entre países no quadro de proteção legal sobre a propriedade e a gestão com reflexos na magnitude dos conflitos de agência.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdallah, A.-N., & Ismail, A. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *J. Int. Financ. Markets Inst. Money*, (p.p96 -115).
- Aguilera, R. V., & Crespi-Cladera, R. (2015). Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. *Journal of World Business*.
- Alcock, J., Finn, F., & Tan, K. K. (2019). Debt Covenants, Agency Costs and Debt Maturity. The University of Sydney Business School, Sydney, Australia., UQ Business School, The University of Queensland, Brisbane, Australia.
- Al-Hawary, S. (2011). The effect of banks governance on banking performance of the Jordanian commercial banks: Tobin's Q Model. An Applied Study. *International Journal of Finance and Economics*, (p.p34-47).
- Al-Malkawi, H. A., & Pillai, R. (2013). Corporate governance and firm performance: Evidence from UAE. *International Journal of Applied Social Science Research*,(p.p37-42).
- Al-Musalli, M. A. (2012). Corporate governance, bank specific characteristics, banking industry characteristics, and Intellectual Capital (IC) performance of banks in Arab Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*.
- Al-Saidi, M. (2010). Corporate governance and firm performance: the case of Kuwait. Unpublished thesis. University of Portsmouth, UK.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The XXXJournal of Finance*, (p.p1301-1328).
- Arora, A. (2012). Corporate governance and firm performance in Indian pharmaceutical sector. *Asian profile*, (p.p537-550).
- Attig, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia, *Journal of Financial Research*, (p.p395-422).
- Attig, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contest, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, (p.p721-737).
- Backman, M. (1999). *Asian eclipse: Exposing the dark side of business in Asia*. Singapore: John Wiley and Sons (Asia) Pte Ltd..
- Berger, A. N., & Udell, P. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, (p.p1065-1102).
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. (N. Transaction, Ed.) New Brunswick.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E., & Bautista Delgado-García, J. (2016). How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective. *Journal of Family Business Strategy*.
- Bolton, P., & Von-Thadden, E.-L. (1998). Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *Journal of Finance*, (p.p1-25).
- Chaghadari, M. (2011). Corporate governance and firm performance. *International Conference on Sociality and Economics Development*.
- Chang, S. (2003). Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea. *Acad. Manage. J.*, (p.p238-253).
- Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*,(p.p 498-513).

- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*,(p.p2741– 2771).
- Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*,(p.p329-356).
- Commission/E. (2018). *2017 SBA Fact Sheet- Spain* .
- Commission/E. (2018). *2017 SBA Fact Sheet - Portugal*.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,(p.p695-719).
- Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2011). Integration of micro and macro studies in governance research: CEO duality, board composition, and financial performance. *Journal of Management*,(p.p404-411).
- Davies, D., Hillier, D., & McColgan, P. M. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance*,(pp. 645-660).
- De Massis, A., Kotlar, J., Mazzola, P., Minola, T., & Sciascia, S. (2016). Conflicting Selves: Family Owners' Multiple Goals and Self-Control Agency Problems in Private Firms. *ENTREPRENEURSHIP THEORY and PRACTICE*.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*,(pp. 375-390).
- Demsetz, H. (1988). *Ownership, control and the firm* . New York: Blackwell.
- Demsetz, H. V. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*,(pp. 209-233).
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*,(p.p1155–1177).
- D'Mello, R., & Miranda, M. (2010). Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking & Finance*.
- Duarte, F. D., Gama, A. P., & Esperança, J. P. (2016). The role of collateral in the credit acquisition process: evidence from SME lending. *Journal of Business Finance & Accounting*,(pp. 693-728).
- Duru, A., Iyengar, J. R., & Zampelli, M. E. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*,(pp. 4269-4277).
- Earle, J. S., Kucsera, C., & Teledgy, A. (2005). Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: do too many cooks spoil the goulash? *J. Corporate Govern.*,(p.p 254-264).
- Eurostat,(2008).Disponível em <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF>
- Evans, C. R., & Dions, K. L. (2012). Group cohesion and performance: A meta-analysis. *Small Group Research*,(p.p690-701).
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*,(p.p288-307).
- Fama, E. F. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*,(p.p288-307).
- Filatotchev, I., Wright, M., Uhlenbruck, K., Tihanyi, L., & Hoskisson, R. (2003). Governance, organizational capabilities, and restructuring in transition economies. *Journal of World Business*,(p.p331-347).
- Fleming, G., Heaney, R., & McCosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*,(p.p29-52).
- Fogel, E. M., & Geier, A. M. (2007). Strangers in the house: Rethinking Sarbanes-Oxley and the independent board of directors. *Journal of Corporate Law*,(p.p 32-33).

- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*.
- Galbraith, J. K. (1967). *The new industrial state*. New York: New American Library.
- Gill, A., & Mathur, N. (2011). The impact of board size, CEO duality, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms. *Journal of Applied Finance and Banking*,(p.p83-95).
- Goergen, M. (2014). *International Corporate Governance*. Pearson Education Limited.
- Grant, J., & Kirchmaier, T. (2004). *Corporate ownership structure and performance in Europe*. The Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science.
- Grosfeld, I., & Hashi, I. (2007). Changes in ownership concentration in mass privatized firms: evidence from Poland and Czech Republic. *J. Corporate Govern.*,(p.p520-534).
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press. E. John J. McCall, Ed.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic Econometrics*, 4th edition.
- Harford, J., Li, K., & Zhao, X. (1 de 2008). Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. *International Journal of Corporate Governance*,(p.p3-27).
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*,(p.p297-355).
- Hart, O., & J. Moore. (1995). Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *American Economic Review*,(p.p567-585).
- He, J., & Wang, H. C. (5 de 2009). Innovation knowledge assets and economic performance: The asymmetric roles of incentives and monitoring. *Academy of Management Journal*,(p.p919-938).
- Himmelberg, C., Hubbard, G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*,(p.p353-384).
- Holmström, B., & Tirole, J. (1983). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*,(p.p678-709).
- Hu, Y. Z. (2008). The performance effect of managerial ownership: evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, (p.p2099-2110).
- Jackling, B. & (4 de 2009). Board structure and firm performance: evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*,(p.p492-509).
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*,(p.p323-329).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, (p.p141-186).
- Kocenda, E., & Svejnar, J. (2002). *The Effects of Ownership Forms and Concentration on Firm Performance after Large-Scale Privatization*. William Davidson Working Paper.
- Kraus, A., & Litzenger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of Finance*,(p.p. 911-922).
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Vidal, F. J. (2018). Multibusiness firms and performance in Italy. What role does relatedness play? *European Research on Management and Business Economics*,(p.p63-70).

- Leaven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*,(p.p579-604).
- Lee, S. &. (2011). Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan: 2SLS for panel data model. *Management Research Review*,(p.p252-265).
- Lehman, E., & Weigand, J. (2000). Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review*,(p.p157-195).
- Li, J. T., & Qian, C. L. (2013). Principal-principal conflicts under weak institutions: A study of corporate takeovers in China. *Strategic Management Journal*,(p.p498–508).
- Liu, Y., Mihail, K., Zuobo, M., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*.
- Lusa, M. (2018, 15 de setembro). De Wall Street a Lisboa. Como a crise de 2008 atravessou o Atlântico. SAPO24(Economia).
- Machek, O., & Kubicek, A. (2018). Financial Performance of Czech Privately-Held Firms with Multiple Owners. *Proceedings of the 15th International Scientific Conference*, (p.p380-387).
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*,(p.p621-632).
- Marris, R. (1964). *The economic theory of managerial capitalism*. London: Macmillan.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*,(p.p1813-1834).
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*,(p.p595-612).
- McConnell, J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*,(p.p131-157).
- Meckling, M. C., & William, H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*,(p.p305-360).
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*,(p.p293–315).
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*,(p.p655–720).
- Muñoz-Bullon, F. &.B. (2012). Do family ties shape the performance consequences of diversification? Evidence from the European Union. *Journal of World Business*,(p.p469-477).
- Muños Mendoza, J. A., Sepúlveda Yelpe, S. M., & Veloso Ramos, C. L. (2019). Non-linear Effects of Ownership Structure, Growth Opportunities and Leverage on Debt Maturity in Chilean Firms. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas Nueva Época*,(p.p21-40).
- Myers, S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*,(p.p187-221).
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*,(p.p147-175).
- Naushad, M. &. (2015). Corporate governance and bank performance: A Study of selected banks in GCC Region. *Asian Social Science*,(p.p226-234).

- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*,(p.p229-234).
- Peng, M. W., Zhang, S., & Li, X. (2007). CEO duality and firm performance during China's institutional transitions. *Management and Organization Review*,(p.p205-255).
- Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does ownership affect performance? Evidence from Italian market. *J. Corporate Govern.*,(p.p312-325).
- Pillai , R., & Al- Malkawi, H.-A. (2017). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*.
- Porta, R. L., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*,(p.p471-517).
- Rasheed, A., & Nisar, Z. (2018). A Review of Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Research in Administrative Sciences*,(p.p14-24).
- Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*,(p.p1-21).
- Sanchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2007). A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *J. Corporate Govern.*,(p.p879-893).
- Shleifer, A., & Vishny, A. (1997). A survey of corporate governance. *J. Finan.*,(p.p737-783).
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*,(p.p461-488).
- Stulz, R. (1982). Options on the minimum or the maximum of two risky assets. *Journal of Financial Economics*,(p.p161-185).
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*,(p.p25-54).
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*,(p.p3-27).
- Stulz, R. M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*,(p.p3-27).
- Tahat, Y. A., Ahmed, A. H., & Alhadab, M. M. (2017). The impact of intangibles on firms' financial and market performance: UK evidence. *Rev Quant Finan Ac*,(p.p1147-1168).
- Tanaka, T. (2015). Managerial Discretion and the Maturity Structure of Corporate Public Debt: Evidence from Japan. Working paper, Ritsumeikan University.
- Van Hoang, T. H., Gurau, C., Lahiani, A., & Seran, T. -L. (2018). Do crises impact capital structure? A study of French micro-enterprises. *Small Business Economics*,(p.p 181-199).
- Viegas, M., & Ribeiro, A. P. (2014). The Economic Adjustment Program for Portugal: Assessing welfare impact in a heterogeneous-agent framework. *Portuguese Economic Journal*,(p.p53-70).
- Warning, S. (2011). *Eigentümerstruktur und Aufsichtsratsverhalten*. Eine Analyse anhand des Deutschen Corporate Governance Kodex,(p.p265-279).
- Wooldridge, J. (2002). *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. MIT press.
- Yang, W., & Meyer, K. E. (2018). How does ownership influence business growth? A competitive dynamics perspective. *International Business Review*.
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*,(p.p102-118).

- Young, M. N., Peng, P. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*,(p.p196-200).
- Zhang, Y. (2009). Are debt and incentive compensation substitutes in controlling the free cash flow agency problem ? *Financial Management*,(p.p507-541).
- Zingales, L.(1995). What determines the value of corporate votes? *The Quarterly Journal of Economics*,(p.p1047-1073).