

INSTITUTO  
SUPERIOR  
DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO  
DO PORTO  
POLITÉCNICO  
DO PORTO

M

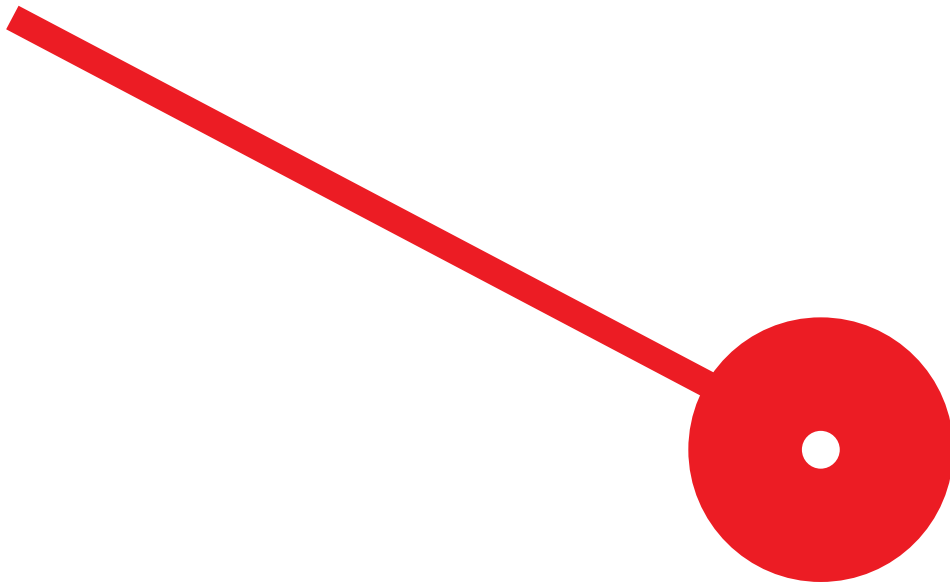
MESTRADO  
FINANÇAS EMPRESARIAIS

Estrutura de Propriedade e  
Dívida como mecanismo de  
Governo das Sociedades:  
Uma análise empírica para PME  
industriais portuguesas

Cátia Rafaela Santos Cabral  
OUTUBRO/2021

Cátia Rafaela Santos Cabral. Estrutura de Propriedade e  
Dívida como mecanismo de Governo das Sociedades: Uma análise  
empírica para PME industriais portuguesas.

OUTUBRO/2021



M

MESTRADO  
FINANÇAS EMPRESARIAIS

Estrutura de Propriedade e  
Dívida como mecanismo de  
Governo das Sociedades:  
Uma análise empírica para PME  
industriais portuguesas

Cátia Rafaela Santos Cabral

**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 do professor Armando Mendes Jorge Nogueira da Silva.**

(esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

Cátia Rafaela Santos Cabral. Estrutura de Propriedade e  
Dívida como mecanismo de Governo das Sociedades: Uma análise  
empírica para PME industriais portuguesas.  
OUTUBRO/2021

## **Agradecimentos**

A concretização da dissertação de mestrado resulta do empenho pessoal, bem como do apoio de algumas pessoas que direta ou indiretamente colaboraram para chegar até aqui.

Agradeço ao professor Armando Mendes Jorge Nogueira da Silva, meu orientador da dissertação de mestrado, pelo acompanhamento e ensinamentos prestados ao longo da realização do presente trabalho.

À minha família e amigos que me apoiaram nesta fase, tal como em todas as outras que já superei, pelo carinho, pelo incentivo, pelos conselhos e por toda a paciência que foi precisa.

Não posso deixar de agradecer à instituição que me acompanha à cinco anos, dois desses em mestrado. Ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, bem como aos respetivos docentes e funcionários que contribuíram para a minha formação de alguma forma.

A todos eles, um obrigada.

## **Resumo:**

Constatando que o tecido empresarial português é maioritariamente dominado por pequenas e médias empresas (PME), representadas por uma estrutura de propriedade mais concentrada onde normalmente são os próprios acionistas os gestores das entidades, os conflitos de interesses entre principais (entre acionistas) inserem-se na temática do governo das sociedades com maior relevo relativamente aos restantes conflitos entre as diferentes partes interessadas.

Este estudo tem como objetivo a análise da relação entre a Estrutura de Propriedade e a Dívida empresarial, esta como forma de mecanismo de Governo das Sociedades. A análise fundamenta-se no nível de dívida existente nas empresas, em função dos conflitos de interesses relacionados com a concentração de propriedade, tipo de acionista principal e número de acionistas detentores do capital social.

Para uma amostra de 5.918 PME industriais portuguesas, no período de 2010 a 2018, o estudo demonstra uma influência positiva da concentração de propriedade sobre a dívida, originando evidências que a concentração de propriedade, através da dívida, ajuda a reduzir os conflitos de interesses entre acionistas.

Por outro lado, sobre a relação da dívida com o tipo de acionista principal, o estudo mostrou que quando se trata de um acionista do tipo familiar, existe uma influência positiva sobre o endividamento, demonstrando que empresas familiares, em média, usam mais capital alheio eventualmente para diminuir os conflitos entre acionistas.

Por fim, sendo o número de detentores de capital social usado para medir a estrutura acionista, chegou-se à conclusão que existe uma influência negativa exercida pelo número de acionistas sobre o endividamento, indicando que quanto maior for o número de acionistas dentro de uma empresa, em média, maior é a preferência por financiar os seus projetos com capital próprio em vez de recorrer ao financiamento externo, pelo facto dos credores reterem parte dos seus rendimentos.

**Palavras-chave:** Governo das Sociedades; Dívida; Conflitos de interesses; Concentração de Propriedade.

## **Abstract:**

Comprehending that the portuguese business fabric is mostly dominated by small and medium-sized enterprises (SME's), characterized by a concentrated ownership structure where usually the shareholders are themselves the entities managers, the conflict of interests between main shareholders are part of the theme of corporate governance with more relevance than the other conflicts between the different stakeholders.

This study aims to analyze the relationship between the Ownership Propriety and Corporate Debt, this as a form of Corporate Governance mechanism. The analysis is based on the level of existing debt on companies, due to conflict of intererests related to ownership concentration, type of main shareholder and number of shareholders that companies comprehend.

On a sample of 5.918 portuguese small and medium-sized enterprises, between 2010 and 2018, the study shows a positive influence of ownership concentration on debt, giving rise to evidence that the concentration of ownership, through debt, helps to reduce conflicts of interest among shareholders.

On the other hand, regarding the relationship of debt with the type of main shareholder, the study showed that when it comes to a family shareholder, there is a positive influence on indebtedness, showing that family businesses, on average, eventually use more debt capital to reduce conflicts between shareholders.

Finally, as the number of share capital holders is used to measure the shareholder structure, the study concluded that there is a negative influence employed by the number of shareholders on indebtedness, indicating that the greater the number of shareholders within a company, on average, greater is the preference for financing their projects with equity rather than resorting to external financing, as creditors retain part of their income.

**Key words:** Corporate Governance; Debt; Conflict of interests; Ownership Concentration

## Índice geral

<b>Capítulo - Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo I – [Revisão de Literatura] .....</b>	<b>3</b>
1.1.    Conceito de Governo das Sociedade .....	4
1.2.    Teoria de Agência.....	6
1.3.    Estrutura de Propriedade.....	8
1.4.    Estrutura Financeira.....	10
1.5.    Hipóteses de Partida .....	17
<b>Capítulo II – [Dados e Metodologia] .....</b>	<b>20</b>
2.1.    Base de Dados, Amostra, Variáveis .....	21
2.2.    Metodologia de Investigação .....	24
2.3.    Estatísticas Descritivas .....	25
<b>Capítulo III – [Resultados e sua Interpretação] .....</b>	<b>29</b>
3.1.    Estimação dos Modelos .....	30
3.1.1.    Análise global.....	30
3.1.2.    Análise de robustez.....	32
<b>Capítulo IV – [Conclusão, Limitações e Linhas Futuras de Investigação] .....</b>	<b>39</b>
<b>Referências bibliográficas.....</b>	<b>43</b>
<b>Apêndices .....</b>	<b>49</b>
Apêndice I – [Tabela de Estatística Descritiva sem Tratamento de <i>Outliers</i> ].....	50

## Índice de tabelas

Tabela 1- Comparação entre estudos anteriores que analisam a relação existente entre Estrutura de Propriedade e Dívida.....	17
Tabela 2 – Variáveis em Estudo e Forma de Cálculo.....	23
Tabela 3 – Estatísticas Descritivas.....	25
Tabela 4 - Matriz de Correlação de Pearson .....	27
Tabela 5 – Resultados Modelo OLS (Amostra total).....	30
Tabela 6 – Resultados Modelo OLS para o ano de 2018.....	33
Tabela 7 – Resultados Modelo OLS para Empresas Familiares .....	34
Tabela 8 – Resultados Modelo OLS para Empresas Não Familiares.....	36
Tabela 9 – Validação das Hipóteses de Partida.....	37

## **Lista de abreviaturas**

BvD - *Bureau van Dijk*

CA - Conselho de Administração

CAE – Código de Atividade Empresarial

CMVM - Comissão da Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

HP – Hipótese de Partida

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS - *Ordinary Least Squares*

PME – Pequenas e Médias Empresas

P.P. – Pontos Percentuais

## **CAPÍTULO - INTRODUÇÃO**

---

Desde Berle e Means (1932), que o governo das sociedades é visto como um mecanismo de controlo que visa a solução para os conflitos de interesses entre acionistas e, ou gestores, resultantes da separação entre controlo e propriedade (Teoria de Agência). Num país orientado pelo direito civil, como é o caso de Portugal, em que existe uma grande concentração de empresas familiares, normalmente são os próprios sócios os gestores das empresas. Esta característica faz com que haja uma maior concentração de propriedade e consequentemente conflitos de interesses maioritariamente entre acionistas. Note-se que este tipo de conflitos surge, quando os acionistas maioritários têm a oportunidade de obter benefícios próprios em detrimento dos acionistas minoritários. (Santos, 2013)

Num contexto de PME portuguesas em que a principal fonte de financiamento são as instituições financeiras, o presente estudo pretende analisar a estrutura de propriedade e a dívida, esta como forma de mecanismo de governo das sociedades face aos conflitos de interesses entre principais (entre acionistas). Em teoria, a dívida como fator disciplinador deverá mitigar os conflitos de interesses, uma vez que obriga a uma monitorização por parte dos credores da empresa, fazendo com que diminua a possibilidade dos acionistas maioritários influenciarem a entidade em seu benefício. (Jensen & Meckling, 1976)

Este trabalho encontra-se dividido em quatro capítulos. Inicialmente apresenta o enquadramento teórico, que irá abranger os conceitos do Governo das Sociedades, da Teoria da Agência, da Estrutura de Propriedade e da Estrutura Financeira. Este último ponto, abordado com maior ênfase, sugere que a estrutura de capitais (capital próprio *versus* alheio) como mecanismo de controlo interno, relaciona os níveis de dívida das empresas com os problemas de agência. Por fim, são identificadas as três hipóteses de partida, baseadas em estudos realizados anteriormente, que analisaram de forma semelhante a relação entre estrutura de propriedade e o nível de dívida.

No segundo capítulo, é apresentada a base de dados utilizada para a criação das variáveis em estudo, a metodologia de investigação e as estatísticas descritivas. Por fim, os resultados e a sua interpretação serão apresentados no capítulo três e para terminar, o capítulo quatro apresentará a conclusão do presente trabalho, as limitações encontradas e as possíveis linhas futuras de investigação.

## **CAPÍTULO I – [REVISÃO DE LITERATURA]**

---

## 1.1. Conceito de Governo das Sociedades

A abordagem do conceito “Governo das Sociedades” tem sido de extremo valor para o desenvolvimento das organizações. Através da garantia da transparência, diminuição da assimetria da informação, obediência a leis de direito comum ou de direito civil e ainda com outras boas práticas, tem-se conseguido aumentar a estruturação de soluções de conflitos sociais internos às empresas, sejam eles entre acionistas ou outros membros. (Erfurth & Bezerra, 2013)

Berle e Means (1932), referem que governo das sociedades é um conjunto de mecanismos de controlo que procura a melhoria/solução para os conflitos entre as diferentes partes interessadas (com o intuito de aproximar os gestores dos interesses dos acionistas), resultantes da separação entre controlo e propriedade.

As práticas de governo das sociedades legisladas pelos Códigos de Governo das Sociedades de vários países, tal como no caso de Portugal, são de aplicação voluntária e não vinculativa. (OCDE, 2009, cit. por Cunha & Rodrigues, 2018) Assim, em Portugal, as principais normas legais que regulam o governo das sociedades são da autoria da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), e do Código das Sociedades Comerciais (CSC). Tais normas incidem sobre a direção, controlo das sociedades e exercício do direito de voto, sendo ainda de relevar o papel do Código do Governo das Sociedades da autoria da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), que tem emitido um conjunto de recomendações sobre o governo das sociedades, para serem seguidas pelas entidades com valores admitidos à cotação em mercados regulamentados. (Santos, 2013)

De facto, algumas das premissas principais que se destacam no governo das sociedades são da autoria da OCDE, que formulou os Princípios da OCDE sobre “Governo das Sociedades”. Estes princípios apesar de serem normas não vinculativas (sob a forma de orientações) tiveram grande influência na definição de elementos de base de um regime de “Bom Governo”. (OCDE, 2016) Estas premissas passam pelas regras de proteção dos investidores minoritários de forma a minimizar a expropriação de benefícios para os investidores majoritários; pela constituição do Conselho de Administração (CA) com base na qualificação, independência, avaliação e remuneração; pela criação de comissões para áreas mais específicas e com o intuito de suporte às decisões do CA e ainda a auditoria independente. (Ramos & Martinez, 2006)

Estas recomendações pretendem otimizar o desempenho das sociedades com uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas. De facto, o conjunto de boas práticas adotadas na gestão de uma empresa que afetam as relações entre acionistas (maioritários e minoritários) e gestores procura prevenir os abusos de poder, de forma a possibilitar uma gestão mais eficiente e eficaz. Assim sendo, a estrutura do governo das sociedades deve proteger os direitos dos acionistas na participação das decisões, tal como em relação ao acesso dos mesmos à informação. Deve existir equidade entre sócios, assegurando tratamento igual para os minoritários, anulando assim quaisquer práticas de informação privilegiada e apoiando a divulgação de factos inerentes à entidade, tais como a situação financeira e o desempenho da mesma. (Arruda, Madruga & Junior, 2008, tendo por base os princípios do governo das sociedades de acordo com a OCDE).

Segundo a OCDE (2016), não existe um modelo único de governo das sociedades, os modelos têm de se adaptar à cultura, tradição e enquadramento legal e institucional de cada país e de cada empresa. De qualquer modo, existem dois sistemas principais: o Sistema Anglo-Saxónico e o Sistema Continental, ambos com o objetivo de máxima transparência e de maximização do valor acionista a longo prazo, promovendo o equilíbrio dos poderes das partes interessadas.

O Sistema Anglo-Saxónico é conhecido pelo seu ordenamento jurídico de direito comum (*Common Law*), em que o direito se desenvolve por via das decisões dos tribunais, e não mediante atos legislativos. Este modelo é adotado principalmente pelos EUA, Canadá e Reino Unido, dado tratar-se de um mercado de capitais é caracterizado pela elevada liquidez em que a propriedade é amplamente dispersa, ou seja, muitos acionistas com participação numa única empresa, cuja proteção dos interesses dos acionistas minoritários está assegurada pela elevada dispersão do capital, onde o controlo e a propriedade se encontram separadas. (Oliveira, 2015)

Por outro lado, o Sistema Continental é orientado pelo ordenamento jurídico de direito civil (*Civil Law*), onde Portugal se insere, bem como grande número de países europeus. Este sistema, caracterizado por uma grande concentração em empresas familiares, onde o capital é maioritariamente fornecido pelas instituições financeiras. Segundo Oliveira (2015), neste sistema são os principais acionistas que gerem as próprias empresas e que tomam todas as decisões estratégicas. Como consequência, existe concentração de poder em poucos acionistas, que detêm o total controlo sobre a empresa, dificultando a proteção adequada dos acionistas minoritários.

Há diversa literatura sobre governo das sociedades quando se trata de empresas de capital aberto que operam em mercados de capitais desenvolvidos e que usam a estrutura de propriedade como forma de minimizar os seus problemas de agência. (Aslan & Kumar, 2012) No entanto, para PME num país como Portugal, como na maior parte dos países onde a estrutura de propriedade é muito mais concentrada, em que há poucos acionistas com uma significativa fração de ações de uma determinada empresa, (Attig, Ghouli & Guedhami, 2009), as relações entre grandes acionistas e acionistas minoritários criam conflitos de agência entre principais. (Renders & Gaeremynck, 2012, cit. por Crisóstomo, Brandão & López-Iturriaga, 2019)

Cánovas, Vera e Vidal (2016), que estudam o caso das PME espanholas, defendem que as PME num país de direito civil, em comparação com economias baseadas no mercado (direito comum), possuem estruturas de propriedade mais concentradas. Referem também, que normalmente são administradas pelos próprios proprietários e que os investidores são fracamente protegidos. Estes fatores (tanto no caso das PME espanholas como eventualmente no caso das PME portuguesas), fazem com que haja um maior relevo sobre os problemas de agência entre principais, pois existe uma maior probabilidade de expropriação de riqueza por parte dos acionistas controladores.

## **1.2. Teoria de Agência**

A Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976) é apresentada como a teoria que faz a distinção entre propriedade e controlo/gestão de uma empresa e leva em consideração as tomadas de decisão tendo em conta os interesses dos sócios (os principais), mas também os próprios interesses dos gestores (os agentes). Esta teoria procura analisar as relações entre os diversos participantes do sistema empresarial e assume que a propriedade e o controlo pertencem a pessoas distintas, o que pode gerar conflitos entre esses indivíduos, pois, normalmente possuem diferentes interesses. (Arruda et al., 2008)

Uma relação de agência existe quando um principal (proprietário e/ou sócio) emprega um agente (gestor) com o intuito que esse realize algumas tarefas para seu benefício, envolvendo assim alguma delegação de responsabilidade e autonomia para a gestão da empresa (Jensen & Meckling, 1976). O agente tem a responsabilidade de optar pelas melhores alternativas de decisão do ponto de vista do proprietário, enquanto o principal tem a função de avaliar as informações que lhe chegam. (Mendes, 2001)

Existe conflito de agência quando, há incongruência entre o comportamento desejado pelo principal e o comportamento apresentado pelo agente, ou ainda, quando os interesses de diferentes sócios (principais) não são os mesmos. Esta incongruência pode ter origem nas diferentes motivações e objetivos, na assimetria de informação ou nas diferentes preferências de risco que existem entre principais e agentes (Santos, 2013).

Podem também existir conflitos entre acionistas (capital próprio) e credores da empresa (capital alheio). Esses conflitos resultam do facto dos credores não participarem nas decisões e lucros das empresas, mas no caso de insolvência também serem penalizados pelas perdas. (Lima, Araújo & Fernandes, 2008)

Para Santos (2013), em Portugal, como a estrutura de propriedade é mais concentrada, pois são os proprietários que muitas vezes ocupam o lugar de gestores/administradores nas empresas, os conflitos de interesses que se apresentam com maior relevo são entre principais, ou seja, entre acionistas majoritários e minoritários.

Os conflitos de agência entre Principal – Principal surgem quando os acionistas majoritários têm a oportunidade de extrair alguns recursos da empresa em benefício próprio e conseqüentemente em detrimento dos acionistas minoritários. (Renders & Gaeremynck, 2012, cit. por Crisóstomo et al., 2019; Santos, 2013) Existem várias formas de o fazer, sendo uma delas através dos preços de transferência, ou seja, quando os lucros são transferidos para outra empresa em que o sócio majoritário também tenha participação. (Heinrich, 2002, cit. por Santos, 2013)

Neste contexto de estrutura de propriedade concentrada, existem duas hipóteses de ocorrência de conflitos de agência entre principais:

1. a hipótese de expropriação, que refere a possibilidade por parte dos grandes acionistas expropriarem benefícios privados em detrimentos dos acionistas minoritários. Devido ao facto de conterem uma melhor posição dentro da empresa para exercer influência sobre as decisões e por terem acesso a informação que demais acionistas não possuem, conseguem obter vantagens para seu interesse próprio. Esta expropriação pode ser feita através de decisões de investimento inferiores ao ideal, através de aquisições ou fusões não lucrativas, ou através de negócios não vantajosos para a empresa com partes a que esteja relacionado de modo a ter benefícios.

2. a hipótese de substituição, prevê a influência do poder dos maiores acionistas na implementação do governo das sociedades, de forma que os acionistas controladores atuem como substitutos do sistema formal de governo das sociedades para monitorarem a gestão da empresa. A possibilidade dos grandes acionistas monitorarem diretamente os gestores de forma a prejudicar a implementação de mecanismos de controle, aumenta a subordinação desses gestores aos grandes acionistas. Deste modo, é possível que os acionistas controladores assumam o monitoramento da empresa em vez de implementarem mecanismos de controle de “bom governo”, aumentando a possibilidade de obtenção de benefícios privados. (Bae, Baek, Kang & Liu, 2012; Alchian & Demsetz, 1972 cit. por Crisóstomo et al., 2019)

Um estudo anteriormente desenvolvido por Crisóstomo et al. (2019), para empresas brasileiras de capital aberto, chegou à conclusão de que grandes acionistas preferem um governo das sociedades mais débil, pois assim conseguem subordinar os administradores aos seus próprios interesses, bem como esses acionistas conseguem facilmente controlar a empresa e tirar proveito dos benefícios privados do controle que usufruem.

### **1.3. Estrutura de Propriedade**

A estrutura de propriedade das empresas difere quanto ao nível de concentração acionista, podendo esta ser mais dispersa ou mais concentrada, e quanto ao nível de controle. Enquanto nas empresas com propriedade mais dispersa há um grande número de acionistas, nas concentradas, há poucos acionistas e são esses que detêm a grande quantidade de ações. (Jensen & Meckling, 1976)

Esta estrutura de propriedade, pode ser influenciada pelo contexto legal e institucional do país; no caso concreto das empresas em países de direito civil, a propriedade tende a apresentar níveis de concentração mais elevados, cujos acionistas minoritários estão menos protegidos. Esse facto favorece o aumento do problema de expropriação de acionistas minoritários por parte dos grandes acionistas, amplificando problemas de agência. Assim, as diversas características da estrutura de propriedade de uma empresa têm influência sobre os conflitos de agência. (Dyck & Zingales, 2004)

Para Cánovas et al. (2016), existem três fatores que podem influenciar a estrutura de propriedade de uma organização como mecanismo de controle dentro do governo das sociedades: a concentração de propriedade, o grau de controle e o tipo de acionista principal.

Sendo a concentração de propriedade, (concentração acionista) e o grau de controle medidas de poder que os acionistas podem exercer sobre os *insiders*, o tipo de acionista principal define o papel de supervisão que os diversos investidores adotam na organização. A concentração de propriedade para estes autores, é então o património dos principais acionistas que lhes permite tomar decisões de forma a exercer o seu domínio. No entanto, uma vez que concentração de propriedade não é sinónimo de deter controle, surge o problema do grau de controle, que tem em consideração as outras ações que estão designadas aos restantes acionistas, ou seja, a dispersão da restante propriedade. (Cánovas et al., 2016)

Para as PME, que são frequentemente propriedade de um grupo pequeno de acionistas, onde têm o papel simultâneo de gestores e acionistas, a concentração de propriedade e o grau de controle não são mecanismos eficientes de governo das sociedades. Não é dado o relevo necessário aos mecanismos de controle externo e conseqüentemente é aumentada a probabilidade de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários. (Smith, 2007 e Abor & Adjasi, 2007, cit. por Cánovas et al., 2016) Tal como afirma Crisóstomo et al. (2019), a concentração acionista é prejudicial à adoção de boas práticas de governo das sociedades, enfraquecendo todo o sistema.

Outro dos fatores acima referidos, é a natureza do acionista principal que pode variar entre investidores corporativos, indivíduos ou famílias. Em suma, investidores corporativos têm uma maior experiência em expressar o controle e podem desapropriar a riqueza dos minoritários, (Li & Qian, 2013, cit. por Cánovas et al., 2016) por outro lado, um indivíduo ou grupo familiar tende a aumentar os conflitos de risco moral entre acionistas. (Setia, Tanewski & Skully, 2009, cit. por Cánovas et al., 2016)

Outros autores, como Crisóstomo et al. (2019), referem a concentração de propriedade dos votos e os direitos de fluxos de caixa como outro fator que pode influenciar a estrutura de propriedade de uma organização como mecanismo de controle dentro do governo das sociedades. Devido à fraca proteção dos acionistas minoritários a alavancagem do poder de voto em relação à propriedade de capital é amplificada, fazendo com que os grandes

acionistas passem a ter os incentivos e o poder necessário para expropriar os minoritários. (Crisóstomo et al., 2019) Isto porque, o direito de voto dos acionistas surge do tipo de ações que detêm e dos direitos que estas possuem. No entanto, os direitos de fluxo de caixa correspondem à propriedade de capital que está assegurada pela ação. Como uma ação pode corresponder a mais do que um direito de voto, apesar da propriedade de capital referente a essa ação ser igual às outras ações, o controlo da empresa passa a estar assegurado pelos acionistas maioritários através de uma pequena parcela dos direitos de fluxos de caixa. (Aldrighi & Neto, 2007)

Assim sendo, a separação entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa aumenta a capacidade de controlo dos grandes acionistas, pois, a diferença entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa representa menor necessidade de investimento de capital por parte dos acionistas para manterem o controlo da empresa (uma ação equivale a mais do que um direito de voto). (Neto, 2009) Normalmente, à medida que aumenta essa diferença também aumentam as transações com partes relacionadas com os sócios maioritários, prejudicando assim os minoritários. É dessa forma que os acionistas maioritários conseguem tirar benefícios privados e têm o incentivo necessário para enfraquecer o sistema de governo das sociedades. De facto, Crisóstomo et al. (2019), chegaram à conclusão de que o excesso de direitos de voto prejudicava o governo das sociedades.

#### **1.4. Estrutura Financeira**

Entende-se por Estrutura Financeira, ou Estrutura de Capitais a forma como as empresas utilizam o capital próprio e o capital alheio para financiar os seus ativos. (Silva, 2009) Existem vários autores que tentam explicar qual será a estrutura de capitais mais benéfica para uma empresa, no entanto, são Jensen e Meckling (1976), que analisam a relação dos custos de agência com a estrutura de capitais, refletindo então os conflitos de agência.

Num contexto de PME, sabe-se que este tipo de empresas têm maiores dificuldades na obtenção de recursos financeiros, bem como, em aceder aos mercados de capitais, o que leva o mercado de crédito a constituir-se como principal fonte de financiamento. (Diego, 2017) Assim, a dívida, como fonte principal de financiamento das PME, numa conjuntura de teoria da agência é também uma das formas de reduzir os conflitos de interesses. O endividamento constitui uma obrigação contratual assumida pela empresa, que obriga os administradores a terem uma maior exigência sobre o seu trabalho e menos poder

discricionário de gestão pelo facto de diminuir os *cash-flows* disponíveis. (Jensen & Meckling, 1976)

Tratando-se de PME, ou seja, onde existem por norma menos acionistas e uma maior concentração de propriedade, não se pode esquecer, que muitas vezes são os acionistas que administram as empresas, o que leva a que sejam os próprios acionistas maioritários a terem o problema de possuírem menor poder discricionário de gestão. A dívida obriga a uma monitorização por parte dos credores da empresa, fazendo com que diminua a possibilidade dos acionistas maioritários conseguirem influenciar a entidade em seu benefício em detrimento dos acionistas minoritários. (Silva, 2009)

Outros modelos de estrutura de capitais que têm ligação com o governo das sociedades são os modelos baseados na assimetria de informação, que se fundamentam na hipótese dos gestores (internos) terem um maior acesso à informação que os próprios investidores (externos), dando relevo à estrutura de capitais como forma de sinalizar para o exterior a informação detida pelos internos. (Brealey, Leland & Pyle, 1977)

Alguns autores afirmam que a estrutura de propriedade da empresa tem influência sobre a estrutura financeira, bem como sobre o desempenho da própria empresa. (Marris, 1964; Galbraith, 1967 cit. por Costa, 2019). Para Abdallah e Ismail (2017), muitas vezes a estrutura de propriedade mais concentrada, devido a problemas de assimetria de informação, pode ser prejudicial no desempenho financeiro. Empresas com uma maior concentração de propriedade tendem a ter maiores problemas de assimetria de informação que empresas com uma propriedade mais dispersa, sendo dessa forma, que se vêm aumentados os conflitos de agência entre acionistas maioritários e minoritários. De forma diferente, Costa (2019), assume que a concentração de propriedade e gestão pode reduzir os custos de agência, observa que essa concentração de propriedade também pode promover um melhor desempenho financeiro, devido ao facto dos conflitos de agência serem menos frequentes quando a estrutura de propriedade é mais concentrada (pois é o próprio proprietário a desempenhar as funções de gestão na empresa).

Como já se viu, o nível de dívida dentro de uma empresa pode depender de diversos fatores, mas, num contexto de PME, com maior concentração acionista e normalmente familiares, os níveis de dívida são muitas vezes influenciados pela aversão ao risco e pela negação de terem credores dentro da organização, que pode pôr em causa a eficiência da empresa devido aos níveis de dívida mais baixos. (Fama & Jensen, 1983) Assim, como

níveis maiores de endividamento proporcionam um maior controlo por parte dos credores em relação à empresa, observa-se que empresas onde há controlo por parte familiar, mas que não participam na gestão da empresa, tendem a aumentar a dívida, para que haja uma maior supervisão dos credores, evitando assim comportamentos indesejáveis por parte dos gestores. (Diego, 2017) Por outro lado, os níveis de endividamento tendem a ser mais baixos, quando são os próprios familiares a participarem no órgão de gestão, pois, já não há a necessidade de prevenção de comportamentos oportunistas por parte dos gestores, ficando o controlo por parte dos credores sem interesse. (Stulz, 1988, cit. por Rodrigues, 2018)

O endividamento e as práticas de governo das sociedades em PME têm então um objetivo comum, o de impedir a expropriação dos acionistas minoritários por parte de outros acionistas controladores, pelo que em regra, empresas com pior governo das sociedades deveriam ser mais endividadas, dado que a dívida pode substituir outros mecanismos de governo das sociedades na resolução do problema de agência. (Silva, 2009)

A estrutura financeira ou estrutura de capitais, neste contexto, surge então como um mecanismo de controlo interno, para disciplinar e monitorizar. (Cánovas et. al, 2016) Funciona como um mecanismo de governo das sociedades, na medida em que o endividamento opera como fator disciplinador, limita a gestão dos sócios majoritários devido à monitorização por parte dos credores pressionando para o cumprimento das suas obrigações (pagamento da dívida), bem como pelo facto de terem os *cash-flows* livres mais reduzidos, não tendo tanta liberdade para uma gestão discricionária. Dessa forma, parte dos conflitos de agência entre principais são resolvidos, pois, a elevada alavancagem faz com que se tenha de responder aos requisitos da dívida, impedindo assim, que o acionista controlador exproprie a riqueza do acionista minoritário. (Jensen & Meckling, 1976)

De acordo com estes esquemas lógicos, um estudo anteriormente realizado por Cánovas et al. (2016), refere que a relação entre rácio da dívida e a estrutura de propriedade (dívida *versus* concentração de propriedade) nas PME daria resultado a um relacionamento positivo, caso o nível de dívida reduzisse os conflitos entre principais. A relação positiva entre a concentração de propriedade e o nível de dívida, significaria que a concentração acionista ajuda a resolver os conflitos entre principais, porque a entrada de credores na empresa implicaria um maior controlo e supervisão da gestão, diminuindo a margem de ações que os grandes acionistas poderiam adotar para obter benefícios próprios, em

detrimento dos acionistas minoritários. No entanto, por outro lado, daria lugar a um relacionamento negativo, se para evitar a supervisão dos credores, houvesse uma aliança dos acionistas controladores. Ou seja, se se evitasse a dívida dentro da empresa de forma a impedir o controlo por parte dos credores, com o propósito de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários.

De forma a poder estudar em concreto esta relação, Cánovas et al. (2016), usaram uma amostra de empresas espanholas que não operavam no setor financeiro entre o período de 1998 a 2003. Com o objetivo de obter resultados para a relação entre o nível de dívida de cada empresa e a concentração de propriedade (a percentagem de ações do acionista principal e o grau de controlo), utilizaram como variável dependente o índice de dívida e como variáveis independentes, a concentração das participações societárias/concentração de propriedade; o grau de controlo sobre a empresa; o tipo de acionista principal; e ainda outras variáveis determinantes da alavancagem. Os autores analisaram também, a relação da dívida com o tipo de acionista principal, através da utilização de variáveis *dummies* (acionista principal é uma empresa, ou, acionista principal é um individuo ou família).

Obtiveram resultados para a relação da dívida das empresas com a concentração de propriedade, com o grau de controlo e ainda com o tipo de acionista principal. O estudo mostrou que uma propriedade mais concentrada contém níveis de dívida mais baixos, o que mostra que um acionista controlador evita a supervisão dos credores e evita as dívidas para poder expropriar a riqueza dos acionistas minoritários.

Por outro lado, e associando o tipo de principal acionista com o rácio da dívida, este mesmo estudo chegou à conclusão que a presença de um individuo ou grupo familiar como principal acionista, em vez de uma corporação, faz com que o índice de endividamento aumente, significando que essas empresas precisam/usam mais dívida para reduzir os conflitos de agência entre principais. Isto é, em comparação com os conflitos de empresas, cujo principal acionista é uma corporação, estes conflitos precisam de um maior controlo e monitorização por parte dos credores, para se conseguir impedir a expropriação de benefícios em detrimento dos acionistas minoritários. Assim sendo, os conflitos entre principais nas empresas familiares são eliminados com o uso de maior nível de dívida para manter o controlo das famílias nas empresas.

Outros autores, como Rodrigues (2018), cujo trabalho analisa o governo e a estrutura de endividamento (para o caso das PME portuguesas), propôs-se responder a questões tais

como: A natureza da propriedade influencia o modo como as empresas estruturam o seu endividamento? Ou, a concentração da propriedade condiciona a estrutura do endividamento? O autor baseou as suas hipóteses em estudos anteriormente realizados com o objetivo de analisar a importância da natureza da propriedade no endividamento e a influência da concentração da propriedade no endividamento, fundamentou as suas hipóteses em evidências, tais como: empresas familiares possuem níveis de endividamento mais elevados relativamente às não familiares e quanto mais concentrada for a propriedade, menor será o conflito de interesses entre os proprietários e gestores, proporcionando assim um melhor desempenho empresarial. Este autor, chegou à conclusão de que a estrutura do endividamento é divergente em função do tipo de empresa, sendo que, as empresas familiares apresentam maior endividamento, bem como, quanto maior o desempenho, menor o endividamento, independentemente de a empresa ser familiar ou não.

Hermassi, Adjaoud e Aloui (2015), investigaram evidências empíricas do Canadá, sobre o efeito do governo das sociedades e estrutura de propriedade na estrutura de capital, observaram que a estrutura de propriedade tem um efeito importante na alavancagem da empresa, o que poderá representar uma relação positiva entre a concentração de propriedade e alavancagem (empresas com uma concentração de propriedade mais elevada tendem a ter níveis mais altos de dívida). No entanto, quando se fala de propriedade familiar, esta pode estar associada negativamente à estrutura de capital, pois, empresas familiares evitam o financiamento externo para manter o controlo. Estes autores, no que se referem à hipótese da estrutura de propriedade ter um impacto significativo na estrutura de capital, chegaram à conclusão que a propriedade familiar, tem um impacto negativo na estrutura de capital e que empresas familiares têm maiores níveis de dívida que as outras.

Como podemos perceber, estes estudos, que no global se referem à importância da influência da concentração e da natureza da propriedade no endividamento, têm objetivos muito similares. O estudo de Cánovas et al. (2016), tem como principal objetivo perceber a relação entre o rácio da dívida e a estrutura de propriedade (dívida *versus* concentração de propriedade), bem como a relação da dívida com o tipo de acionista principal. Já o estudo de Rodrigues (2018), tem como finalidade analisar o governo e a estrutura de endividamento. Não menos importante, a investigação de Hermassi et al. (2015), passa pela análise do impacto do governo das sociedades e da estrutura de propriedade sobre a

estrutura de capital, ou seja, os três estudos centram-se na estrutura de capital, mais especificamente no endividamento.

Já no que respeita à amostra e à metodologia utilizada por estes autores, os estudos já divergem. Enquanto, Cánovas et al. (2016) e Rodrigues (2018), estudam este tema para as PME, empresas mais pequenas com características de uma propriedade mais concentrada, o estudo de Hermassi et al. (2015), por outro lado, referencia empresas maiores num mercado maior. A amostra de Cánovas et al. (2016), inclui 2.544 PME espanholas que não operam no setor financeiro no período de 1998 a 2003; a amostra de Rodrigues (2018), inclui 14.203 PME portuguesas, das quais 12.218 (86,03%) são familiares; sendo a amostra de Hermassi et al. (2015), constituída por 117 empresas do Canadá cotadas no Índice da Bolsa de Valores de Toronto, no período de 2008 a 2011.

Olhando para as conclusões acima enunciadas, podemos verificar que quanto à relação entre estrutura de propriedade e dívida, os autores Cánovas et al. (2016), chegaram à conclusão que uma propriedade mais concentrada contém níveis de dívida mais baixos, enquanto os autores Hermassi et al. (2015), concluíram que pode existir uma relação positiva entre a concentração de propriedade e alavancagem, ou seja, empresas com uma concentração de propriedade mais elevada tendem a ter níveis mais altos de dívida. Esta diferença de resultados, pode ter surgido devido ao tipo de empresas em estudo para cada um dos casos: no caso de Cánovas et al. (2016), as empresas estudadas (empresas espanholas) regem-se pelo direito civil e tendem a ter concentração de poder em poucos acionistas, características que fazem com que seja normal, que em comparação com empresas canadianas que se regem pelo direito comum (onde a propriedade é amplamente dispersa), haja uma maior aversão à dívida por causa do controlo a que lhe está associado.

Quando se associa o tipo de principal acionista com a dívida e se refere a presença de um individuo ou grupo familiar como principal acionista, em vez de uma corporação, Cánovas et al. (2016) e Rodrigues (2018), concluem que, as empresas familiares estão associadas a índices de endividamento maiores, com a explicação que essas empresas usam mais endividamento para reduzir os conflitos de agência entre principais. Acrescentam ainda, que um dos motivos para essa conclusão é a existência de controlo por parte familiar, mas sem participação na gestão da empresa; sendo que desse modo, os acionistas tendem a aumentar a dívida, para que haja uma maior supervisão dos credores, evitando assim comportamentos indesejáveis por parte dos gestores. Pelo contrário, como

referem Hermassi et al. (2015), na sua conclusão, a propriedade familiar tem um impacto negativo na estrutura de capital, ou seja, o estudo concluiu que empresas familiares evitam o financiamento externo para manter o controlo.

Assim, podemos observar na tabela 1, que para o mesmo tópico existem conclusões diferentes consoante o estudo realizado. Na literatura especializada verifica-se que dois dos estudos que analisam a relação entre concentração de propriedade e endividamento, chegam a conclusões contrárias: sendo que para PME espanholas, os autores encontraram uma relação negativa; no entanto, outros autores encontraram uma relação positiva para empresas cotadas no Índice da Bolsa de Valores de Toronto (Canadá). Por outro lado, no que diz respeito à relação entre propriedade familiar e endividamento, dois dos estudos apontam uma relação direta (chegado à conclusão de que empresas familiares estão ligadas a índices de dívida mais elevados), enquanto o terceiro estudo referido na tabela 1 contrapõe esta mesma conclusão, indicando uma relação inversa entre a propriedade familiar e a dívida.

Tabela 1- Comparação entre estudos anteriores que analisam a relação existente entre Estrutura de Propriedade e Dívida

	<b>Cánovas, Vera e Vidal (2016)</b>	<b>Rodrigues (2018)</b>	<b>Hermassi, Adjaoud e Aloui (2015)</b>
<b>Tema</b>	Relação entre Concentração de Propriedade e Nível de Dívida	O Governo e a Estrutura de Endividamento	O efeito do Governo das Sociedades e Estrutura de Propriedade na Estrutura de Capital
<b>Caraterísticas da amostra</b>	PME espanholas	PME portuguesas	Empresas cotadas no Índice da Bolsa de Valores de Toronto (Canadá)
<b>Relação entre Concentração de Propriedade e Endividamento</b>	Propriedade mais concentrada contém níveis de dívida mais baixos	_____	Concentração de propriedade mais elevada tende a ter níveis mais altos de dívida
<b>Relação entre propriedade familiar e Endividamento</b>	Empresas familiares estão associadas a índices de endividamento maiores	Empresas familiares estão associadas a índices de endividamento maiores	Empresas familiares evitam o endividamento para manter o controlo

Fonte: Estudo de Cánovas, Vera e Vidal (2016); Hermassi, Adjaoud e Aloui (2015); Rodrigues (2018)

## 1.5. Hipóteses de Partida

Tendo em conta que o objetivo do presente estudo é analisar, para uma amostra de PME portuguesas, a relação entre estrutura de propriedade e a dívida, esta como forma de mecanismo de governo das sociedades, podem-se formalizar, de acordo com a revisão da literatura apresentada, um conjunto de hipóteses de partida que procuram responder a diversas questões de investigação face a esta problemática.

A entrada de credores na empresa implica um maior controlo e supervisão da gestão, diminuindo a possibilidade dos acionistas majoritários conseguirem influenciar a entidade em seu benefício, em detrimento dos acionistas minoritários. Desse modo, a obtenção de uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o nível de dívida, poderia significar que a concentração acionista ajuda a resolver os conflitos entre principais. No entanto, um relacionamento negativo, indicaria uma aliança dos acionistas controladores para evitar a supervisão, de forma a impedir o controlo por parte dos credores, com o propósito de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários.

Com o propósito de estudar a relação da dívida das empresas com a concentração de propriedade optou-se por seguir a mesma linha de Cánovas et al. (2016), visto que o tecido empresarial português se aproxima de certa forma ao espanhol. Assim, como os autores acima mencionados concluíram que uma propriedade mais concentrada contém níveis de dívida mais baixos, enuncia-se a seguinte hipótese:

H1: Empresas com estrutura de propriedade concentrada têm menor nível de dívida.

A outro nível, o tipo de acionista principal (empresa ou indivíduo/família), como já foi referido também é um determinante com influência na estrutura de capital de uma empresa; sabe-se que nas empresas onde há controlo por parte familiar, mas que não participam na gestão da empresa, tendem a aumentar a dívida, para que haja uma maior supervisão dos credores, evitando assim comportamentos indesejáveis por parte dos gestores (Diego, 2017). Tal como, os níveis de endividamento tendem a ser mais baixos, quando são os próprios familiares a participarem no órgão de gestão, pois, já não há a necessidade de prevenção de comportamentos oportunistas por parte dos gestores, ficando o controlo por parte dos credores sem tanto interesse. Seguindo a linha de Cánovas et al. (2016), (pelas mesmas razões que as anteriormente expressas) empresas com principal acionista indivíduo/familiar precisam/usam mais endividamento para reduzir os conflitos de agência entre principais, o que significa que os conflitos entre principais nas empresas familiares são minimizados com o uso de maior nível de dívida para manter o controlo das famílias nas empresas.

Com o intuito de analisar a relação da dívida com o tipo de acionista principal formulou-se a seguinte hipótese:

H2: Empresas cujo principal acionista é uma família têm maior nível de dívida.

Como já se mencionou, as estruturas de propriedade das empresas dependem muito do nível de concentração acionista, podendo ser uma concentração mais dispersa ou mais concentrada. Sendo a estrutura acionista medida pelo número de detentores de capital social, existem autores, como Güner, Malmendier e Tate (2005), que encontraram evidências sobre a influência que a estrutura acionista tem sobre o financiamento das empresas. Tendo por base o número de acionistas de uma empresa, sabe-se que normalmente esse número difere consoante o tipo de propriedade. Nas empresas com propriedade mais dispersa existe, em média, um grande número de acionistas, enquanto nas concentradas, existem, em média, poucos acionistas e são esses que detêm a grande quantidade de ações. (Jensen & Meckling, 1976)

No que diz respeito à relação existente entre o número de acionistas e o endividamento, Huang e Song (2002, cit. por, Rodrigues, 2018) referem que normalmente os acionistas preferem financiar os seus projetos com capital próprio em vez de recorrer a financiamento externo (porque os credores retêm parte dos rendimentos). Contudo, uma estrutura acionista mais forte influencia a empresa a manter maior nível de dívida. No mesmo sentido, outros autores Crutchley, Jensen, Jahera e Raymond (1999, cit. por Rodrigues, 2018) referem que, existe uma relação positiva entre o número de acionistas e o rácio de dívida. Igualmente, Dai e Franco, (2010, cit. por Rodrigues, 2018), referem que empresas com uma maior dimensão tendem a ter um maior número de acionistas e uma maior procura de dívida. As conclusões destes autores, deve-se ao facto de o fator disciplinador que a dívida acarreta para pressionar para o cumprimento das obrigações (pagamento da dívida) ficar mais vasto quando distribuído por um número maior de acionistas. Dessa forma, a procura de dívida tende a aumentar quando o número de acionistas é também maior, isto porque o fator disciplinador que a dívida contém é distribuído por todos os acionistas e a grande pressão que um acionista poderia sentir individualmente diminui.

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

H3: O número de acionistas exerce influência positiva no endividamento.

## **CAPÍTULO II – [DADOS E METODOLOGIA]**

---

## 2.1. Base de Dados, Amostra, Variáveis

O presente estudo, tem como objetivo analisar a relação entre a estrutura de propriedade e a Dívida, esta como forma de mecanismo de governo das sociedades, para uma amostra de pequenas e médias empresas (PME) portuguesas. Para esse efeito, os dados necessários foram obtidos através da base de dados financeira SABI, no período temporal de 2010 a 2018.

Os critérios utilizados para a obtenção da amostra deste estudo foram:

1. Que todas as empresas tivessem dados para todos os anos e para todas as variáveis em estudo;
2. Empresas “Ativas” à data de 31/12/2018;
3. Empresas sob a forma jurídica de Sociedades por Quotas, Sociedade Unipessoal por Quotas e Sociedades Anónimas;
4. Empresas com número de colaboradores superior a 10 e inferior a 250 (um dos critérios para serem consideradas PME)
5. Empresas do setor da Indústria Transformadora: Código de Atividade Empresarial (CAE) 10 a 33;
6. Empresas com Dívida Financeira no último ano da amostra (2018).

Após a seleção destes critérios, foi obtida uma amostra constituída por 5.918 empresas.

Com o propósito de se conseguir responder às hipóteses anteriormente enunciadas, foram selecionadas as variáveis em estudo:

Variável Dependente:

1. Endividamento (%), representa o nível de dívida da empresa  $i$ , que mostra em que medida a empresa recorre a capitais alheios, obtido através da proporção do passivo sobre o ativo. (Endividamento)

Variáveis Independentes:

1. Concentração de propriedade, medida através de duas variáveis alternativas (Concentração):
  - i) através da percentagem direta de capital do principal acionista (%)
  - ii) através do grau de controlo acionista sobre a empresa, medido pelo indicador de dependência BvD: traduz o grau de independência de uma

empresa face aos seus acionistas, podendo assumir cinco atributos: A, B, C, D e U.

Para Marques (2016), numa empresa onde o indicador de independência BvD (criado por *Bureau van Dijk*) é “A”, nenhum dos acionistas possui mais do que 25% de participação direta ou total. Por outro lado, se o indicador de Independência BvD é “B” quer dizer que a empresa não possui nenhum acionista onde a participação direta ou total é superior a 50%, mas possui um ou mais acionistas com uma participação superior a 25%. Se o indicador de Independência BvD é “C” significa que uma empresa tem um acionista que possui uma participação total superior a 50%. Já se o indicador de Independência BvD for “D”, indica que a empresa possui um acionista com uma participação direta superior a 50%. Por fim, as empresas que não possam ser classificadas em nenhum dos atributos anteriormente descritos, terão o indicador de Independência BvD “U”, que se traduz num grau de independência desconhecido. Assim, quanto maior é a concentração acionista, maior é a categoria alfabética atribuída. No nosso estudo, estes indicadores passarão a receber valor, em que A=1; B=2; C=3; D=4; U=0.

2. Tipo de Acionista Principal, construída através de uma variável *dummy*, que define um acionista principal como um individuo ou família através do recebimento do valor de 1 (resultante da seleção de empresas com acionistas do tipo “*one or more individual or families*” na base de dados SABI) e de 0 nos restantes casos (TipoAcionistaPrincipalFamiliar);
3. Número de acionistas, exhibe o número de acionistas da empresa *i*. (NºAcionistas).

Outras variáveis de controlo:

1. Rendibilidade sobre o total do ativo (ROA);
2. Grau de Intangibilidade, medido através dos ativos intangíveis em relação aos ativos totais (Intangibilidade);
3. Dimensão da Empresa, mensurado pelo logaritmo do total do ativo (DimensãoEmpresa);
4. Anos de antiguidade da empresam, medidos em 2018 (Antiguidade).

Tabela 2 – Variáveis em Estudo e Forma de Cálculo

<b>Variável Independente</b>			
<b>Endividamento</b>			
<b>Fórmula</b>		<b>Unidade de Medida</b>	
Passivo / Ativo		Percentagem (%)	
<b>Variáveis Dependentes</b>			
<b>Concentração de Propriedade</b>			
% Direta de Capital do Principal Acionista		Grau de Controlo (Índice BvD)	
<b>Fórmula</b>	<b>Unidade de Medida</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Código de transformação</b>
% obtida diretamente da base de dados	% (percentagem)	Índice (de A a D e U) obtido diretamente da base de dados	A=1; B=2; C=3; D=4; U=0
<b>Tipo de Acionista Principal Familiar</b>			
<b>Fórmula</b>	<b>Código de transformação</b>		
Variável <i>Dummy</i>	1 = se acionista principal é família; 0 = outra situação		
<b>Variáveis de Controlo</b>			
<b>Rendibilidade sobre o Ativo (ROA)</b>			
<b>Fórmula</b>		<b>Unidade de Medida</b>	
Resultado líquido do período / Ativo		Percentagem (%)	

<b>Grau de Intangibilidade</b>	
<b>Fórmula</b>	<b>Unidade de Medida</b>
Ativos Intangíveis / Ativos Totais	Porcentagem (%)

<b>Dimensão da Empresa (Logaritmo de Ativo)</b>	
<b>Fórmula</b>	<b>Unidade de Medida</b>
Log (Ativo Total)	€

## 2.2. Metodologia de Investigação

Em termos de metodologia, este estudo utiliza regressões para dados em painel, através do Método OLS *pooled* (*Ordinary Least Squares*). Considerando que as principais variáveis do estudo não variam com o tempo (percentagem direta do principal acionista, índice BvD, tipo de acionista principal familiar e número de acionistas) seria desaconselhado usar o modelo de Efeitos Fixos ou o modelo de Efeitos Aleatórios, normalmente mais utilizados para regressões com dados em painel. Dessa forma, optou-se por usar o Método *pooled* OLS, recorrendo a estimativas robustas face à autocorrelação e heterocedasticidade (ausência de homocedasticidade dos resíduos), ou seja, os coeficientes provenientes da regressão linear serão obtidos através da matriz robusta de variâncias e covariâncias (isto porque como comportam uma menor variância, tendem a assumir um menor erro de estimação, e por isso os resultados tornam-se mais fiáveis); serão ainda realizados tratamentos de *outliers* às variáveis endividamento, dimensão da empresa, ROA e número de acionistas.

Com o intuito de encontrar resultados para a relação do nível de dívida de cada empresa com a concentração de propriedade (medida tanto pela percentagem direta do principal acionista - versão 1, como pelo índice BvD - versão 2), com o tipo de acionista principal e com o número de acionistas, irá ser usado o seguinte modelo de regressão:

$$\begin{aligned}
 \text{Endividamento}_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{Concentração}_i + \beta_2 \text{TipoAcionistaPrincipalFamiliar}_i \\
 &+ \beta_3 \text{N}^\circ \text{Acionistas}_i \\
 &+ \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{Intangibilidade}_i + \beta_6 \text{DimensãoEmpresa}_i \\
 &+ \beta_7 \text{Antiguidade}_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

## 2.3. Estatísticas Descritivas

Neste subcapítulo, apresentam-se os resultados obtidos através da análise dos dados relativamente às 5.918 observações utilizadas em estudo.

A tabela 3 reporta as principais estatísticas descritivas, após tratamento estatístico de *outliers*, ou seja, após o tratamento de dados atípicos (valores inferiores ao quartil q0,25 e superiores ao q0,75) que poderiam enviesar os resultados do nosso estudo. Este tratamento é feito através do processo de *winsorizing* (truncamento de valores extremos), onde se optou por truncar os 5% mais baixos e mais altos valores<sup>1</sup>.

São então expostos na tabela 3, os valores médios, mínimos, máximos e desvios padrão pertencentes às variáveis utilizadas:

Tabela 3 – Estatísticas Descritivas

	<b>Média</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio Padrão</b>
<b>% Endividamento</b>	59,11%	98,00%	18,00%	60,17%
<b>% Direta de capital do acionista principal</b>	63,14%	100,00%	0,02%	25,24%
<b>Nº Acionistas</b>	2,59	6	1	2,82
<b>ROA (%)</b>	3,92%	19%	-10%	25,69%
<b>Grau de Intangibilidade</b>	0,49%	76%	0%	0,03%
<b>Dimensão da Empresa (Ativo Total em milhares €)</b>	3361,80€	16588,00€	146,00€	10191,43€
<b>Logaritmo Ativo</b>	3,17	4,00	2,00	0,61
<b>Antiguidade (Nº de Anos)</b>	32,78	306	11	17,20

As empresas que compõe a amostra são maioritariamente do tipo familiar (76%), apenas 1.406 empresas são não familiares em que os principais acionistas são do tipo corporativo, bancos, empresas de financiamento, entre outros. 3.469 empresas (59%) contêm na sua estrutura de capital mais de 50% de endividamento. Em média, as empresas em estudo apresentam uma percentagem de endividamento de 59,11%, o que pode significar que a

<sup>1</sup> No Apêndice 1 são apresentadas as principais estatísticas descritivas antes do tratamento estatístico de *outliers* das variáveis utilizadas em estudo.

estrutura de capital das 5.918 empresas é maioritariamente composto por financiamento externo, variando entre 18% e 98%, com um desvio padrão de 60,17%.

Ao observar a variável de concentração de propriedade (percentagem direta), o capital detido pelos principais acionistas varia entre os 0,02% e 100%, fornecendo a conclusão de que, em média, os acionistas principais têm uma percentagem direta sobre a empresa de 63,14%: sendo mais do que 50% do capital de uma empresa, pode revelar a existência de controlo dos acionistas principais sobre a empresa.

Analisando as variáveis de controlo para a amostra em estudo, a rentabilidade (ROA) das empresas varia entre os -10% e os 19%, apresentando um valor médio de 3,92% e um desvio padrão de 25,69%. O grau de intangibilidade das 5.918 empresas é em média de 0,49%, o mesmo significa que a média do grau de tangibilidade das empresas é de 99,51%, o que se pode traduzir em melhores condições para contrair dívida, devido às maiores garantias que os credores têm sobre as empresas. A dimensão da empresa medida pelo ativo total das empresas, que representa todos os bens e direitos, bem como a totalidade dos recursos financeiros e económicos de uma empresa varia entre os 146 milhares de euros e 16.588 milhares de euros, apresentando um valor médio de 3.362 milhares de euros. Por último, a média das idades das empresas é de 32,78 anos.

A próxima tabela (tabela 4) representa a matriz de correlação de Pearson, que analisa em que medida é que as variáveis se correlacionam. Constatando que, os valores de correlação de Pearson podem variar entre -1 e 1, sendo que quando as duas variáveis em comparação tendem a aumentar ou a diminuir juntas, o valor de correlação é positivo (correlação linear positiva); autores afirmam que valores de correlação altos e positivos indicam que as variáveis são altamente correlacionadas e medem a mesma característica, podendo dar lugar a problemas de multicolinearidade. Estes problemas podem ser graves quando os coeficientes de correlação excedem o valor de 80%, isto porque a multicolinearidade aumenta os erros padrão, o que faz com que algumas variáveis estatisticamente significativas fiquem insignificativas. (Gujarati, 2003)

Por outro lado, quando o coeficiente se aproxima de -1, as variáveis também são correlacionadas, no entanto significa que quando o valor de uma variável aumenta o da outra diminui (correlação negativa). (Gujarati, 2003)

Tabela 4 - Matriz de Correlação de Pearson

	<b>Antiguidade</b>	<b>Dimensão da Empresa</b>	<b>Grau de Intangibilidade</b>	<b>ROA</b>	<b>Nº Acionistas</b>	<b>Tipo Acionista Principal Familiar</b>	<b>Índice BvD</b>	<b>% Direta</b>	<b>Endividamento</b>
<b>Antiguidade</b>	1								
<b>Dimensão da Empresa</b>	0,291	1							
<b>Grau de Intangibilidade</b>	0,0235	0,1531	1						
<b>ROA</b>	-0,1189	0,0129	-0,0356	1					
<b>Nº Acionistas</b>	0,2253	0,0619	-0,0224	-0,0522	1				
<b>Tipo Acionista Principal Familiar</b>	-0,0899	-0,4372	-0,1065	0,0062	0,1949	1			
<b>Índice BvD</b>	-0,0827	0,1247	0,0376	0,0123	-0,3709	-0,1949	1		
<b>% Direta</b>	-0,1543	0,0695	0,0371	0,0381	-0,608	-0,0532	0,8778	1	
<b>Endividamento</b>	-0,2443	-0,1387	0,0243	-0,3244	-0,1032	0,5316	0,0468	0,0735	1

Assim, ao observar as variáveis em estudo, pode-se notar que existe uma correlação linear positiva de 0,9 entre a percentagem direta do principal acionista e o índice BvD; este resultado já era esperado, uma vez que ambas as variáveis medem a mesma característica (concentração de propriedade). Os problemas existentes de multicolinearidade entre estas duas variáveis fez com que fosse necessário a sua separação em duas versões do modelo.

Em relação às restantes variáveis em estudo, apesar de existirem relações lineares entre mais variáveis, nenhuma dessas relações é superior a 80%, o que em princípio faz com que estes coeficientes não sejam significativamente elevados para causarem problemas de multicolinearidade. No entanto, como dito anteriormente todos os resultados futuramente apresentados provêm da matriz robusta de variâncias e covariâncias, de forma a assumirem um menor erro de estimação para fornecerem resultados mais fiáveis.

## **CAPÍTULO III – [RESULTADOS E SUA INTERPRETAÇÃO]**

---

### 3.1. Estimação dos Modelos

Este capítulo está dividido em dois pontos, o primeiro incide sobre a amostra na sua totalidade, ou seja, abrange as 5.918 empresas, entre elas familiares e não familiares com dados para todas as variáveis e anos em estudo. Enquanto no segundo ponto, a amostra é dividida em três subamostras, com o propósito de testar a robustez do nosso modelo: 1ª Subamostra: Dados apenas do ano 2018 (último ano de estudo); 2ª Subamostra: Somente Empresas Familiares e 3ª Subamostra: Somente Empresas Não Familiares

#### 3.1.1. Análise global

A Tabela 5 apresenta a primeira fase do estudo que recai sobre a amostra total, onde evidencia os resultados da estimação do modelo de regressão linear, atrás apresentado, para explicar o endividamento. São apresentadas as duas versões do modelo de regressão com as duas formas alternativas de medida do grau de concentração acionista, já antes referidas (concentração de propriedade medida pela percentagem direta do principal acionista e a concentração de propriedade medida pelo índice BvD).

Tabela 5 – Resultados Modelo OLS (Amostra total)

	Coeficiente (Erro padrão)	
	Versão 1 - % direta	Versão 2 - BvD
<b>Percentagem Direta</b>	0,0401*** (0,0042)	
<b>Índice BvD</b>		0,6698*** (0,0865)
<b>Tipo Acionista Principal Familiar</b>	0,7369** (0,2371)	0,5115* (0,2347)
<b>Nº Acionistas</b>	-0,8497*** (0,0794)	-1,0525*** (0,0728)
<b>ROA</b>	-1,1721*** (0,0139)	-1,1699*** (0,0139)
<b>Grau Intangibilidade</b>	-0,3745 (3,4398)	-0,3377 (3,4393)
<b>Dimensão da Empresa</b>	-3,3781*** (0,1974)	-3,4449*** (0,1984)
<b>Antiguidade</b>	-0,2474*** (0,0064)	-0,2479*** (0,0064)
	$R^2 = 0,1771$	$R^2 = 0,1767$
<b>***p&lt;0,001</b>		

Nesta primeira fase, analisando as 5.918 empresas da amostra total, pode-se notar que a concentração de propriedade (medida pela percentagem direta do acionista principal bem como pelo índice BvD) apresenta um coeficiente estatisticamente significativo e positivo, indicando que a concentração de propriedade tem influência positiva no endividamento. O estudo mostra que quando a percentagem do principal acionista aumenta em 1 p.p. (pontos percentuais), mantendo-se o resto constante, o endividamento aumenta em média 0,04 p.p., (versão 1). A análise utilizando a versão 2, também apresenta evidências que sempre que o grau de concentração aumenta em 1 nível medido pelo índice BvD, *ceteris paribus*, o endividamento aumenta em média 0,67 p.p.. Estes resultados divergem da primeira hipótese apresentada, a qual defende que normalmente uma estrutura de propriedade mais concentrada está ligada a níveis de dívida mais baixos. Em termos teóricos, a obtenção de um resultado oposto ao pressuposto, ou seja, a obtenção de uma influência positiva entre a concentração de propriedade e a dívida, poderá significar que em vez de existir uma aliança dos acionistas controladores para evitar a supervisão dos credores, existe a necessidade de resolver os conflitos entre principais e por esse motivo necessitem de usar um maior nível de dívida. A influência que a dívida exerce na diminuição dos conflitos de interesses provém do controlo praticado pelos credores dentro da empresa que impede a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Já em relação ao tipo de acionista principal, quando este é do tipo familiar, o endividamento aumenta em 0,74 p.p. (versão 1) e 0,51 p.p. (versão 2), *ceteris paribus*, fornecendo evidência de que o tipo familiar como principal acionista tem influência positiva sobre o endividamento, ou seja, em média as empresas do tipo familiar são mais endividadas que as restantes. Estes resultados validam a hipótese número dois. Apesar de sabermos que de acordo com alguns autores, há uma aversão por parte dos acionistas de uma empresa familiar a credores que passem a controlar a entidade (lógica que daria lugar a um resultado oposto ao obtido), sabemos também, que este resultado positivo já surgiu em estudos anteriores, nomeadamente no estudo de Cánovas et al. (2016), em que nos fundamentamos para definir a nossa hipótese e que os resultados obtidos vão ao seu encontro. A justificação encontrada para o facto de empresas familiares em média apresentarem mais endividamento que as restantes, pode passar pela necessidade de terem de usar um maior nível de dívida para reduzir os conflitos de agência entre principais da mesma família quando não existe um bom relacionamento, ou pelo propósito de

conseguir manter o controlo das famílias nas empresas, quando por exemplo, as mesmas não participam na gestão.

Entretanto, o aumento do número de acionistas contribui para diminuir o endividamento, *ceteris paribus*; olhando para os resultados podemos observar que sempre que o número de acionistas aumenta em 1, de acordo com as duas versões do modelo em estudo, o nível de endividamento da empresa diminui em 0,85 p.p. e 1,05 p.p. respetivamente de acordo com a versão 1 e 2. Uma das justificações encontradas para a obtenção destes resultados que não vão ao encontro da terceira hipótese anteriormente apresentada, parte do pressuposto que quanto mais acionistas existem dentro de uma empresa maior é a probabilidade de se formarem grupos maioritários, cujo objetivo não é contrair dívida, dado que não querem estar sobre o controlo dos credores que retêm parte dos seus rendimentos.

Por fim, o aumento da rendibilidade dos ativos, da dimensão da empresa e ainda da antiguidade, contribui para diminuir o endividamento, já em relação ao grau de intangibilidade das empresas, não se obteve resultados estatisticamente significativos. Note-se que o mesmo modelo ao usar a variável percentagem direta do principal acionista, como ao analisar a concentração de propriedade através do índice BvD, explica cerca de 18% da variável dependente, o endividamento.

### **3.1.2. Análise de robustez**

No que se refere à segunda fase deste capítulo optou-se por executar 2 testes de robustez de forma a validar o modelo.

A tabela 6 apresenta o primeiro teste de robustez, trata-se da análise do endividamento em função das observações no último ano em análise. Esse ano, 2018, é o único que contém dados para as principais variáveis explicativas: percentagem direta do principal acionista, Índice BvD, tipo de acionista principal familiar e número de Acionistas. Trata-se, portanto, do único ano em que existem dados para todas as variáveis, razão pela qual se decidiu realizar uma análise de regressão do tipo básico OLS numa subamostra do tipo *cross-section*.

Tabela 6 – Resultados Modelo OLS para o ano de 2018

	Coeficiente (Erro padrão)	
	Versão 1 - % direta	Versão 2 - BvD
<b>Percentagem Direta</b>	0,0364** (0,0130)	
<b>Índice BvD</b>		0,5835* (0,2663)
<b>Tipo Acionista Principal Familiar</b>	0,1193 (0,7109)	-0,0869 (0,7118)
<b>Nº Acionistas</b>	-0,6080* (0,2435)	-0,7997*** (0,2229)
<b>ROA</b>	-1,3302*** (0,0416)	-1,3302*** (0,0416)
<b>Grau Intangibilidade</b>	19,4683* (9,2351)	19,4823* (9,2286)
<b>Dimensão da Empresa</b>	-3,1342*** (0,6096)	-3,1821*** (0,6136)
<b>Antiguidade</b>	-0,1930*** (0,0172)	-0,1937*** (0,0172)
	$R^2 = 0,1979$	$R^2 = 0,1975$
<b>***p&lt;0,001</b>		

Podemos observar que para o ano de 2018, o modelo apresenta um coeficiente estatisticamente significativo para a concentração de propriedade, quer medida pela percentagem direta do principal acionista como pelo índice BvD. Tal como no modelo global, existe uma influência positiva em relação à concentração de propriedade sobre o endividamento. Sempre que a concentração de propriedade aumenta em 1 p.p. ou em 1 nível medido pelo índice BvD, mantendo-se tudo o resto constante, o endividamento cresce em 0,03 p.p. (versão 1) e 0,6 p.p. (versão 2).

Já em relação à variável tipo de acionista principal familiar, esta variável não apresenta resultados estatisticamente significativos, significando que não existe evidência de que sendo o tipo de acionista principal familiar tenha efeito sobre o nível de endividamento das empresas quando é apenas analisado o ano de 2018, não se validando a segunda hipótese de investigação.

O número de acionistas neste modelo também contribui para diminuir o endividamento: sempre que o número de acionistas aumenta em 1, *ceteris paribus*, o endividamento

diminui em 0,61 p.p. (versão 1) e 0,80 p.p. (versão 2), validando assim os resultados do modelo global, mas não validando a hipótese número três.

Por fim, quando são apenas analisados os dados referentes ao ano de 2018, observamos uma diferença referente ao modelo global relativamente ao grau de intangibilidade; em 2018, sempre que o grau de intangibilidade aumenta, contribui para o aumento da dívida da empresa. Já as restantes variáveis de controlo (rendibilidade dos ativos, dimensão e antiguidade das empresas) seguem a mesma linha que no modelo global. Podemos ainda verificar no que respeita ao ano de 2018, ambos os modelos explicam 20% da variação do endividamento

Entretanto, as tabelas 7 e 8, expõem o teste de robustez número dois, em que são apresentados os resultados das empresas de forma separada consoante a sua caracterização: Empresas Familiares e Empresas Não Familiares.

Tabela 7 – Resultados Modelo OLS para Empresas Familiares

	Coeficiente (Erro padrão)	
	Versão 1 - % direta	Versão 2 - BvD
<b>Percentagem Direta</b>	0,0519*** (0,0051)	
<b>Índice BvD</b>		0,5496*** (0,0986)
<b>Nº Acionistas</b>	-0,7214*** (0,0989)	-1,0733*** (0,0904)
<b>ROA</b>	-1,1331*** (0,01641)	-1,1318*** (0,0164)
<b>Grau Intangibilidade</b>	2,0468 (5,3613)	2,0856 (5,3637)
<b>Dimensão da Empresa</b>	-3,5272*** (0,2265)	-3,5380*** (0,2276)
<b>Antiguidade</b>	-0,3190*** (0,0085)	-0,3219*** (0,0086)
	$R^2 = 0,1801$	$R^2 = 0,1787$
<b>***p&lt;0,001</b>		

Relativamente às empresas familiares em estudo, pode-se expor que o coeficiente de regressão para a concentração de propriedade, nas duas versões é positivo e significativo, mostrando evidências que a concentração de propriedade tem uma influência positiva sobre o endividamento das empresas familiares, quer seja medida pela percentagem direta

do principal acionista quer pelo índice BvD. Note-se que esta influência positiva já era obtida no modelo global quando analisado o total da amostra. Sempre que a concentração de propriedade aumenta em 1 p.p., ou em 1 nível medido pelo índice BvD, mantendo-se tudo o resto constante, a dívida da empresa aumenta em 0,05 p.p. (versão 1) e 0,55 p.p. (versão 2). Comparando com o modelo global em que, sempre que a concentração de propriedade aumentava em 1 p.p, ou em 1 nível medido pelo índice BvD, mantendo-se o resto constante o endividamento aumentava em média 0,04 p.p. (versão 1) e 0,67 p.p. (versão 2). Podemos destacar que o efeito da concentração de propriedade no endividamento de apenas empresas familiares é mais forte quando medido pela percentagem direta do principal acionista, mas mais fraco quando medido pelo índice BvD.

Quanto ao número de acionistas, tal como no modelo global, os resultados obtidos em relação a empresas familiares mostram que quanto mais acionistas existem dentro de uma organização, mantendo-se o resto constante, menor é o nível de endividamento dessa empresa.

A rendibilidade do ativo, a dimensão da empresa e a antiguidade da empresa contribuem para a diminuição do endividamento tal como no modelo global. Por fim, podemos verificar relativamente às empresas familiares, ambos os modelos explicam 18% da variação do endividamento e todos os resultados obtidos vão ao encontro do modelo global, excetuando o grau de intangibilidade que deixa de ter significância no modelo.

Em relação aos resultados da análise para apenas empresas não familiares, apresentados na tabela seguinte (tabela 8), estes mostram que a concentração de propriedade para o nível de dívida de uma empresa só é estatisticamente significativa quando medida pelo índice BvD (versão 2), mostrando evidências positivas sobre o endividamento. Por outro lado, quando a análise se refere ao número de acionistas, apenas quando se usa a percentagem direta do principal acionista (versão 1) é que são obtidos resultados estatisticamente significativos, fornecendo evidências de uma influência negativa sobre a dívida.

Tabela 8 – Resultados Modelo OLS para Empresas Não Familiares

	Coeficiente (Erro padrão)	
	Versão 1 - % direta	Versão 2 - BvD
<b>Percentagem Direta</b>	0,0064 (0,0074)	
<b>Índice BvD</b>		0,9802*** (0,1809)
<b>Nº Acionistas</b>	-0,3540** (0,1369)	-0,1547 (0,1291)
<b>ROA</b>	-1,2979*** (0,0266)	-1,2979*** (0,0265)
<b>Grau</b>	-2,7238 (4,3442)	-2,9573 (4,3152)
<b>Intangibilidade</b>		
<b>Dimensão da Empresa</b>	-0,1057 (0,4611)	-0,4907 (0,4639)
<b>Antiguidade</b>	-0,1629*** (0,0081)	-0,1609*** (0,0081)
	$R^2 = 0,1844$	$R^2 = 0,1863$
<b>***p&lt;0,001</b>		

Observamos, assim, que quando se faz a separação entre empresas familiares e não familiares na versão 1 (concentração de propriedade medida pela percentagem direta do principal acionista), apenas são obtidos resultados estatisticamente significativos para as empresas familiares, mostrando que a caracterização das empresas (familiares ou não familiares) tem influência no nível e nos determinantes do endividamento.

Podemos ver também que em relação ao número de acionistas quando se compara com empresas familiares e não familiares, ambos os resultados mostram evidências que quanto maior o número de acionistas menores são os níveis de endividamento (embora no caso de empresas não familiares apenas numa das versões do modelo existam resultados estatisticamente significativos).

Para terminar, a rentabilidade do ativo e a antiguidade da empresa contribuem para a diminuição da dívida, enquanto o grau de intangibilidade e a dimensão da empresa não mostram evidências significativas sobre o endividamento. Ambos os modelos explicam 19% da variação da dívida nas empresas não familiares.

De forma a facilitar as conclusões sobre os resultados obtidos, são apresentadas na tabela 9 as três hipóteses de partida em função de todos as variantes estudadas.

Tabela 9 – Validação das Hipóteses de Partida

	<b>HP1</b>	<b>HP2</b>	<b>HP3</b>
	<b>A concentração de propriedade tem influência negativa na dívida</b>	<b>Empresas cujo principal acionista é uma família têm maior dívida.</b>	<b>O aumento do nº de acionistas contribui para aumenta a dívida</b>
<b>Amostra Total</b>	A concentração de propriedade tem influência positiva na dívida (Invalidada)	O tipo familiar influência positivamente o endividamento (Validada)	O aumento do nº de acionistas contribui para diminuir a dívida (Invalidada)
<b>Apenas ano 2018 (Total de Empresas)</b>	A concentração de propriedade tem influência positiva na dívida (Invalidada)	Sem significância	O aumento do nº de acionistas contribui para diminuir a dívida (Invalidada)
<b>Apenas Empresas Familiares (Total de Anos)</b>	A concentração de propriedade tem influência positiva na dívida (Invalidada)	_____	O aumento do nº de acionistas contribui para diminuir a dívida (Invalidada)
<b>Apenas Empresas não familiares (Total de Anos)</b>	A concentração de propriedade tem influência positiva na dívida (Invalidada)	_____	O aumento do nº de acionistas contribui para diminuir a dívida (Invalidada)
<b>Nº Vezes de validação da HP</b>	0	1	0

Observa-se que em todas as versões da amostra analisadas, o aumento da concentração de propriedade tem efeitos positivos no endividamento e que pelo contrário, o aumento do número de acionistas nas empresas gera diminuição da dívida. Por outro lado, o tipo de acionista principal só tem resultados significativos quando analisada a amostra no seu global, fornecendo a evidência que o tipo familiar ajuda a aumentar o endividamento nas organizações.

## **CAPÍTULO IV – [CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E LINHAS FUTURAS DE INVESTIGAÇÃO]**

---

Os conceitos de Governo das Sociedades, Estrutura de Propriedade e de Teoria de Agência estão associados e interligados. Tal como defendem os autores Arruda et al. (2008), uma das razões para o estudo do governo das sociedades e de cada vez ter mais ênfase no mundo empresarial é o facto de ajudar a minimizar conflitos de interesses. Conflitos estes espelhados na teoria de agência e resolvidos em parte através de tomadas de decisão tendo em conta os interesses dos sócios, mas também os interesses dos gestores. Outros autores como Dyck e Zingales (2004), concluem que estes conflitos divergem consoante as diversas características da estrutura de propriedade de uma empresa. Como vimos, no caso de Portugal, como se trata de um país de direito civil, a propriedade tende a apresentar níveis de concentração mais elevados, que consequentemente faz com que acionistas minoritários estejam menos protegidos, dando lugar a conflitos de interesses entre principais (entre acionistas).

Assim, o presente trabalho tinha como principal objetivo analisar o comportamento da dívida face à estrutura de propriedade para uma amostra de 5.918 PME, como sendo o endividamento uma forma de mecanismo de governo das sociedades em relação aos conflitos de agência entre acionistas. Para esse efeito foi analisado o comportamento de três variantes da estrutura de propriedade (concentração acionista, tipo de principal acionista e número de acionistas) face ao endividamento das empresas.

Os resultados obtidos no modelo global que analisa as 5.918 PME, mostram que o aumento da concentração acionista medida tanto pela percentagem direta do principal acionista como pelo índice BvD produz um efeito positivo no endividamento. Este resultado não vai ao encontro da hipótese de investigação número um inicialmente proposta, o que em termos teóricos poderá significar que em vez de existir uma união entre acionistas formada pela aversão a credores e ao controlo por parte dos mesmos, existe a necessidade de diminuir os conflitos de interesses entre principais e por isso mais recurso a dívida. Através da entrada de credores na empresa, consegue-se um maior controlo e supervisão da gestão para diminuir a margem de manobra que os grandes acionistas podem adotar em benefício próprio e dessa forma resolver os conflitos de interesses entre principais. Por consequência, isso faz com que níveis de dívida mais elevados estejam ligados à concentração de propriedade quando os acionistas maioritários não conseguem impor a sua força.

Há diversa literatura que defende o facto de empresas familiares quererem manter o controlo das empresas e por esse motivo restringirem a dívida na empresa, no entanto,

outros autores referem também que empresas familiares têm uma maior necessidade de usar o endividamento para reduzir os conflitos de agência entre principais e por essa razão contraem maiores níveis de dívida. A verdade é que no presente estudo e de acordo com os argumentos de Cánovas et al. (2016), obteve-se a evidência de que o tipo familiar como principal acionista tem influência positiva sobre o endividamento, demonstrando que empresas familiares usam mais capital alheio para diminuir os conflitos entre acionistas. Pode-se apontar duas das razões possíveis para essa evidência: existência de relações menos boas entre sócios familiares por motivos pessoais ou pelo facto de não participarem na gestão da própria empresa. Através do teste de robustez a empresas não familiares chegamos também à conclusão de que quando a concentração de propriedade é medida pela percentagem direta do principal acionista, a dívida exerce influência apenas nas empresas familiares, transmitindo que a circunstância de serem empresas familiares ou não, tem impacto no comportamento das mesmas sobre o endividamento.

Sendo o número de detentores de capital social usado para medir a estrutura acionista e uma variante do endividamento que difere consoante a concentração de propriedade (Güner, Malmendier & Tate 2005), é analisada a relação existente entre a dívida e o número de acionistas. O estudo chegou à conclusão que existe uma influência negativa, resultado este que não vai ao encontro da hipótese número três em estudo, mas pode ser justificado pelo argumento de normalmente os acionistas preferirem financiar os seus projetos com capital próprio em vez de recorrer a financiamento externo, dado que os credores retêm parte dos seus rendimentos.

As principais limitações deste estudo centram-se na amostra utilizada, pelo facto de não haver informação anual para as principais variáveis explicativas. Por consequência, impede a utilização dos modelos de regressão mais aconselhados para base de dados em painel.

Apesar da limitação identificada e de outras que podem ser apontadas, considera-se que o estudo realizado permitiu contribuir para compreender melhor a relação existente entre a estrutura de propriedade e a dívida como forma de governo das sociedades.

Por fim, importa apontar algumas linhas futuras de investigação, entre elas a exploração/criação de entrevistas/inquéritos a acionistas reais, com o intuito de obter informação sobre as opiniões dos acionistas sobre a existência de dívida na empresa, de forma a melhorar a perceção da relação existente entre endividamento e estrutura de

propriedade. Seria também importante de forma a complementar a análise, realizar ainda mais testes de robustez, dos quais como por exemplo, especializar a amostra em diferentes áreas de subnegócio (por CAE mais desagregado que o usado).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

Abdallah, A.-N., & Ismail, A. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 96 - 115. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443116300737>

Aldrighi, D. M. & Neto, R. M. (2007). Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *RBE* 61 (2), 129–152. Disponível em:

[https://www.researchgate.net/publication/247852631\\_Evidencias\\_sobre\\_as\\_estruturas\\_de\\_propriedade\\_de\\_capital\\_e\\_de\\_voto\\_das\\_empresas\\_de\\_capital\\_aberto\\_no\\_Brasil](https://www.researchgate.net/publication/247852631_Evidencias_sobre_as_estruturas_de_propriedade_de_capital_e_de_voto_das_empresas_de_capital_aberto_no_Brasil)

Arruda, G. S., Madruga, S.R. & Junior, N. I. F. (2008). A corporate governance and theory of agency in compliance with controlling. *Revista Administrativa UFMS*, 1(1), 71 - 84.

Aslan, H. & Kumar, P. (2012). Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies*, 25(7), 2257–2299. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.863.2374&rep=rep1&type=pdf>

Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *The Journal of Financial Research*. 32 (4), 395–422. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1475-6803.2009.01255.x>

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property by Berle and Means: the Martial Roots of a Stakeholder Model of Corporate Governance. *New York Times*. Disponível em: <https://andrewsmith.files.wordpress.com/2017/01/berle-and-meanss-the-modern-corporation-and-private-property-for-upload-jan-2017.pdf>

Brealey, R. Leland, H. E. & Pyle D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2). Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x>

Cánovas, G. H, Vera, A. M. & Vidal, J. S (2016). Ownership Structure and Debt as Corporate Governance Mechanisms: An Empirical Analysis for Spanish SMEs. *Journal of Business Economics and Management*, 17(6), 960-976. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/267301496\\_Ownership\\_structure\\_and\\_debt\\_as\\_corporate\\_governance\\_mechanisms\\_An\\_empirical\\_analysis\\_for\\_Spanish\\_SMEs](https://www.researchgate.net/publication/267301496_Ownership_structure_and_debt_as_corporate_governance_mechanisms_An_empirical_analysis_for_Spanish_SMEs)

Costa, D.C. (2019). Efeito da estrutura de propriedade e de gestão na performance financeira das PME Ibéricas. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Disponível em: [https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/15973/1/diogo\\_costa\\_MFE\\_2019.pdf](https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/15973/1/diogo_costa_MFE_2019.pdf)

Crisóstomo, V. L., Brandão, I. F. & López-Iturriaga, F. J. (2019). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531918310997>

Cunha, V. & Rodrigues, L. L. (2018). Determinantes da divulgação de informação sobre a estrutura de governança das empresas portuguesas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*.

Diego, J. P. (2017). Sovereign debt maturity structure under asymmetric information. *Journal of international economics*, 108(1), 243-259. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199617300624>

Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>

Erfurth, A. E. & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de Resultados nos diferentes níveis de Governança Corporativa. *Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 32-42. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/3372/337228653003.pdf>

Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94034](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034)

Gujarati, D. N. (2003). Basis econometrics. *United States Military Academy, McGraw-Hill Higher Education*. Disponível em: <http://zalamsyah.staff.unja.ac.id/wp-content/uploads/sites/286/2019/11/7-Basic-Econometrics-4th-Ed.-Gujarati.pdf>

Güner, B., Malmendier, U. & Tate, G. (2005). The Impact of Boards with Financial Expertise on Corporate Policies. *Stanford University Working Paper*. Disponível em: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.214.3892&rep=rep1&type=pdf>

Hermassi, N. Adjaoud, F. & Aloui, C. (2015). The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure: Empirical evidence from Canada. *Association de Recherches et Publications en Management | «Gestion 2000»*, 6(32), 95-114. Disponível em: <https://www.cairn.info/revue-gestion-2000-2015-6-page-95.htm>

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>

Lima, R. E., Araújo, M. B. V. & Fernandes, A. H. (2008). Conflitos de Agência: Um Estudo Comparativo dos Aspectos Inerentes a Empresas Tradicionais e Cooperativas de Crédito. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(4), 148 – 157. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/2352/235217197010.pdf>

Marques, C. S. B. (2016). Determinantes do Relato Integrado: uma comparação internacional. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão. Faculdade de Economia Universidade do Porto.

Mendes, A. P. S. (2001). Teoria da agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa. Tese de Doutorado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-24012002-114443/pt-br.php>

Neto, A. S. (2009). Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo, Brasil. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-22042009-143539/pt-br.php>

OCDE (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. Disponível em: <https://cgov.pt/o-ipcg/45-codigos/regulamentacao-complementar/1137-principios-de-governo-das-sociedades-do-g20-e-da-ocde>

Oliveira, H. M. S. (2015). A Estrutura Concetual da Informação Financeira e o Governo das Sociedades: Análise da Relação entre as Características das Empresas Cotadas em Portugal e a Informação Divulgada. Tese de Doutorado na Universidade de Vigo, Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais. Espanha. Disponível em: <http://www.investigacion.biblioteca.uvigo.es/xmlui/handle/11093/507>

Ramos, G. M. & Martinez, A. L. (2006). Governança Corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 3(6), 143-164. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/762/76200609.pdf>

Rodrigues, J. M. P. (2018). O Governo e a Estrutura de Endividamento: O caso das PME's portuguesas. Dissertação Mestrado em Finanças Empresariais. Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Viseu. Disponível em: [https://repositorio.ipv.pt/bitstream/10400.19/5101/1/jose\\_po%c3%a7as\\_rodrigues\\_disserta%c3%a7%c3%a3o.pdf](https://repositorio.ipv.pt/bitstream/10400.19/5101/1/jose_po%c3%a7as_rodrigues_disserta%c3%a7%c3%a3o.pdf)

Santos, M. M. (2013). Teoria de Agência, Governo das Sociedades e Opinião do Auditor. Dissertação Universidade de Aveiro. Disponível em: <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/12162/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o.pdf>

Silva, D. F. A. (2009). O Impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais. Dissertação Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia do Porto. Disponível em: <https://repositorioaberto.up.pt/bitstream/10216/53856/2/DISSERTDanielSilva.pdf>



**Apêndice I – [Tabela de Estatística Descritiva sem Tratamento de Outliers]**

	<b>Média</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio Padrão</b>
<b>% Endividamento</b>	<b>62,59%</b>	7120,26%	0,00%	60,17%
<b>% Direta de capital do acionista principal</b>	<b>63,14%</b>	100.00%	0.02%	25,24%
<b>Nº Acionistas</b>	<b>2,76</b>	107	1	2,82
<b>ROA (%)</b>	3,26%	377,66%	-4754,60%	25,69%
<b>Grau de Intangibilidade</b>	0,49%	76%	0%	0,03%
<b>Ativo Total (Dimensão Empresa) (€)</b>	4238,80€	310926,70€	1,60€	10191,43€
<b>Logaritmo Ativo</b>	3,17	4,00	2,00	0,61
<b>Antiguidade (Nº de anos)</b>	32,78	306	11	17,20