

## **O Impacto das Relações Bancárias e do Governo da Empresa no Desempenho: O caso das PME's Portuguesas.**

### **Resumo**

Este trabalho tem por objectivo analisar o modo como as relações bancárias e o governo da empresa, condicionam o desempenho empresarial, tendo por base uma amostra de 4.163 pequenas e médias empresas (PME's) portuguesas.

As PME's têm sido nos últimos anos, objecto da atenção de numerosos trabalhos, pela capacidade que têm de gerar emprego e pelo papel que desempenham como criadoras de riqueza. Em sistemas de mercado, as questões de sobrevivência, a complexidade e o dinamismo da envolvente empresarial obrigam a um conhecimento cada vez mais profundo das organizações bem como das variáveis ou factores que se convertem em elementos chave do seu desempenho.

Numerosos autores são unânimes em realçar os factores de carácter interno que condicionam o desempenho empresarial destacando: as relações bancárias (Degryse & Ongema, 2001; Ongema & Smith, 2001), o governo da empresa (Bhagat & Bolton, 2008), os recursos humanos (Rogoff, Lee & Suh, 2004), o marketing (Kara, Spillan & Deshields, 2005), a qualidade, a inovação e os recursos tecnológicos (Donovan, 1996), os valores culturais e os sistemas de informação (Tse & Soufani, 2003). Este estudo volta-se para os dois primeiros.

Os bancos e as empresas estabelecem relações que permitem superar problemas de assimetria de informação aliviando, desse modo, as dificuldades sentidas na obtenção de recursos financeiros. Face às dificuldades em aceder ao mercado de capitais, o mercado de crédito constitui a principal fonte de financiamento das PME's, pelo que o estudo da intermediação bancária ganha particular relevância, nomeadamente quando se pretende avaliar o seu contributo no desempenho daquelas empresas (Boot, 2000).

Paralelamente, as especificidades que estas empresas encerram, nomeadamente a natureza familiar que a estrutura de propriedade e controlo lhes confere, remetem-nos para o estudo do papel exercido pelo governo da empresa e dos diferentes mecanismos de controlo, no cumprimento dos propósitos empresariais. Como referem Denis e McConnell (2003) este desenrola-se em torno de duas grandes correntes de investigação: i) uma preocupada com as variáveis relacionadas com a estrutura de propriedade e ii) outra realçando os aspectos mais institucionais, como sejam os ligados ao conselho de administração e ao director geral.

O modelo proposto pretende evidenciar o poder explicativo de um conjunto de atributos que caracterizam as relações bancárias e o governo da empresa, no desempenho empresarial, com recurso a uma amostra de empresas portuguesas utilizando o modelo de regressão múltipla.

Os resultados indicam que o número de bancos com que a empresa trabalha e a duração da relação bancária influenciam negativamente a rendibilidade empresarial. Relativamente aos elementos caracterizadores do governo empresarial, verifica-se que o desempenho é condicionado negativamente pelo número de accionistas/sócios e pela participação dos gestores no capital da empresa e, positivamente, pela natureza industrial da propriedade e pela dimensão do conselho de administração.

## 1. Revisão da literatura

A questão do relacionamento bancário constitui um tema complexo mas incontornável quando se pretende analisar o desempenho financeiro das empresas, na medida em que condiciona as condições do seu financiamento.

O relacionamento bancário está geralmente associado à relação informacional que se estabelece entre o banco e o cliente (com destaque para o cliente de crédito), influenciando as condições contratuais propostas para os vários produtos e serviços bancários adquiridos ou a adquirir por este. Boot (2000, p.10) define o relacionamento bancário como “o fornecimento de serviços bancários/financeiros prestados ao cliente (empresa) por um banco (intermediário financeiro) que investe na recolha de informação específica (informação privada) para avaliar a sua rendibilidade, tomando em consideração as múltiplas interações mantidas ao longo do tempo”. Degryse e Ongena (2007) afirmam que os bancos como principais credores reduzem as assimetrias de informação, sinalizam a qualidade da empresa ao mercado, aumentam a disponibilidade de crédito e exercem, paralelamente, um papel disciplinador junto dos gestores, impedindo-os de levar a cabo projectos sem viabilidade. A troca de informação que decorre da relação bancária regista um elevado grau de privacidade, fruto da confiança estabelecida (Groessl & Levratto, 2004). Esta, por sua vez, resulta de num processo de aprendizagem marcado por experiências positivas vividas pelos intervenientes no contrato de crédito que permite reduzir o clima de incerteza em torno da relação.

A solidez da relação avalia-se a partir das seguintes dimensões: a *duração* da relação, a *extensão* de serviços adquiridos e o *número* de relações bancárias (Degryse & Ongena, 2007; Freixas, 2005).

A *duração* da relação é a medida mais utilizada, estabelecida pelo tempo que decorre desde o início da relação. A importância desta, prende-se com o facto de reflectir informação privada acumulada durante vários períodos de tempo pelo credor e que dificilmente se transfere para fora da relação. De acordo com Ongena e Smith (2001), à medida que a relação se estabelece, a instituição de crédito pode observar, apreender e utilizar informação privada sobre os seus clientes, determinante na celebração de novos contratos. Na perspectiva da empresa, esta é sinónimo do cumprimento do serviço da dívida, da viabilidade do projecto e da solvência do seu promotor.

A segunda dimensão é a *amplitude* (extensão dos serviços adquiridos). Ongena e Smith (2001), definem-na pela quantidade de serviços que o banco oferece e a empresa utiliza. A interacção do cliente com vários produtos financeiros faculta ao banco maior rigor e eficiência na informação obtida. A cedência, por parte do banco, de vários produtos/serviços financeiros permite introduzir uma maior flexibilidade contratual, fixar políticas de preços em função dos diferentes serviços e aprender mais sobre a capacidade de reembolso da empresa. A extensão dos produtos bancários adquiridos pode condicionar a concessão de crédito por vias distintas: i) incrementa a informação do banco sobre a empresa e ii) o banco pode diluir os custos fixos da recolha e tratamento da informação por um leque mais alargado de produtos e serviços (Bornheim & Herbeck, 1998).

Por fim, a outra variável utilizada é o *número de relações bancárias* simultâneas que a empresa estabelece. As relações bancárias podem ser classificadas, quanto ao número de intervenientes, em bilaterais (empresa e um banco) e multilaterais (empresa e vários bancos). Para Diamond (1984), as relações bilaterais concedem maior incentivo ao banco credor para supervisionar a actividade da empresa e permitem eliminar a duplicação dos esforços de vigilância e controlo. No entanto esta relação confere ao banco um monopólio informacional que pode ser utilizado em benefício próprio, condicionando as decisões de investimento da

empresa (Rajan, 1992; Sharpe, 1990). As empresas, antecipando estes problemas (*hold-up problem*), são incentivadas a estabelecer ligações multilaterais.

A relação bancária fomenta a produção e partilha de informação carecendo, em muitas circunstâncias, de avaliação prévia relativamente à sua credibilidade. A presença de assimetrias de informação na relação bancária origina problemas, cuja solução acarreta custos, designados de agência, particularmente sentidos quando os proponentes ao crédito são de reduzida dimensão e/ou tendencialmente opacos, como o são as PME's (Psillaki, 1995).

A relação bancária propicia benefícios aos intervenientes na medida em que desenvolve a confidencialidade, melhora a flexibilidade negocial, reduz os problemas de agência e permite construir e consolidar uma imagem de reputação (Cánovas & Solano, 2006). Contudo, tem associadas desvantagens, nomeadamente quando os benefícios da relação não são repartidos de forma equitativa. Aquelas decorrem da apropriação de benefícios, quer por parte das empresas (o banco é incentivado a conceder mais crédito do que o verdadeiro risco da empresa comporta – *soft budgeting problem*), quer por parte dos bancos (que aproveita o facto de a empresa estar “amarrada” informacionalmente para impor taxas de juro e preços de serviços mais elevados – *hold-up problem*) (Rajan, 1992; Sharpe, 1990).

Tomando como marco conceptual a teoria da agência, neste estudo pretende-se também avaliar, à luz da investigação existente, a forma como os diversos mecanismos de governo empresarial e a interação que entre eles se estabelece, condicionam o desempenho empresarial.

A separação entre a propriedade e o controlo gera conflitos de interesses entre os investidores (accionistas e credores) e os administradores, daí a necessidade de implementar mecanismos de controlo internos e externos que os harmonizem, face à impossibilidade de celebrar *contractos completos*<sup>i</sup> (Baysinger & Hoskisson, 1990). Os investidores disponibilizam recursos financeiros que precisam de ser remunerados e a empresa deve implementar um conjunto de mecanismos inibidores de obtenção de privilégios por parte de alguns *stakeholder* face aos restantes (Prowse, 1995). A perspectiva dominante na literatura sobre esta problemática centra a sua atenção no conflito de interesses entre investidores (detentores da propriedade) e administradores (controlam e utilizam os recursos) e, conseqüentemente, nas ineficiências daí resultantes. A ausência de conflito ocorre quando a propriedade e o poder de decisão recaem numa mesma pessoa. Quando isto não sucede, o governo da empresa e os seus instrumentos circunscrevem-se à relação que se estabelece entre os investidores e os administradores, cujas decisões condicionam as remunerações daqueles (Shleifer & Vishny, 1997).

A impossibilidade de celebrar contratos completos poderá originar a discricionariedade directiva. Os acordos estabelecidos entre a administração e os investidores contemplam de forma genérica o fim a dar aos recursos afectos à empresa e o destino dos rendimentos gerados. Os problemas de discricionariedade directiva levam a que se estabeleçam mecanismos de governo na empresa através dos quais os investidores assegurem os seus rendimentos. Contudo, nem sempre estes mecanismos funcionam de forma a satisfazer os interesses de todos accionistas ou a garantir a maximização do valor da empresa, daí a necessidade de ao governo empresarial se associarem os instrumentos legais e mecanismos eficazes de controlo para salvaguardar a expropriação dos accionistas minoritários (Johnson, Boone, Breach & Frideman, 2000)

Tem sido difícil reunir consenso em torno do conceito “governo da empresa”, sintoma provável da sua complexidade e abrangência, no entanto, predomina a ideia de que existe uma partilha de poder e de resultados entre as diversas partes, cujos interesses nem sempre são coincidentes. A literatura sobre o governo da empresa, tem dado importância aos problemas

contratuais entre os accionistas e os directivos e ao estudo dos mecanismos postos à disposição dos investidores para controlar os seus recursos e minimizar os conflitos de interesse. No entanto os trabalhos realizados sobre a concentração de propriedade têm vindo a dar um novo enfoque à teoria da agência: desloca a relação principal/agente para a ligação que se estabelece entre accionistas maioritários e minoritários onde a expropriação de “benefícios privados”<sup>ii</sup> assume um papel preponderante, provocando um conflito de interesses (Gregoric & Vespro, 2003).

A literatura que tem sido produzida neste domínio tem por objecto de estudo as grandes empresas. Porém, no âmbito das finanças empresariais, as PME's têm ganho uma importância acrescida pelas particularidades que encerram. Entre estas, destaca-se a natureza familiar que a estrutura de propriedade e o controlo lhes confere, levando a que as relações contratuais que se estabelecem na empresa, para além dos laços económicos contemplem, muitas vezes, laços familiares.

A relação entre o sistema bancário e o governo da empresa tem vindo a suscitar interesse crescente no âmbito das finanças empresariais, sendo o contexto institucional europeu propício a que as entidades financeiras exerçam diferentes papéis na empresa quer como credores e accionistas, quer como participantes nos órgãos de gestão (Byers, Fields & Fraser, 2008).

Num contexto marcado por assimetrias de informação, a literatura tem-se interrogado sobre o papel desempenhado pela participação bancária no desempenho empresarial. Apesar de se verificar um consenso alargado nos trabalhos teóricos que realçam a melhoria na eficiência empresarial daí decorrente, permanece em aberto a questão de se saber se aquela se traduz numa maior rendibilidade para os sócios ou, pelo contrário, se reverte para o banco através da expropriação de benefícios privados (Weinstein & Yafeh, 1998).

Da literatura que tem sido produzida relativa a esta temática, ressalta um consenso alargado de que a relação entre bancos e empresas é uma realidade multi-facetada, onde as oportunidades e as limitações que ocasionam não são necessariamente simétricas para ambas as partes. As características do sistema legal de cada país, a estrutura do sistema financeiro, o peso relativo do mercado de capitais, as normas e as boas práticas bancárias variam, em cada caso, podendo provocar diferenças significativas nos seus efeitos.

## **2. Hipóteses a testar**

A teoria sobre intermediação bancária atribui às relações bancárias um papel preponderante na diminuição das assimetrias de informação. As empresas podem reduzir os problemas de informação, estabelecendo relações estritas com os bancos, e estes por sua vez, investem na recolha e análise de informação dos seus clientes. A proximidade e as repetidas interacções ao longo do tempo podem ser benéficas para a empresa na medida em que lhe permita aceder a uma maior disponibilidade de crédito e a melhores condições contratuais.

A exclusividade da relação bancária incrementa o investimento na reciprocidade da informação e diminui a duplicação dos custos, contribuindo, deste modo, para a maximização do valor da empresa. Contudo, a relação exclusiva confere poder de monopólio ao banco, incentivando-o à prática de comportamentos oportunistas (hipótese de *hold-up*). A outra face da moeda, a relação multilateral, reduz o problema de *hold-up*, mas reduz também os incentivos para a intensificação da relação.

Um dos objectivos deste trabalho é aferir da importância a atribuir a cada uma das hipóteses anteriores no desempenho empresarial, expressas da seguinte forma:

**H<sub>1</sub>:** *O relacionamento da empresa com a instituição financeira pode melhorar o desempenho empresarial.*

Entre as actuações que a empresa pode desenvolver para melhorar o seu desempenho, destaca-se a relação de continuidade que a empresa mantém com a instituição financeira. A revisão da literatura a este propósito, refere que a mesma pode aferir-se através de variáveis instrumentais como sejam: o número de entidades financeiras com que a empresa trabalha habitualmente, a duração da relação ou a amplitude dos serviços financeiros contratados com a instituição financeira. Face aos dados disponíveis, apenas serão testadas as duas primeiras relações, formulando-se as seguintes hipóteses:

**H<sub>11</sub>:** *O número de entidades com que a empresa habitualmente trabalha está relacionado negativamente com o seu desempenho.*

Existem proposições contraditórias em torno da hipótese descrita. Por um lado, um reduzido número de entidades financeiras, ou na situação extrema — um único banco —, permite reduzir as assimetrias de informação, os custos de financiamento e facilitam o acesso ao crédito (Degryse & Ongena, 2001). Por outro, existem argumentos que defendem que os benefícios da concorrência entre as diversas entidades financeiras, superam largamente as vantagens definidas anteriormente (Agarwal & Elston, 2001; Weinstein & Yafeh, 1998).

**H<sub>12</sub>:** *A duração da relação condiciona negativamente o desempenho da empresa.*

Preside a esta hipótese, o argumento de uma relação duradoura permitir ao banco adquirir informação que lhe confere um poder de monopólio. Do lado da empresa surgem custos associados à distorção induzida no investimento (Rajan, 1992), à diminuição do esforço da gestão face às reduzidas restrições de crédito (Dewatripont & Maskin, 1995) e à adopção de estratégias menos agressivas (Bolton & Scharfstein, 1996).

No que se refere ao governo da empresa a concentração da propriedade configura-se como um mecanismo natural de supervisão da actuação dos directivos da empresa. Os accionistas, com uma participação significativa, estão dispostos a assumir essa responsabilidade sempre que os benefícios esperados superem os custos derivados do seu exercício. A influência da estrutura accionista sobre o desempenho empresarial está condicionada pela amplitude dos conflitos de interesses entre accionistas maioritários e os directivos da empresa em que participam, assim como entre os diversos investidores que compõem o capital da empresa. No caso do modelo continental (onde o accionista maioritário assume a natureza de grupo familiar, industrial ou financeiro) os conflitos de interesse são superiores aos verificados no modelo anglo-saxónico, onde os investidores (fundos de investimento, pensões ou companhias de seguros) mantêm um menor conflito de interesses com a empresa participada, não obstante, permanecer um problema de supervisão, nomeadamente em presença de informação privada.

Em alternativa, à concentração de propriedade e ao efeito positivo que pode gerar no desempenho empresarial, alguns autores defendem uma maior dispersão, argumentando que a concentração de propriedade não só reduz a liquidez como aumenta: i) a discricionariedade directiva (Burkart & Panunzi, 2006), ii) o risco assumido pelo investidor maioritário e iii) a obtenção de benefícios privados através da expropriação de riqueza aos accionistas minoritários.

A obtenção de benefícios privados permite formular a hipótese de expropriação segundo a qual os accionistas maioritários utilizam o seu poder de controlo para condicionar as decisões da direcção orientando-as em benefício próprio. No entanto, não se exclui que em simultâneo se cumpra a hipótese da supervisão da propriedade contribuindo para reduzir a discricionariedade directiva e a adopção de estratégias correctas. Contudo, a concentração de

propriedade origina custos que podem anular os benefícios públicos provenientes da supervisão.

Deste modo, a relação entre a concentração de propriedade, a identidade do accionista maioritário e o desempenho empresarial converte-se numa questão empírica cujo resultado depende do equilíbrio entre os benefícios públicos que resultam de uma maior supervisão, dos interesses privados que motivam o investidor maioritário e do grau de conflito de interesses entre accionistas e directivos que permitem maximizar o valor da empresa.

Neste contexto formulam-se as seguintes hipóteses:

**H<sub>2</sub>:** *Os mecanismos de governo condicionam o desempenho empresarial.*

A estrutura de propriedade e as características do conselho de administração constituem os pilares através dos quais o governo da empresa condiciona o desempenho.

**H<sub>21</sub>:** *A estrutura de propriedade está relacionada com o desempenho da empresa.*

A estrutura da propriedade da empresa condiciona o desempenho empresarial, tendo em conta o equilíbrio entre os benefícios privados que o accionista maioritário pode obter (os quais variam em função da identidade do mesmo), os benefícios públicos que resultam de uma determinada estrutura accionista (que se traduz numa maior/menor supervisão e alinhamento de interesses) e dos custos associados ao nível de concentração de propriedade. A estrutura de propriedade agrega as dimensões seguintes:

- Número de accionistas: a fragmentação da propriedade tem um impacto negativo no desempenho
- Identidade do accionista (familiar, industrial, financeira, ...): a natureza industrial da propriedade origina maior desempenho, fruto das sinergias criadas;
- Concentração de propriedade: se os benefícios privados superam os benefícios públicos, verifica-se um impacto negativo no desempenho;
- Participação dos directivos no capital da empresa: esta participação proporciona a obtenção de benefícios privados, condicionando negativamente o desempenho.

**H<sub>22</sub>:** *As características do conselho de administração condicionam de forma positiva o desempenho empresarial.*

A revisão da literatura permite identificar como principais características do conselho de administração a natureza (interna/externa) e a dimensão (Dalton, Daily, Elstrand & Johnson, 1998; Daily, Johnson & Dalton, 2007). No entanto, a disponibilidade de dados, apenas permite testar o número de accionistas que participam na administração e a sua dimensão. A coincidência de papéis (accionista e administrador) apela aos efeitos contraditórios que decorrem da hipótese de expropriação e da supervisão eficiente, prevalecendo a ideia de um maior controlo interno, pelo que se espera uma relação directa com o desempenho. Por sua vez, a eficiência da administração nas suas funções de vigilância e supervisão é avaliada pela sua dimensão. Um maior número de conselheiros proporciona maior pluralidade de opiniões e capacidade para o exercício da supervisão (Pearce e Zahra, 1992), pelo que se espera um impacto positivo no desempenho.

### **3. Metodologia, amostra e dados**

#### **3.1. Modelo proposto**

A presente investigação pretende evidenciar o poder explicativo de um conjunto de variáveis, que caracterizam as relações bancárias e o governo da empresa, sobre o desempenho

empresarial, com recurso a uma amostra de PME's portuguesas utilizando o modelo de regressão múltipla.

Com base na revisão da literatura e atendendo às hipóteses a testar, formulamos o seguinte modelo:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Núm. bancos} + \beta_2 \text{Dur. máxima} + \beta_3 \text{Dur. média} + \beta_4 \text{Dimensão accion.} + \beta_5 \text{Indústria} + \beta_6 \text{Financeira} + \beta_7 \text{Concentração} + \beta_8 \text{Prop. interna} + \beta_9 \text{Dimensão adm.} + \beta_{10} \text{Natureza adm.} + \beta_{11} \text{Micro} + \beta_{12} \text{Pequena} + \beta_{13} \text{Reputação} + \beta_{14} \text{Autonomia financeira} + \beta_{15} \text{Endivid. bancário} + \varepsilon$$

Onde:

Variáveis	Definição
Desempenho	
<i>ROA</i>	Resultados Operacionais / Total Activo
<i>ROE</i>	Resultado Líquido/ Capital Próprio
Relação bancária	
<i>Núm.bancos</i>	Número de bancos em 2007
<i>Dur. maxima.</i>	Número de anos da relação mais longa no período
<i>Dur. média</i>	Valor médio em anos das relações bancárias no período
Governo da empresa	
<i>Dimensão accion.</i>	Número de accionistas/sócios
<i>Industria</i>	Natureza da propriedade industrial. Participação percentual da indústria na estrutura accionista maior do que 50%
<i>Financeira</i>	Natureza da propriedade financeira. Participação percentual de instituições financeiras na estrutura accionista maior do que 50%
<i>Concentração</i>	Índice de <i>Herfindalh</i> $H = \sum_{i=1}^n P_i^2$ onde $P_i$ é a participação do accionista $i$ no capital social da empresa.
<i>Prop. interna</i>	Propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão / propriedade total.
<i>Dimensão adm.</i>	Número de administradores
<i>Natureza adm.</i>	Número de accionistas com cargos de gestão
Variáveis de controlo	
<i>Micro</i>	Classificação do Decreto-Lei nº 372/2007 em micro empresa
<i>Pequena</i>	Classificação do Decreto-Lei nº 372/2007 em pequena empresa
<i>Reputação</i>	Idade da empresa
<i>Autonomia financeira</i>	Capital Próprio / Total Passivo
<i>Endivid. bancário</i>	Passivo Bancário / Total Passivo

### 3.2. Amostra e dados

A selecção de PME's, como objecto de estudo, resulta de estas possuírem um conjunto de características particulares que as demarcam das restantes. Em primeiro lugar, são sujeitas a problemas informacionais de maior dimensão no mercado financeiro, pelo que o valor da relação bancária baseada na reciprocidade de *soft information* assume particular relevância. As empresas de menor dimensão, jovens e informacionalmente opacas, pelo facto de não possuírem historial de crédito e na impossibilidade de divulgar de forma credível a sua qualidade, associada à ausência de separação entre propriedade e a gestão, aumentam consideravelmente a assimetria de informação entre *insiders* e os *outsiders*. Em segundo lugar, as pequenas empresas encontram-se limitadas, quanto à obtenção de recursos externos, às instituições financeiras, na medida em que o mercado da dívida só é acessível a grandes empresas. Em terceiro lugar, estas empresas assumem particular relevância no nosso contexto empresarial. Representam 99,6% das unidades empresariais do país, criando 75,2% dos empregos e representando mais de metade dos negócios (56,4%). São da maior importância em qualquer dos sectores de actividade, mas assumem especial relevância no turismo e construção; ao invés é no sector energético que o seu papel é menos expressivo (Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas Industriais [IAPMEI], 2008).

A principal fonte de informação é a SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) que contém informação contabilística e financeira sobre empresas portuguesas e espanholas. O universo das empresas portuguesas na base de dados (versão 33.1, update 110 – Outubro 2008) é de 332 743, sendo possível obter informação contabilística de 255 770. Como uma das preocupações do estudo se prende com o impacto das relações bancária no desempenho, retiveram-se apenas as empresas constantes na base que em 2003 e em 2007 continham registo de relações com pelo menos uma instituição de crédito, restringindo-se, assim, a amostra a 16.607 empresas. Este procedimento torna possível determinar o número de instituições de crédito cuja relação é igual/inferior a 4 anos.

A necessidade de restringir a amostra às empresas que asseguram um conjunto de requisitos definidos pelo(a): i) Banco de Portugal, ii) viabilidade económica, iii) PME's e iv) propriedade, leva a que se introduzam filtros para obter a amostra objecto de estudo. A Tabela 1 dá conta dos critérios utilizados, dos filtros introduzidos e do número de empresas seleccionadas.

**Tabela 1:** Critérios, filtros e número de empresas

Critérios	Filtros	Anos / número de empresas					
		2007	2006	2005	2004	2003	Comuns
Banco de Portugal	Total Activo > 0*	16.607	16.494	16.529	13.167	14.320	12.388
	Capital Próprio > 0*	15.443	15.497	15.629	12.624	13.519	11.135
	Volume Negócios >0*	15.441	15.443	15.569	12.584	13.454	11.044
	V.A.B. > 0*	15.125	15.238	15.403	12.472	13.356	10.669
Viab económ	R.O. > 0	12.273	12.244	12.423	10.291	10.898	6.250
Decreto-Lei nº 372/2007	Vol. Neg. < 50.000*	12.273	12.239	12.419	10.285	10.890	6.245
	Total Activo < 43.000*	12.273	12.235	12.414	10.276	10.881	6.240
	N. Empreg. < 250	12.269	12.225				6.233
Propriedade	100%	8.527					4.163

\* Milhares de Euros



### 3.3. Variáveis

Tendo por base a literatura optou-se pelos indicadores que a seguir se apresentam para medir cada um os atributos relevantes para este estudo.

Os trabalhos empíricos dedicados ao estudo do desempenho empresarial têm realçado que a quantificação deste se efectua a partir de indicadores de informação de mercado ou de informação contabilística recolhida na empresa. A população objecto de estudo restringe a opção, limitando os indicadores à informação disponibilizada pela empresa.

A utilização de indicadores de rendibilidade como expressão do desempenho empresarial encontra suporte em muitos trabalhos empíricos elaborados sobre esta temática. Entre estes indicadores destacam-se: a rendibilidade económica do activo (*ROA*) e a rendibilidade financeira (*ROE*) (Pedersen & Thomsen, 2001; Wiwattanakang, 2001). No que diz respeito à utilização do *ROA* como indicador de desempenho Joh (2003) refere as vantagens desta, argumentando: i) a existência de mercados de valores ineficientes leva a que o preço das acções não reflecta a totalidade da informação disponível, ii) existe evidência que a rendibilidade contabilística tem uma associação mais forte com a sobrevivência que o *Q de Tobin* e iii) permite avaliar o desempenho de empresas não transaccionadas nos mercados de valores.

A *ROA* mede o desempenho da empresa e reflecte a rendibilidade dos investimentos realizados. Uma vantagem deste indicador decorre de não ser influenciado pela estrutura de capital, pois não inclui os custos financeiros, exprimindo em boa medida a utilização que a empresa faz dos seus activos. A sua expressão analítica é dada pelo quociente entre os resultados operacionais e o activo total. O indicador de rendibilidade financeira *ROE* é calculado pela relação entre os resultados líquidos e o capital próprio.

Para aferir a força da relação bancária a literatura evidencia três indicadores: o número de bancos, a duração e a amplitude dos serviços prestados. Por indisponibilidade de dados, apenas os dois primeiros são objecto de estudo.

O número de entidades bancárias (*Núm. Bancos*) com as quais a empresa estabelece relações, permite classifica-las em bilaterais ou multilaterais. A vinculação bancária é também aferida pela duração expressa pelo número de anos durante os quais a empresa mantém relações com a instituição de crédito. Face à dificuldade em obter este tipo de informação, adoptou-se um procedimento alternativo, que consiste em identificar para cada empresa, as instituições de crédito com as quais manteve relações no período em análise. O indicador, (*Dur. maxima*), exprime o número de anos da relação mais longa que a empresa *i* estabelece com as diferentes instituições de crédito no período 2003 a 2007. A duração média (*Dur. média*) indica o número médio de anos das relações bancárias no período.

No âmbito do governo da empresa, os interesses divergentes entre os *stakeholders* levam a que se desenvolvam mecanismos reguladores de potenciais conflitos, garantindo a prossecução equilibrada e sustentada dos seus objectivos, assentes na estrutura de propriedade e nas características do conselho de administração. Na estrutura de propriedade assume relevância a dimensão, a identidade e a concentração accionista bem como a propriedade interna. Como características do conselho de administração, atribui-se importância ao número de administradores e dentro destes, os que pela sua natureza, são simultaneamente accionistas.

A dimensão da estrutura accionista é dada pelo número de participantes no capital social da empresa (*Dimensão accion.*). A identidade exprime a forma como a titularidade do capital é repartida pelos diferentes grupos de interesse: família, indústria e financeira. Para efeitos de análise são incluídas no modelo duas variáveis dicotómicas: i) *Indústria*, que assume o valor 1

se a propriedade industrial é superior a 50% e 0 nos restantes casos e ii) *Financeira*, que assume o valor 1 se a participação de instituições financeiras é superior a 50% e 0 nos restantes casos.

Como medida de concentração de propriedade adoptamos o índice de *Herfindahl*, calculado pela soma dos quadrados da participação de cada accionista no capital da empresa, variando entre 0 e 10.000 — situação em que um único accionista detém a totalidade do capital (*Concentração*).

A propriedade interna refere-se à participação dos gestores no capital da empresa, avaliada pela propriedade detida por quem na empresa exerce cargos de gestão (*Porp. interna*).

As características do conselho de administração são expressas pelo número de administradores (*Dimensão adm.*) e pelo número de accionistas participantes neste órgão (*Natureza adm.*).

A literatura permite ainda identificar um conjunto de características inerentes à empresa susceptíveis de condicionar as relações em estudo. Salientam-se entre estas: a dimensão empresarial, a reputação e o endividamento. De entre as variáveis de controlo que têm sido evidenciadas pela literatura, tivemos sempre presente a preocupação de não incluir no modelo variáveis que *a priori* se encontram correlacionadas, por construção, com a variável a explicar. Tal preocupação, levou-nos a não considerar algumas das variáveis de controlo que têm sido utilizadas pela literatura.

A dimensão empresarial é avaliada por um conjunto de variáveis que permitem classificar as empresas em função de um vector multi-critério que agrega o número de trabalhadores, o volume de negócios e o total do activo. Como base de trabalho adopta-se o Decreto-Lei nº 372/2007, que permite agregar as empresas em micro, pequenas e médias. Para efeitos de análise são incluídas no modelo duas variáveis dicotómicas: i) *Micro*, que assume o valor 1 se a empresa emprega menos de 10 pessoas e o volume de negócios anual ou balanço total não excede 2.000.000 euros e 0 nos restantes casos e ii) *Pequena*, que assume o valor 1 se a empresa emprega menos de 50 pessoas e o volume de negócios anual ou o balanço total não excede 10.000.000 euros e 0 nos restantes casos.

De acordo com Degryse e Van Cayseele (2000) a idade da empresa reflecte a reputação transmitida de forma aberta ao mercado, desempenhando um papel distinto da informação que o intermediário financeiro adquire de forma privada no decorrer da relação. Neste sentido, a idade, surge como indicador da reputação e sobrevivência da empresa, definida pelo número de anos decorridos desde a sua criação (*Reputação*).

O nível de endividamento constitui um sinal enviado ao mercado sobre a situação da empresa. No âmbito das PME's, atendendo às fortes limitações a que estão sujeitas no acesso ao financiamento externo, este indicador constitui um importante elemento diferenciador ao nível empresarial, reflectindo a capacidade da empresa mobilizar recursos de diferentes origens. Pese a multiplicidade de indicadores utilizados, adoptamos pela *proxy* que considera a relação entre o capital próprio e o passivo (*Autonomia financeira*). Não menos importante é o peso do endividamento bancário no passivo da empresa determinado pelo quociente entre o passivo bancário e o passivo total (*Endivid. bancário*).

#### **4. Resultados**

A Tabela 2 dá conta dos resultados obtidos na estimação do modelo tendo como indicadores de desempenho, a *ROA* e o *ROE*.

**Tabela 2:** Resultados da estimação

Estimação	ROA ( <i>modelo1</i> )			ROE ( <i>modelo2</i> )			Colinearidade	
	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.	Tolerância	VIF
<i>Constante</i>	0,101	5,249	***	0,147	2,086	**		
<i>Núm. Bancos</i>	-0,004	-4,194	***	-0,009	-2,929	***	0,690	1,448
<i>Dur. máxima</i>	0,003	0,531		0,026	1,371		0,594	1,683
<i>Dur. média</i>	-0,003	-1,439		-0,017	-2,255	**	0,561	1,782
<i>Dimensão accion</i>	-0,001	-0,755		-0,009	-2,231	**	0,356	2,805
<i>Industria</i>	0,015	2,502	**	0,036	2,764	***	0,432	2,314
<i>Financeira</i>	0,010	0,530		-0,021	-0,865		0,874	1,144
<i>Concentração</i>	0,000	0,965		0,000	0,389		0,480	2,082
<i>Prop. interna</i>	0,000	-1,160		-0,001	-1,873	*	0,231	4,333
<i>Dimensão adm.</i>	0,002	2,661	***	0,004	2,797	***	0,555	1,803
<i>Natureza adm.</i>	-0,001	-0,418		0,008	1,440		0,202	4,958
<i>Micro</i>	0,000	0,034		-0,016	-1,697	*	0,642	1,559
<i>Pequena</i>	0,006	2,383	**	0,023	4,074	***	0,749	1,335
<i>Reputação</i>	-0,001	-3,580	***	-0,001	-5,629	***	0,899	1,113
<i>Autonomia financ.</i>	0,000	1,494		-0,001	-2,106	**	0,983	1,017
<i>Endivid. bancário</i>	0,046	-10,738	***	-0,121	-8,824	***	0,910	1,099
<i>R Square</i>	0,060			0,032				
<i>Durbin-Watson</i>	1,975			2,015				
<i>F</i>	12,884			12,192				
<i>Sig.</i>	0,000			0,000				
<i>Nº</i>	4 163			4 163				

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Para aferir se os diferentes parâmetros dos modelos são diferentes de zero, utilizou-se o teste *t de student* que permite testar as hipóteses nulas de inexistência de uma relação linear entre a variável dependente e cada uma das variáveis independentes.

O teste *F*, que avalia em termos globais o modelo e não cada um dos parâmetros isoladamente, evidencia, para um nível de significância de 1%, que é de rejeitar a hipótese de nulidade dos coeficientes das variáveis independentes consideradas em cada modelo.

Através do teste *Durbin-Watson* analisa-se a existência de independência entre as variáveis aleatórias residuais, ou seja, se a sua covariância é nula,  $E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$ ,  $i \neq j$ . Uma vez que o valor do teste é 1,975 (modelo 1) e 2,015 (modelo2), próximo de 2, conclui-se pela não existência de autocorrelação entre os resíduos

O modelo de regressão linear pressupõe que as variáveis explicativas são linearmente independentes, isto é, admite a ausência de multicolinearidade. A intensidade da multicolinearidade pode ser analisada através da Tolerância e VIF. A tolerância mede o grau em que uma variável X é explicada por todas as outras variáveis independentes. A tolerância varia entre zero e um, e quanto mais próxima estiver de zero, maior será a multicolinearidade. O valor habitualmente considerado como o limite abaixo do qual há multicolinearidade é 0,1. O inverso da tolerância designa-se por VIF. Quanto mais próximo de zero estiver VIF, menor será a multicolinearidade. O valor habitualmente considerado como o limite acima do qual

existe multicolineariedade é 10, mostrando a Tabela 2 que o valor mais elevado é 4,958 o que indica a inexistência de multicolineariedade.

A Tabela 2 mostra que a variável *Núm. Bancos* é estatisticamente significativa em ambos os modelos. O aumento do número de bancos tem um impacto negativo no *ROA* e no *ROE*, podendo ser justificado pela diminuição do incentivo do(s) banco(s) credor(es) em supervisionar a actividade da empresa, duplicando os esforços de vigilância e controlo. As empresas antecipando problemas de *hold-up* são incentivadas a estabelecer ligações multilaterais. Neste sentido, Thakor (1996) advoga que as empresas devem estabelecer relações multilaterais na medida em que dessa forma reduzem os problemas associados ao racionamento de crédito. O trabalho de Farinha e Santos (2002) debruça-se sobre os factores que determinam o aumento das relações bancárias para as empresas portuguesas e identificam os motivos que as levam a substituir a relação bilateral por relações multilaterais, referindo: i) as empresas de elevados rendimentos aumentam o número de relações bancárias para minimizar os custos de “*hold-up*” e ii) as empresas em dificuldades financeiras aumentam o número de relações bancárias como forma de ultrapassar as restrições de crédito impostas pelo banco da relação. Matias, Serrasqueiro e Costa (2009) num estudo realizado sobre 426 micro e pequenas empresas da região centro de Portugal, concluem que uma maior concentração de crédito junto do banco financiador apresentou na generalidade um impacto positivo nas condições de financiamento, traduzido em menores taxas de juro e maiores montantes de crédito. Os nossos resultados, sustentam um efeito negativo do número de relações bancárias na rendibilidade, em sintonia com o que estudos empíricos anteriores (Castelli & Hasan, 2006; Degryse & Ongena, 2001) têm vindo a evidenciar, contrariando as conclusões de Agarwal & Elston (2001), Weinstein & Yafeh (1998) entre outros.

A *Dur. Média* da relação bancária é significativa apenas no *ROE* exercendo um efeito negativo. Matias et al. (2009) referem ainda que uma maior duração da relação bancária não trás benefícios para as empresas, em termos de melhoria das condições de crédito obtidas. A duração da relação bancária apenas apresenta benefícios ao nível da menor exigência de garantias reais e só nos casos de empresas de menor dimensão, não se reflectindo em menores prémios de risco ou maiores limites de crédito, pelo que conclui que a duração da relação se torna irrelevante enquanto indicador de solidez da relação. Os resultados obtidos encontram-se na linha das conclusões do estudo de Angelini, Salvo e Ferri (1998), contrariando autores como Ljungqvist, Marston, e Wilhelm (2006) e Bharath, Dahiya, Saunders, e Srinivasan (2007)

A *Dimensão accion* tem impacto negativo no *ROE*, na medida em que a propriedade se torna mais fragmentada, as assimetrias de informação maiores e os problemas de agência aumentam entre a propriedade e a direcção. Muitas vezes, associada à fragmentação da propriedade, anda associada a presença de um accionista maioritário, que utiliza a influência que detém em proveito próprio, menosprezando os accionistas minoritários (Burkart & Panunzi, 2006). Os resultados obtidos encontram-se em consonância com o trabalho de Minguez-Vera e Martin-Uego (2007) e em sentido oposto ao de Fürst e Kang (2000)

A natureza *industrial* da propriedade condiciona positivamente o *ROA* e o *ROE*, fruto da transferência de conhecimentos e da redução de custos através de um maior controlo sobre as matérias-primas e produtos acabados, resultado que está de acordo com o trabalho de Demsetz e Villalonga (2001).

O papel que a equipe directiva desempenha na estrutura accionista da empresa, *Prop. Interna*, mostra-se significativa no *ROE* condicionando-o negativamente. Esta participação pode originar comportamentos contraditórios: por um lado a convergência de interesses com os accionistas e, por outro, distanciar-se deste propósito para obter benefícios privados (Jensen &

Meckling, 1976). De acordo com a formulação da convergência de interesses, os resultados melhoram com a concentração de propriedade na mão dos gestores. No entanto, a posse de uma parte significativa do capital da empresa, por parte dos gestores, confere-lhes poder de voto e manutenção do posto de trabalho, potencializando, deste modo, comportamentos contraditórios ao da maximização do valor. Acresce o facto de muitos directivos não estarem predispostos a correr riscos, em particular quando parte da sua riqueza está ligada ao rendimento da empresa. A relação negativa estabelecida entre a propriedade interna e a rendibilidade é validada pelos estudos de Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983), contrariando as conclusões de Lee e Ryu (2003).

O conselho de administração como vértice do sistema de controlo interno da empresa, tem no número de administradores expresso pela *Dimensão adm.* uma das características que o tornam como um elemento chave no estudo do governo da empresa. Os resultados obtidos permitem afirmar que esta estabelece uma relação positiva com as variáveis de desempenho, podendo ser justificada pelo facto de um maior número de conselheiros permitir uma maior pluralidade de opiniões e capacidade para o exercício da supervisão. Contudo, pode também desempenhar uma acção negativa, na medida em que o aumento da sua dimensão o torna menos eficaz, dada a dificuldade em coordenar os seus membros. Os estudos empíricos têm revelado dificuldade em reunir consensos. Os valores alcançados encontram-se na linha de um conjunto muito significativo de trabalhos (ex. Andrés, Azofra & Rodriguez, 2001; Kim, Klinger & Vale, 2001; Wiblin & Wood, 1999) que refere uma relação positiva entre a dimensão e os resultados ou o valor da empresa. Outros estudos empíricos dão conta de uma relação não linear, mencionando que a dimensão do conselho exerce um efeito positivo nos resultados até determinado ponto, a partir do qual tem um efeito neutro (Yermack, 1996) ou mesmo negativo (A.Fernández, Fernández & Gómez-Anson, 1999).

A dimensão da empresa, nomeadamente as de menor dimensão, *Micro*, revela-se significativa, condicionando de forma negativa o *ROE*. A estas empresas está associada o desempenho simultâneo do papel de proprietário e de gestor, por parte de um indivíduo ou família, caracterizado por uma reduzida propensão ao risco e a uma análise muito cuidada dos investimentos realizados, o que poderá condicionar o seu desempenho. A obtenção de benefícios em proveito próprio, por parte dos accionistas condiciona o desempenho (Andres, 2008). A dimensão, *Pequena*, condiciona positivamente ambas as variáveis de desempenho.

A idade da empresa reflecte a informação pública sobre a *Reputação* e a sobrevivência da empresa. Não obstante o que seria de esperar, os resultados revelam uma relação negativa desta variável com o desempenho. Uma possível justificação prende-se com o ciclo de vida da empresa. À medida que a empresa se torna mais madura, os seus activos e capitais próprios aumentam, levando a uma utilização menos eficiente dos mesmos. Não se pode confirmar que o mercado de crédito avalie a reputação da empresa apenas com base na sua idade.

O controlo empresarial pode exercer-se não só a partir do poder que confere a propriedade, mas também através dos direitos associados ao financiamento externo. Quanto maior for a posição devedora, mais incentivos têm os bancos para controlar a gestão empresarial. O seu poder advém, por um lado, da diversidade de direitos de controlo que detém quando a empresa não cumpre com o contratualmente estabelecido e, por outro, porque as instituições bancárias concedem crédito a curto prazo obrigando a empresa à sua renegociação periódica e frequente. Por sua vez, o controlo exercido pelo banco sobre a empresa será tanto maior quanto maior for a dificuldade sentida por esta em obter recursos alternativos, o que se traduz na relação negativa que as variáveis: i) *Autonomia financ.* estabelece com o *ROE* e ii) *Endivid. bancário* com as variáveis de desempenho, revelador da dificuldade de negociação por parte da empresa.

Os resultados obtidos validam a hipótese  $H_{11}$ , evidenciando um impacto negativo do número de bancos no desempenho empresarial. A duração da relação bancária mostra-se também como elemento condicionante do desempenho levando à não rejeição da hipótese  $H_{12}$ .

Relativamente ao governo da empresa e em particular a estrutura de propriedade como condicionante do desempenho, formulada na hipótese  $H_{21}$ , os valores obtidos (*Dimensão accion., Industria, Prop. Interna, Dimensão adm.*) revelam-se significativos. No que se refere às características do conselho de administração, hipótese  $H_{22}$ , é possível afirmar que o número de administradores constitui-se como determinantes do desempenho empresarial.

## 5. Conclusão

Este trabalho analisa a influência que sobre o desempenho empresarial podem ter as relações bancárias e o governo da empresa. Pese a sua relevância económica, este tema permanece em aberto face à literatura existente.

Os resultados sugerem que um maior número de instituições de crédito com que a empresa trabalha exerce um impacto negativo no *ROA* e *ROE* e o aumento da duração média condiciona negativamente a rentabilidade financeira, o que traduz as dificuldades financeiras sentidas pelas restrições impostas pelo banco da relação.

As características do governo revelam que a natureza industrial da propriedade condiciona directamente o desempenho. A propriedade interna relaciona-se negativamente com o *ROE* e o número de administradores mantém uma correspondência positiva com a rentabilidade. Este facto revela um comportamento oportunista do accionista com funções de gestão e uma capacidade acrescida para o exercício da supervisão por parte dos administradores.

A dimensão enquanto condicionante do desempenho empresarial é relevante nas *microempresas*, exercendo um impacto negativo na rentabilidade financeira. Contrariamente nas *pequenas* empresas, observa-se uma relação positiva com o *ROA* e o *ROE*. A idade da empresa, a estrutura financeira e o endividamento bancário, configuram-se também como características determinantes.

Por último, é de realçar que a dificuldade de recolha de informação que melhor permita caracterizar o relacionamento bancário (duração da relação e extensão de serviços adquiridos) constitui uma limitação deste estudo. Não obstante, a maioria dos resultados obtidos são consistentes com aqueles a que a investigação empírica, levada a cabo em outros países com sistemas de governo empresarial semelhante ao português, tem vindo a ser conduzida.

Notas:

- i. O contrato completo recolhe todas as obrigações dos participantes na relação contratual, perante qualquer eventualidade que possa ocorrer e penaliza aqueles que as não cumpram. A impossibilidade de definir todas as contingências e os custos associados à elaboração de um contrato desta natureza dão lugar a contractos incompletos.
- ii. Os “benefícios privados” resultam de o accionista maioritário utilizar o seu poder de controlo para obter uma fracção de benefícios residuais que extravasam a parte que o capital social lhes confere.

## 6. Bibliografia

- Agarwal, R.& Elston, J. (2001). “Bank-Firm Relationships, Financing and Firm Performance in Germany”, *Economics Letters*, 72, pp. 225-232
- Andres, C. (2008). “Large shareholders and firm performance. An empirical examination of founding-family ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 431-445
- Andrés, P., Azofra, V. & Rodríguez, J.A. (2001). “Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español”, *Investigaciones Económicas*, 24, pp. 641-679

- Angelini, P.; Di Salvo, R., & Ferri, G. (1998), "Availability and cost of credit for small businesses: Customer relationships and credit cooperatives", *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), pp. 925-954
- Baysinger, B., & Hoskisson, R.E. (1990). "The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy", *Academy of Management Review*, 15(1), pp. 72-87
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). "Corporate governance and firm performance", *Journal of Corporate Governance*, 14(3), pp. 257-273
- Bharath, S. Dahiya, S.; Saunders, A., & Srinivasan, A. (2007), "So What Do I Get? The Bank's View of Lending Relationships", *Journal of Financial Economics*, 85(2), pp. 368-419
- Bolton, P., & Scharfstein, D. (1996), "Optimal debt structure and the number of creditors", *Journal of Political Economy*, 104(1), pp. 1-25
- Boot, A. (2000); "Relationship Banking: What do we know?", *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), pp. 7-25
- Bornheim, S., & Herbeck, T. (1998). "A research note on the theory of SME-Bank relationships", *Small Business Economics*, 10(4), pp. 327-331
- Boubakri, N., Cosset, C., & Fisher, K. (2005). "Ownership Structure, Privatization, Bank Performance and Risk Taking"; *Journal of Banking and Finance*, 29(8), pp. 2015-2041
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). "Agency conflicts, ownership concentration and legal shareholder protection" *Journal of Financial Intermediation*, 15, pp. 1-31
- Byers, S., Fields, L., & Fraser, D. (2008). "Are corporate governance and bank monitoring substitutes: Evidence from the perceived value of bank loans", *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 475-483
- Cánovas, G.H., & Solano, P.M. (2006). "Efecto de las relaciones bancarias sobre la deuda de las pymes", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, (5), pp. 9-26
- Castelli, A.; Dwyer P., & Hasan, I. (2006), "Bank Relationships and Small Firms' Financial Performance", *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Atlanta.
- Daily, C.M., Johnson, J.L., & Dalton, D.R. (2007). "On the measurements of board composition: poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization", *Decision Sciences*, 30 (1), pp. 83-106
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., & Johnson, J.L. (1998). "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, 19(3), pp. 269-290
- Degryse, H., & Ongena, S. (2001). "Bank relationships and firm profitability", *Financial Management*, 30(1), pp. 9-34
- Degryse, H., & Ongena, S. (2007). "Competition and Regulation in the Banking Sector: A Review of the Empirical Evidence on the Sources of Bank Rents", *CentER – Tilburg University, Working Paper*, Mimeo
- Degryse, H., & Van Cayseele P. (2000). "Relationship Lending Within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data", *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), pp.90-109
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economics*, 93(6), pp.1155-1177
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance" *Journal of Corporate Finance*, 7(3), pp. 209-233

- Denis, D., & McConnell, J. (2003). "International Corporate Governance": *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 1-36.
- Dewatripont, M., & Maskin, E. (1995), "Credit and efficiency in centralized and decentralized economies", *Review of Economic Studies*, 62(4), pp. 541-55
- Diamond, D. (1984). "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, 51(3), pp. 393-414
- Donovan, M. (1996). "Can Technology Really Help Small Business?", *Small Business Forum*, 14(2), pp. 77-78.
- D'Souza, J., Megginson, W., & Nash; R. (2007). "The effects of changes in corporate governance and restructurings on operating performance: Evidence from privatizations"; *Global Finance Journal*; 18(2), pp. 157-184
- Edwards J., & Weichenrieder J. (2004). "Ownership Concentration and Share Valuation"; *German Economic Review*, 5(2), pp. 143-171
- Fama, E., & Jensen, M.C. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325
- Farinha, L. A., & Santos, J. A. C. (2002). "Switching from single to multiple bank lending relationships: Determinants and implications"; *Journal of Financial Intermediation*, 11(2), pp. 124-151
- Fernández A., Fernández, C., & Gómez-Anson, (1999). "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 501-516
- Freixas, X. (2005). "Deconstructing relationship banking", *Investigaciones Económicas*, Madrid, 29(1), pp. 3-31
- Fürst, O. & Kang, H. (2000), "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing", <http://ssrn.com/abstract=141357>
- Gregoric, A., & Vespro C. (2003). "Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia", *Working Paper no. 29/2003*; <http://ssrn.com/abstract=444500>
- Groessl, I., & Levratto, N. (2004). "Problems of evaluating small firms: Quality as a reason for unfavourable loan condition", Washington University, New Economics Papers, *Working Paper n° 0406014*
- Holderness, C. (2003). "A Survey of Blockholders and Corporate Control"; *Economic Policy Review*, 9(1), pp. 51-64
- IAPMEI, (2008). "Sobre as PME em Portugal", *Direcção de Planeamento e Estudos*
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H, (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economic*, 3(4), pp. 305-360
- Joh, S. (2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis" *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 287-322
- Johnson, P., Boone, A., Breach, E., & Friedman (2000). "Corporate governance in the Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 141-186
- Kara, A, Spillan, E, & Deshields, W. (2005). "The effect of a Market Orientation on Business Performance: A Study of Small-sized Service Retailers Using Makor Scale", *Journal of Small Business Management*, 43(2), pp. 105-118
- Kim, M., Klinger, D., & Vale, B. (2001). "Estimating switching costs e oligopolistic behaviour", *WP 01-13 Financial Institutions Center*, University of Pennsylvania
- Lee, S., & Ryu, K. (2003), "Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis Using Panel Data"; <http://ssrn.com/abstract=444420>



- Ljungqvist, A., Marston, F., & Wilhelm, W.J., (2006), "Competing for securities underwriting mandates: banking relationships and analysts recommendations", *Journal of Finance*, 61(1), pp. 301–340
- Matias, M., Serrasqueiro, Z., & Costa, C. (2009). "Padrões de relacionamento bancário no financiamento às MPE: Uma análise de cluster", *globADVANTAGE Center of Research in International Business & Strategy*, Working Paper 28/99
- Minguez-Vera, A. & Martin-Uego, J. (2007), "Does Ownership Structure Affect Value? Evidence from the Spanish Capital Market"; *International Review of Financial Analysis*, 16(1), pp.81-98
- Ongena, S., & Smith, D (2001). "The duration of bank relationships", *Journal of Financial Economics*, 61(3), pp. 449-475
- Pearce, J.A., & Zahra, S.A. (1992), "Board compensation from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, 29(4), pp. 411-438
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2001). "The Causal Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies" *Working Paper*, 15
- Prowse, S. (1995). "Corporate governance in an international perspective. A survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany", *Financial market, institutions and instruments*, 4(1), pp. 1-63
- Psillaki, M. (1995). "Rationnement du crédit et PME: une tentative de mise en relation"; *Revue Internationale PME*, 8(3-4), pp. 67-90
- Rajan, R. (1992). "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt", *The Journal of Finance*, 47(4), pp. 1367-1400
- Rogoff, G., Lee, M., & Suh, D. (2004). "Who Done It? Attributions by Entrepreneurs and Experts of the Factors That Cause and Impede Small Business Success", *Journal of Small Business Management*, 42(4), pp. 374-376.
- Sharpe, S. (1990); "Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationship", *The Journal of Finance*, 45(4), pp. 1069-1087
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783
- Thakor, A. V. (1996). "Capital requirements, monetary policy, and aggregate bank lending: Theory and empirical evidence", *Journal of Finance*, 51(1), pp. 279-324
- Thomsen, S. (2005). "Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Block-holder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU"; *European Business Organization Law Review*, 6, pp.201-225
- Tse, T., & Soufani, K (2003). "Business strategies for small firms in the new economy"; *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(3), pp.306-320
- Weinstein, D. E., & Yafeh, Y. (1998). "On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan", *Journal of Finance*, 53(2), pp. 635-672
- Wiblin, M., & Wood, L.A. (1999). "Are all agency resolution mechanisms performance enhancing?" *6th Multinational Finance Society Congress*, Toronto.
- Wiwattanakantang, Y., (2001). "The ownership structure of Thai firms" Center for Economic Institutions", *Institute of Economic Research*, Working Paper 8, Hitotsubashi University
- Yermack, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors" *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-221