

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

**A Influência da Propriedade Familiar
sobre o Desempenho Financeiro das
Empresas na Região de Lisboa e Vale do
Tejo**

Paula Maria Severino Branco Rangel Paixão

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau
de

MESTRE EM FINANÇAS

Orientador: Professor Rui Rita

Setúbal, 2013

A todos os que acreditaram que era possível.

“O Homem é do tamanho do seu sonho”

Fernando Pessoa

Agradecimentos

A realização da presente dissertação teve como objectivo a concretização de um sonho pessoal. Seria impossível alcançar esse sonho sem o apoio da minha família e da ajuda incansável do meu orientador.

Os meus sinceros agradecimentos ao Professor Rui Rita, pela orientação científica, pelas críticas e sugestões indicadas durante toda a investigação, e pela ajuda incansável que prestou para a concretização deste trabalho.

O meu agradecimento à Professora Teresa Alves, pelo incentivo e apoio prestado, numa fase crítica do desenvolvimento da presente dissertação.

O meu profundo e sincero agradecimento para a minha mãe, irmão e família, pelo apoio incondicional prestado.

Um especial agradecimento à minha filha Vanessa e ao meu esposo Luís, pela compreensão, pelo apoio, pelo carinho e pelo incentivo que sempre foram demonstrando ao longo de todo o processo.

Por fim, um agradecimento à Fundação para a Ciência e Tecnologia pelo apoio financeiro dado através do projecto PTDC/EGE-GES/116004-2009.

Obrigado a todos

Paula

Índice

Índice de Figuras	v
Índice de Quadros	vi
Lista de siglas e abreviaturas.....	vii
Resumo.....	viii
Abstract	ix
<i>1. Introdução</i>	1
<i>2. Revisão de Literatura</i>	5
2.1. Estrutura de Propriedade e Controlo.....	5
2.2. O Desempenho das empresas familiares.....	7
2.3. A Sucessão nas Empresas Familiares e o Desempenho	15
<i>3. Hipóteses, Metodologia Econométrica e a Amostra</i>	18
3.1. Hipóteses	18
3.2. Metodologia Econométrica.....	23
3.3. Amostra	25
3.4. Variáveis e Análise Descritiva	26
3.4.1. <i>Variáveis e Análise da Amostra</i>	26
3.4.2. <i>Análise Descritiva</i>	30
<i>4. Modelos Estimados e Análise dos Resultados</i>	38
4.1. Especificação dos Modelos.....	38
4.2. Análise dos Resultados	40
4.3. Resumo	44
<i>5. Conclusão, Limitações e Desenvolvimentos Futuros</i>	46
<i>6. Referências Bibliográficas</i>	48

Índice de Figuras

Figura 01 – As Categorias ou Dimensões do F-PEC.....	11
--	----

Índice de Quadros

Quadro 01 – Variações de Desempenho	12
Quadro 02 – Relação entre Propriedade Familiar e Desempenho	14
Quadro 03 – Quadro síntese da Relação da Propriedade Familiar com o Desempenho ...	19
Quadro 04 – Quadro síntese da Relação da Classe Dimensional com o Desempenho ...	20
Quadro 05 – Quadro síntese da Relação da 2ª Geração com o Desempenho	22
Quadro 06 – Quadro síntese da Relação do Sector de Actividade com o Desempenho ...	23
Quadro 07 – Variáveis de Controlo	27
Quadro 08 – Distribuição da Amostra pelas Classes Dimensionais	28
Quadro 09 – Distribuição da Amostra por Geração	29
Quadro 10 – Distribuição da Amostra por Sectores de Actividade	29
Quadro 11 – Distribuição da Amostra por Sectores de Actividade e por Classe Dimensional	30
Quadro 12 – Estatística Descritiva	31
Quadro 13 – Estatística Descritiva por Classe Dimensional	32
Quadro 14 – Estatística Descritiva por Geração	33
Quadro 15 – Estatística Descritiva por Sectores de Actividade	34
Quadro 16 – Evolução do Desempenho Financeiro – Todas as Classes Dimensionais ...	35
Quadro 17 – Evolução do Desempenho Financeiro – Geração	36
Quadro 18 – Coeficientes de Correlação de Pearson	37
Quadro 19 – Modelos Estimados	42

Lista de siglas e abreviaturas

Art. - Artigo

DL – Decreto Lei

CEO – Chefe Executivo

EBIT – Earning Before Interests and Taxes

EBITDA - Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

EF – Empresa(s) Familiar(es)

ENF - Empresa(s) não Familiar(es)

FB – Family Business

LM – Multiplicador de Lagrange

LVT – Lisboa e Vale do Tejo

ROA – Return on Assets (Retorno dos Activos)

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

TA – Total de Activos

USA – Estados Unidos da América

VN – Volume de Negócios

Resumo

Este trabalho de investigação teve como objectivo analisar a relação existente entre a propriedade familiar e o desempenho das empresas portuguesas. A literatura financeira aponta para uma dicotomia de efeitos, dado existir argumentos que evidenciam uma relação positiva da propriedade familiar com o desempenho da empresa mas também fundamentos da relação negativa. Além da propriedade familiar, neste trabalho, em resultado dos contributos da literatura financeira sobre os factores determinantes do desempenho das empresas, também se procurou analisar a forma como a classe dimensional, geração e o sector de actividade influencia o desempenho e como estes factores influem na relação da propriedade familiar com o desempenho. Desta forma, formalizou-se um conjunto de hipóteses que especificam estas relações. O teste destas hipóteses foi realizado através da estimação de modelos utilizando a metodologia da regressão com dados em painel e usando uma amostra de empresas familiares e não familiares da Região de Lisboa e Vale do Tejo, no período de 2006 a 2011.

Os resultados dos modelos econométricos permitiram evidenciar uma relação positiva da propriedade familiar com o desempenho das empresas, enquanto que, a análise descritiva, em termos médios, evidenciou um pior desempenho das empresas familiares. Estes resultados permitiram concluir que a introdução de factores de controlo no estudo da relação da propriedade familiar permitiu uma maior clarificação sobre essa relação. A classe dimensional também se revelou um fator determinante do desempenho das empresas. Os resultados permitiram concluir que as empresas de menor dimensão tendem a apresentar um melhor desempenho comparativamente às empresas de maior dimensão. Contudo, a interacção deste factor com a propriedade familiar origina uma inversão deste comportamento, as empresas familiares de menor dimensão apresentam um menor nível de desempenho. As empresas de primeira geração tendem a apresentar um melhor desempenho comparativamente às empresas de segunda geração. Contudo, à semelhança do que ocorreu ao nível da classe dimensional, também a interacção deste factor com a propriedade familiar inverteu o comportamento. O sector de actividade influi no desempenho das empresas no sentido que alguns sectores tenderão a evidenciar maiores níveis de desempenho comparativamente a outros. Também neste caso, a interacção deste factor com a propriedade familiar influencia o sinal da relação.

PALAVRAS-CHAVE: Propriedade Familiar, Empresa Familiar, Desempenho

Abstract

This research aims to analyze the relationship between the family-owned and the performance of Portuguese companies. Financial literature points to a dichotomy of purpose, given existing arguments that show a positive relationship of family property with the company's performance but also fundamentals of negative relationship. In addition to the family property, in this work, as a result of contributions from financial literature on the determinants of the performance of companies, also sought to analyze the way the dimensional class, generation and industry influences the performance and how these factors influence the relationship of family property with the performance. In this way, was formalized a set of hypotheses that specify these relationships. The test of these hypotheses was accomplished by estimating models using methodology of regression with panel data and using a sample of family and non-family businesses in the region of Lisboa e Vale do Tejo, in the period 2006 to 2011.

The results of the econometric models have highlighted a positive relationship of family property with the family-owned business performance, while the descriptive analysis, in average terms, showed a worse performance of the family businesses. These results allow to conclude that the introduction of control factors in the study of the relationship of the family property allowed greater clarification about this relationship. The dimensional class also proved to be a determining factor of business performance. The results showed that smaller companies tend to have a better performance compared to larger companies. However, the interaction of this factor with the family-owned originates an inversion of this behavior, the smaller family-owned companies have a lower level of performance. First generation companies tend to have a better performance compared to the second-generation companies. However, similar to what occurred at the level of dimensional class, also the interaction of this factor with the family-owned reversed the behavior. The activity sector influences the performance of companies in the sense that some sectors will tend to show higher levels of performance as compared to others. Also in this case, the interaction of this factor with the family-owned influence the signal of the relationship.

KEYWORDS: Family Owned; Family Business, Performance

1. Introdução

Desde o início do capitalismo que a “família” criou um veículo que promoveu a produção económica. Apesar das significativas mudanças tecnológicas que ocorreram desde esses primeiros tempos, trabalhos de investigação recentes mostram que a “família” continua a ser “uma força fundamental” por detrás das modernas organizações de trabalho (Lansberg, 1983). Neste sentido, Gallo (1998) refere que as empresas familiares constituem o principal componente do tecido empresarial das economias mundiais. Mais recentemente, Zinga *et al.* (2013) indicam que as empresas familiares são a espinha dorsal da economia mundial, onde desempenham um papel fundamental no crescimento económico e aliviam a pobreza mundial, sendo este um facto inquestionável. Segundo Mandl (2008), as empresas familiares representam cerca de 70% a 80% do tecido empresarial europeu e 40% a 50% do emprego. No caso português, Coimbra (2008), refere que estas correspondem a 70% / 80% das empresas portuguesas, metade do emprego e 2/3 do Produto Interno Bruto.

As empresas familiares representam uma parte importante da economia de qualquer país, constituindo-se através das ideias, do empenho e dos investimentos feitos pelos indivíduos empreendedores (ou proprietários/fundadores) e pelos seus familiares (Gersick *et al.*, 1997). Segundo este autor “fazer com que qualquer negócio tenha sucesso e passá-lo às gerações seguintes, não é apenas um sonho americano. O sucesso e a continuidade das empresas familiares são o sonho “dourado” para uma grande parte da população do mundo”.

A importância económica e social das empresas familiares, tem despertado o interesse de académicos e investigadores, desde o princípio dos anos 70. Em consequência disso, a investigação sobre as empresas familiares alcançou um patamar de desenvolvimento que permitiu abrir caminho para um campo de estudos rigorosos e independentes (Astrachan *et al.*, 2002). Para Garcia *et al.* (2009), o aprofundar dos conhecimentos sobre as empresas familiares, tanto por parte de instituições públicas, como a nível académico, tem por objectivo revelar a importância que estas empresas têm na criação de emprego, na criação de riqueza e na possibilidade de sobrevivência ao longo dos tempos. Actualmente, a literatura sobre as empresas familiares é muito vasta (Garcia *et al.*, 2009), difusa e subjectiva, sendo comum a falta de consenso sobre a sua definição (Colli, 2003; Miller *et al.*, 2007). No entanto, nos últimos anos, este tema tem crescido de forma surpreendente (Sharma, 2004; Debicki, 2009). Segundo De Massis *et al.* (2013), entre outros tópicos, o impacto do factor família sobre o desempenho da empresa tem sido um tema muito popular e controverso entre a literatura financeira das empresas familiares.

Este tipo de empresas tende a apresentar uma grande diversidade de missões e estratégias, dependendo do mercado onde estejam a actuar. Para além desta diversidade, existe um facto inegável para todas as empresas familiares: são organizações onde coexiste, pelo menos, duas instituições sociais diferentes – a Família e o Negócio. Cada instituição define as

suas relações sociais em volta de um conjunto de valores, normas e princípios, bem como, regras e condutas distintas (Lansberg, 1983), salientando-se a união e o compromisso familiar, como um dos aspectos importantes que pode garantir a continuidade das empresas familiares (Gallo, 2002; Cappuyens, 2008). Gallo (2002) acrescenta que, a união define-se como o vínculo existente entre os membros de uma família. O negócio familiar tenderá, segundo o mesmo autor, a obter maiores êxitos, quanto maior for a união entre os membros familiares.

Para Lee (2006), grande parte da literatura financeira identifica vários atributos únicos atribuídos às empresas familiares comparativamente aos que são evidenciados pelas empresas não familiares. O altruísmo, a confiança e o compromisso são os atributos que aumentam a eficiência e o desempenho das empresas familiares. No entanto, Anderson e Reeb (2003) referem que as características únicas das empresas familiares derivam do tipo de propriedade, da gestão e da sucessão, que influenciam os processos estratégicos e em última análise, o desempenho das empresas.

Por outro lado, para Habbershon *et al.* (2003) o planeamento, a estratégia, o crescimento ou o desempenho das empresas familiares, são frequentemente temas que geram tensões entre as duas instituições sociais (a Família e o Negócio). Para estes autores, as tensões criadas são discutidas como factores estratégicos que afectam os resultados da própria empresa, ou seja, afectam o seu desempenho.

Algumas das variáveis que influenciam o desempenho das empresas são a concentração da propriedade familiar, a dimensão, a composição da direcção de administração e a distribuição de voto na empresa (Demsetz e Lehn, 1985; Villalonga e Amit, 2006; Dalton *et al.*, 1998).

Muitas das pesquisas efectuadas sobre a estrutura de propriedade, focaram os seus estudos no impacto que a concentração da propriedade familiar tem sobre o desempenho das empresas familiares (McConaughy *et al.*, 2001; Iturralde *et al.*, 2011; Arosa *et al.*, 2009; Miller *et al.*, 2007; Sciascia e Mazzola, 2008; Habbershon *et al.*, 2003; Villalonga e Amit, 2006; Anderson e Reeb, 2003).

Apesar dos trabalhos de investigação realizados, segundo Sciascia e Mazzola (2008), Castro e Sharma (2011), ainda não existe uma unanimidade na literatura financeira sobre o impacto que a propriedade familiar tem no desempenho das empresas. Nesta literatura podemos encontrar correntes que apresentam a existência de associações positivas, negativas e neutras entre os dois conceitos, existindo até estudos inconclusivos (Arosa *et al.*, 2009). Castro e Sharma (2011) relevam que, a inconsistência dos dados obtidos em diversos estudos, pode estar motivada por diferentes níveis de envolvimento familiar na empresa. Para Moores e Barrett (2003), a presença (ou o envolvimento) da família na propriedade e gestão da empresa pode ser uma vantagem ou desvantagem para a competitividade da empresa, criando assim condições paradoxais e únicas para o funcionamento deste tipo de instituição.

Uma das principais preocupações a que a literatura financeira tenta dar resposta é sobre a definição de empresa familiar. “*É razoável exigir que os investigadores das empresas familiares definam o negócio familiar – o objecto de pesquisa - antes de prosseguir com suas investigações.*” (Chrisman *et al.*, 2005). Contudo, a definição de empresa familiar não tem sido consensual, entre os investigadores (Colli, 2003; Miller *et al.*, 2007; Allouche *et al.*, 2008). Villalonga e Amit (2006) argumentam que a maioria das definições incluem, pelo menos, três dimensões: Uma ou várias famílias detêm uma parte significativa do capital social da empresa; alguns membros familiares detêm um controlo significativo sobre a empresa, que depende da distribuição do capital e dos direitos de votos entre os accionistas não familiares, com possíveis restrições legais ou judiciais; e os membros da família que ocupam cargos de topo na gestão da empresa.

Chrisman *et al.* (2005) referem que o ideal seria os investigadores apresentarem uma definição comum e depois distinguir tipos particulares de empresas familiares num sistema hierárquico, consistente com essa definição comum. Contudo, as definições tradicionais de empresas familiares têm sido de natureza operacional e fragmentada, cada uma focando uma combinação dos componentes do envolvimento da família nos negócios: A propriedade, a gestão e a sucessão geracional. Os autores referem a existência de duas abordagens na definição de empresa familiar resultante da forma como é considerada a relação da família com o negócio: *i) a abordagem dos componentes de envolvimento* que considera o envolvimento da família no negócio, como factor suficiente para que a empresa seja classificada como familiar e; *ii) a abordagem da essência* que considera apenas esse envolvimento como uma das condições necessárias, sendo necessário verificar se a família influencia a direcção estratégica da empresa, se tem intenção de manter o controlo, se mantém um comportamento e se apresenta recursos e capacidades únicas resultantes desse envolvimento.

Segundo Allouche *et al.* (2008), uma definição consensual poderá não representar um objectivo de pesquisa pertinente porque por natureza, as empresas familiares são contingentes no contexto jurídico – institucional, que difere de país para país. Por exemplo, os aspectos legais e fiscais associados à transmissão dos activos entre descendentes podem diferir significativamente entre países. As partes de capital necessário para um efectivo controlo e as regras que definem a propriedade e o direito de votação podem também diferir de país para país. Portanto, uma definição única ou universal de empresa familiar pode ser enganosa, porque pode não levar em conta diferenças fundamentais ao nível dos quadros legais e quadros institucionais (Carney, 2005; Dyer, 2006).

Neste trabalho de investigação, devido às limitações informativas apresentadas pela base de dados¹ utilizada (limitações expressas por López-Gracia e Sánchez-Andújar, 2007; e Rita, 2013 que utilizaram esta fonte de dados), por exemplo, não permite obter os dados relativos à estrutura

¹ SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, Informa, S.A. e BvD

de gestão das empresas, adoptou-se a definição de empresa familiar utilizada por esses autores: um individuo ou família deter mais de 50% de propriedade da empresa. Neste sentido, o objectivo deste estudo passa por analisar o impacto da propriedade familiar das empresas sobre a sua performance. Ou seja, as empresas objecto neste estudo são as empresas de propriedade familiar que, de agora em diante, passam a ser designadas por empresas familiares.

Desta forma, pretende-se dar uma nova contribuição para a literatura financeira na clarificação da relação da propriedade familiar com o desempenho das empresas portuguesas dado que, até ao momento, apenas se identificou a existência dos trabalhos de Correia (2008), Ramalho *et al.* (2009), Serrasqueiro *et al.* (2008, 2010), Nunes *et al.* (2012, 2013), e Rita (2011, 2013), sobre empresas familiares portuguesas e estes no âmbito do estudo da influência do factor familiar sobre a decisão de financiamento.

Este trabalho encontra-se estruturado em 6 capítulos, incluindo esta introdução sobre o enquadramento do tema. No segundo capítulo, apresenta-se a revisão da literatura, onde se apresenta os contributos da literatura financeira para a temática deste trabalho de investigação. No terceiro capítulo, apresenta-se a amostra, a metodologia econométrica utilizada neste trabalho de investigação, bem como, as hipóteses do estudo e respectivas variáveis associadas. No quarto capítulo apresenta-se os modelos estimados e a análise dos resultados. No quinto capítulo é apresentado a conclusão do estudo, limitações e sugestões para futuros desenvolvimentos. Por fim, apresenta-se a bibliografia de suporte a este trabalho.

2. Revisão de Literatura

Neste capítulo, apresenta-se os contributos da literatura financeira sobre a relação da propriedade familiar com o desempenho da empresa. Numa primeira secção apresenta-se, de forma sucinta, a introdução da relação do factor propriedade com o processo de decisão das empresas nos vários trabalhos de investigação. Numa segunda secção, apresenta-se a relação da propriedade familiar com o desempenho da empresa.

2.1. Estrutura de Propriedade e Controlo

A influência da propriedade e do controlo da empresa sobre o processo de decisão tem sido uma problemática desenvolvida na literatura financeira. As suas origens remontam ao trabalho de Berle e Means (1932). As interpretações deste trabalho foram variadas, mas praticamente todos os investigadores reconheceram que a principal preocupação de Berle e Means (1932), era a separação entre a propriedade e o controlo das grandes empresas americanas (Mizruchi, 2004). O trabalho pioneiro de Berle e Means (1932) teve o condão de fazer emergir a investigação sobre a forma como a natureza e a estrutura das empresas determinam o processo de decisão. A estrutura de propriedade de uma empresa tem um papel importante na determinação do desempenho da mesma. Tanto o comportamento, como o desempenho da empresa, são afectados pelos critérios de gestão e pelos objectivos que as empresas pretendem atingir (Himmelberg *et al.*, 1999).

A literatura financeira sugere que a estrutura de propriedade é um dos principais mecanismos de gestão influenciadores dos custos de agência das empresas. Neste sentido, Jensen e Meckling (1976) apontaram que a concentração da propriedade tem um efeito positivo no desempenho das empresas, porque alivia o conflito de interesses entre os proprietários e os gerentes, enquanto outros autores, por exemplo, Fama e Jensen (1983), referem que os problemas de agência resultam da combinação entre a concentração e o controlo proprietário.

Okimura *et al.* (2007) argumentam que a estrutura de propriedade é um factor determinante do valor e desempenho das empresas. Estes autores apresentam como medidas da estrutura de propriedade a concentração de votos (direito de controlo), a concentração de propriedade (direito sobre o fluxo de caixa) e o nível de direito de votos na posse dos accionistas maioritários. Desta forma, estes autores referem que, a concentração de propriedade é mais acentuada nas economias emergentes, baseando-se nos estudos elaborados por Claessens *et al.*, (2002) e Lins (2003), isto porque, mais de 60% das empresas desses países apresentam uma família como accionista maioritário. Ainda dentro desta corrente, Demsetz e Lehn (1985), apresentaram evidências que, factores como a dimensão e o desempenho da empresa são determinantes do nível de concentração proprietária por parte dos accionistas maioritários, ou seja, a concentração

proprietária é motivada, entre outros factores, pelos activos e pelos resultados históricos gerados, tornando assim, a estrutura de propriedade uma variável endógena. Estes autores referem que, quanto mais concentrada é a propriedade familiar, maior é o grau de benefícios e de custos suportados pelo(s) proprietário(s), no que respeita à continuação da gestão das referidas empresas nas futuras gerações. Numa empresa detida por um único proprietário, todos os benefícios e custos são da sua responsabilidade. Numa empresa de propriedade difusa, como no caso das grandes empresas, a divergência entre o benefício e o custo será muito maior.

Leech e Leahy (1991), Demsetz e Lehn, (1985) defendem que a concentração de propriedade depende da dimensão da empresa, da diversificação, do risco e dos produtos. O tipo de controlo está dependente da classificação utilizada e das variáveis que servem para medir a concentração de propriedade. Neste sentido, os autores consideram ser importante a definição de uma base adequada de classificação das empresas por tipo de controlo, tendo adoptado seis classificações, com vista a testar a sensibilidade dos resultados obtidos pelas empresas. Os autores trataram o tipo de controlo como um fenómeno exógeno², enquanto que, a concentração de propriedade foi tratada como um fenómeno endógeno³.

McConaughy *et al.*, (2001) clarificam o que na literatura financeira se entende por concentração e controlo de propriedade. Assim sendo, esclarecem que os accionistas são os proprietários da empresa, e estes determinam o percurso que esta deve tomar. Para o controlo proprietário, os autores apontam que a extensão da influência de um accionista depende do nível de acções que detem da empresa, bem como, da sua participação nas actividades da mesma. Um accionista que detenha mais de 51% da empresa, pode exercer o controlo total da empresa (caso queira), fazendo valer a sua vontade perante os outros accionistas. No entanto, os autores referem que o accionista que detem maior controlo proprietário não necessita desse nível de poder para exercer influência na empresa, isto porque, essa influência pode depender do tipo de papel que o accionista desempenha na empresa, o quanto é credível a sua actuação, e de como actuam os restantes accionistas, ou seja, dependente do tipo de concentração proprietária que os restantes accionistas detêm.

Para Lee (2006), as vantagens competitivas das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares, podem ser vistas por duas perspectivas: pela perspectiva da propriedade e pela perspectiva do controlo. i) do ponto de vista da propriedade familiar, a singularidade deste tipo de empresa pressupõe que os seus membros detenham uma quantidade substancial de activos da empresa; ii) da perspectiva do controlo da empresa, é característica comum das empresas familiares que os seus membros exerçam cargos de direcção ou de gestão de topo das mesmas.

² Fenómeno periférico

³ Fenómeno com origem no interior.

2.2. O Desempenho das Empresas Familiares

O estudo do desempenho das empresas familiares, tem sido ao longo dos tempos um tema crescente e cada vez mais central quando se estuda a temática sobre as empresas familiares (Sciascia e Mozzola, 2011). De um modo geral, o desempenho refere-se à eficiência da utilização dos recursos, bem como, à realização/concretização dos objectivos das organizações, de acordo com Dyers (2003), citando Mowday et al. (1982).

Os resultados do desempenho das empresas estão dependentes das peculiares e sistemáticas características familiares, tais como, a interacção da unidade familiar, a tradição, o ciclo de vida da família, a entidade do negócio e a individualidade de cada membro da família. Estas são características únicas que influenciam o processo da criação de valor e riqueza da empresa (Habbershon *et al.*, 2003). De acordo com Allouche *et al.* (2008), os resultados do desempenho são muitas vezes, interpretados como manifestações de uma gestão eficaz que resulta da natureza familiar das empresas, apontando cinco factores que influenciam o desempenho das empresas: a redução dos custos de agência; a orientação dos accionistas familiares para o longo prazo; a consistência do sistema de valores; a intrínseca conexão entre a família e o negócio e a redução do recurso ao crédito.

As características específicas das empresas familiares têm sido apontadas pela literatura financeira como um factor potenciador de diferentes comportamentos deste tipo de empresas, comparativamente às restantes. Chrisman *et al.* (2005), suportados num conjunto de trabalhos de investigação, referem que as empresas familiares diferem das restantes em termos de objectivos, ética, dimensão e estrutura financeira, estratégia e estruturas internacionais e no *corporate governance*. Habbershon e Williams (1999 e 2003) sublinham, a eficiência organizacional induzida pela complexa ligação entre a família e o negócio, isto é, a rede de interacção entre a família e a atividade produtiva, pode gerar recursos estratégicos que se tornam em fontes de vantagens competitivas.

Diversos estudos reconhecem um melhor desempenho das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares (Allouche e Aman, 2000; Astrachan e Shanker, 2003; Sharma, 2004). A maioria dos trabalhos de investigação realizados sobre a análise das diferenças registadas nos dois tipos de empresas, têm-se focado no estudo do desempenho financeiro (Anderson e Reeb, 2003; Gallo e Vilaseca, 1996). Anderson e Reeb (2003) observaram, que o desempenho das empresas familiares é superior ao desempenho das empresas não familiares. Contudo, alguns autores, alertam para a necessidade de haver alguma precaução na análise dos resultados obtidos e para a generalização de algumas conclusões. Miller *et al.* (2007), Zellweger e Astrachan (2008) referem que os resultados e as conclusões dos trabalhos de investigação, apontam para resultados opostos, ao nível da sua performance ou desempenho entre as empresas familiares e não familiares. No entanto, estes autores referem que os

resultados obtidos para as empresas familiares e não familiares não se podem comparar, uma vez que em certos estudos são utilizadas diferentes definições para cada tipo de empresa.

Gallo e Vilaseca (1996) no âmbito do estudo do comportamento dos dois tipos de empresas, procuraram analisar o impacto desta relação em determinados factores financeiros, tais como, na estrutura de capitais, decisões de investimento, risco e política de dividendos, e da relação destes sobre o desempenho das empresas. As quatro principais conclusões que os autores retiraram foram as seguintes: i) geralmente, as empresas familiares apresentam menores níveis de endividamento, particularmente, as empresas que detêm uma posição de liderança no mercado (maior quota de mercado). Uma possível explicação para este comportamento é as empresas, não terem necessidade de crescer a curto prazo, logo não necessitem de financiamento; ii) a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a dimensão da empresa e as práticas financeiras, isto é, no caso particular das grandes empresas familiares que tendem a evidenciar um maior relacionamento com diversas instituições financeiras e, simultaneamente, a usar uma grande variedade de produtos financeiros para se financiarem; iii) as empresas familiares com posições de liderança no mercado, apresentam baixos níveis de desempenho financeiro, comparativamente às empresas que se posicionam em níveis inferiores e por fim, iv) o rácio do endividamento constitui um factor relevante quando se observam variações de desempenho.

Westhead e Cowling (1996) incrementaram o debate sobre a análise do desempenho evidenciado pelas empresas familiares comparativamente às empresas não familiares. Neste contexto, os autores começaram por evidenciar algumas críticas ou lacunas nos estudos anteriormente elaborados nesta problemática. Uma primeira lacuna apontada refere-se ao facto dos diversos estudos focarem o seu objectivo nas características e no desempenho de empresas cotadas em bolsa. Uma segunda, resulta da falta de consenso na definição de empresa familiar. A terceira, vem no sentido de se continuar a investigar este tema sem haver à priori, uma consensualização sobre a formalização das hipóteses relacionadas com o desempenho das empresas familiares e não familiares. Em quarto, os autores referem que vários estudos exploraram as empresas familiares de forma isolada, tornando-se necessário aumentar os estudos para aprofundar os conhecimentos acerca do impacto que a propriedade familiar tem sobre o desempenho das empresas. A quinta lacuna, resulta de uma falha na apreciação dos indicadores demográficos, tais como, forma legal, idade do negócio, tipo de actividade e localização. Como sexta lacuna ou crítica, apontam o uso de indicadores únicos, genericamente utilizados para o estudo do desempenho das empresas familiares, tais como, emprego, rendimento, valor acrescentado, vendas e activos, existindo um reduzido consenso sobre o indicador que melhor captura o desempenho das empresas. E como última crítica, referem que os diversos estudos realizados, assumiram de forma pouco realista que a maximização dos proveitos era o principal e único objectivo das empresas familiares.

Westhead e Cowling (1996) propuseram-se superar os vários problemas supra identificados. Em primeiro lugar, pretenderam analisar o desempenho das empresas familiares não cotadas em bolsa. Em segundo, pretenderam adoptar uma definição de empresa familiar que seja fácil de operacionalizar, tendo em conta dois factores fundamentais: os proprietários maioritários e a percepção de que a empresa é familiar. Em terceiro, pretenderam testar várias hipóteses específicas e enquadradas na problemática comparando o desempenho das empresas familiares e não familiares não cotadas em bolsa, de forma aleatória. Para a resolução do quinto problema, os autores pretenderam utilizar uma metodologia com amostra emparelhada para detectar o verdadeiro desempenho das empresas, em vez de utilizar uma amostra que mostre simplesmente as diferenças entre as empresas familiares e não familiares. Os autores pretenderam superar o sexto problema, explorando o desempenho das empresas familiares adoptando uma variedade de indicadores de desempenho das empresas, em vez de confiar numa única medida de desempenho. Por último, os autores pretenderam explorar o desempenho das empresas usando outras medidas, tais como, emprego, crescimento das vendas, bem como, pretenderam utilizar indicadores de objectivos não financeiros. Como conclusão, os autores apuraram que existia uma grande semelhança entre os dois tipos de empresas em termos de desempenho e de outros indicadores, ou seja, que não há diferenças estatisticamente significativas entre as empresas familiares e não familiares ao nível do desempenho.

Anderson e Reeb (2003) exploraram a relação entre as empresas de propriedade familiar e o desempenho. Estes verificaram que, contrariamente ao que a literatura financeira refere (que a propriedade familiar é prejudicial ao desempenho), as empresas familiares apresentam melhores níveis de desempenho comparativamente com as empresas não familiares. Também comprovaram que a diferença de desempenho nas empresas familiares está relacionada com o tipo de direcção/gestão da empresa, especificamente, se os directores/gestores pertencem à família (e/ou que sejam descendentes do fundador). Estes apresentam uma relação positiva com as medidas de rentabilidade. Uma das justificações apresentadas para este comportamento é a família conhecer bem o negócio, e envolver um ou mais membros da família na gestão ou direcção da empresa. Estes membros familiares assumem o papel importante e a função de supervisionar e controlar as empresas (na literatura financeira são vulgarmente apelidados de “*stewards*” da família). Os autores apontam para a existência de uma outra explicação alternativa e justificativa das diferenças de desempenho: as famílias que são detentoras de empresas que apresentem baixos níveis de desempenho (ou que se prevê vir a apresentar maus desempenhos), terão uma maior propensão para vender as suas cotas e a sair da empresa. Esta “saída” pode contribuir para acentuar as diferenças entre os dois tipos de empresas.

Barontini *et al.* (2006), apontaram como lacuna da literatura financeira o facto de, a maioria dos trabalhos de investigação terem-se focado no estudo sobre o impacto do controlo familiar sobre o desempenho das empresas familiares americanas. Neste sentido, estes autores focaram a

sua investigação num conjunto de empresas familiares de diversos países da Europa Continental, obtendo como resultados, evidências de uma associação positiva entre o controlo familiar, o valor de mercado e o desempenho das empresas. Allouche *et al.* (2008) utilizaram a metodologia da comparação de pares, a mesma que foi adoptada por Allouche e Amann (1995), para analisarem o desempenho e a estrutura financeira das empresas familiares e não familiares japonesas. Segundo os autores, a incidência da investigação neste tipo de empresas tem um interesse especial, devido à longa tradição que este país revela na existência das empresa familiares na estrutura empresarial. No Japão, existem duas das mais antigas empresas familiares do mundo: a *Kongo Gumi* fundada em 578, e que foi adquirida pela *Takamatsu Corporation* em 2006; e a *Houshi* fundada em 718. Estas empresas pertencem, respectivamente, ao sector de actividade da construção e da hotelaria. Allouche *et al.* (2008), citando Kurashina (2003), sugerem que no Japão, as empresas familiares alcançaram melhores desempenhos comparativamente às empresas não familiares, no que respeita à relação entre o controlo familiar, a gestão e a detenção de capital social. Os resultados obtidos por Kurashina (2003) coincidem com os resultados obtidos por outros investigadores que estudaram as empresas familiares e não familiares na Europa e na América do Norte. Allouche *et al.* (2008) comprovaram que as empresas familiares japonesas apresentam um melhor desempenho comparativamente às não familiares, no que respeita à rentabilidade e à estrutura financeira das empresas. Os autores ressaltam que a sua investigação tem implicações teóricas e administrativas. Em primeiro lugar, porque providenciaram uma profunda investigação sobre as empresas familiares e não familiares japonesas. Em segundo, porque as empresas familiares japonesas não gozam de uma imagem positiva no seu país. Por este motivo, e recentemente, muitas empresas familiares procederam à reformulação das suas estruturas governativas para fortalecer a confiança dos accionistas não familiares. Em terceiro, Allouche *et al.* (2008) sugerem que, na eventual procura de um parceiro para a realização de algum investimento no Japão, as empresas investidoras poderão levar em consideração o tipo da empresa japonesa, se é ou não uma empresa familiar. As alianças e os investimentos internacionais são muito complexos comparativamente aos negócios domésticos. As assimetrias de informação, bem como, os diferentes ambientes institucionais complicam, fortemente, o processo de aquisição de uma empresa japonesa.

Miller *et al.* (2007), referem que as evidências existentes na literatura internacional, sugeriam que as famílias poderiam revelar-se um factor de ineficácia para o desempenho das empresas. Contudo, os estudos realizados no âmbito de um grupo de empresas americanas, revelaram que as empresas definidas como empresas familiares, tenderam a apresentar excelentes desempenhos. Perante esta dicotomia evidenciada na literatura financeira, Miller *et al.* (2007), elaboraram uma distinção entre o proprietário/fundador (sem envolvimento de outros membros familiares) e a verdadeira família empresária (onde estão incluídos os vários membros familiares como principais proprietários ou que ocupam cargos de gestão na empresa). Neste sentido, os resultados obtidos pelos autores revelaram que o desempenho das empresas

familiares está dependente do tipo de definição de empresa familiar e do tipo de amostra selecionada para o estudo. Os autores apuraram ainda que os resultados são especialmente sensíveis quando se faz a distinção entre a definição de proprietário/fundador (dando como exemplo, a Microsoft - empresa que tem apresentado excelentes desempenhos, e não apresenta envolvimento de mais nenhum membro familiar), e um negócio tipicamente familiar (dando como exemplo, a Comcast⁴, que tem como gestores do negócio, os fundadores e outros membros da família, e que não apresenta grandes níveis de desempenho). Desta forma, os autores apresentam como crítica aos trabalhos de investigação anteriores, o facto de esta distinção não ter sido efectuada. Tanto os fundadores individuais, como os fundadores de negócios familiares (onde coexistiam várias membros na fundação da empresa), foram colocados na mesma categoria. Os resultados obtidos pelos autores não evidenciaram empresas familiares com desempenhos superiores, permitindo assim, comprovar a dificuldade em determinar se um determinado tipo de gestão apresenta, ou não, um desempenho superior.

Na literatura financeira também se observa uma preocupação dos investigadores em procurar utilizar a metodologia mais adequada a esta problemática. Por exemplo, Zellweger *et al.* (2008), procuraram examinar a influência da família no desempenho das empresas, a partir dos trabalhos de Astrachan *et al.* (2002 e 2005). Estes últimos autores, aplicaram uma nova metodologia de estudo denominada F-PEC. Esta metodologia, consistia na análise de vários trabalhos de investigação que foram divididos em três categorias ou dimensões, criadas com a intenção de captar diferentes níveis da influência da família na organização.

Figura 01 – As Categorias ou Dimensões do F-PEC



Fonte: Zellweger *et al.*, (2008), citando Astrachan *et al.*, (2002)

Os autores concluíram que o uso do F-PEC revelou que, nos vários estudos empíricos analisados apresentaram progressos consideráveis na investigação da interacção da propriedade

⁴ Comcast – cadeia televisiva americana

familiar com o desempenho empresarial. No entanto, os resultados sobre se a propriedade familiar é um factor benéfico ou determinante do desempenho, bem como, a interacção entre a actividade de supervisão e o desempenho continuou a ser ambígua. Os autores sublinham a existência, na literatura financeira, de evidências limitadas sobre a influência benéfica da presença dos membros familiares na gestão das empresas sobre o desempenho. A literatura financeira proporciona evidências que a orientação da empresa familiar para o longo prazo afecta positivamente o desempenho. No que respeita ao impacto da cultura no desempenho financeiro, a literatura financeira também evidencia que muitas das empresas familiares tendem a apresentar uma cultura altruísta orientada para fomentar a criação de valor da empresa.

Iturralde *et al.* (2011) procuraram analisar o efeito da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas, recorrendo a um mecanismo de análise que considerava três tipos de controlo proprietário interno: i) de 0 a 35% correspondia um “controlo de nível baixo”; ii) de 35% a 70% correspondia um “controlo de nível médio” e, iii) acima dos 70% corresponderia um “controlo de nível alto”. Os resultados obtidos, evidenciaram a existência de diferenças de comportamento entre as empresas familiares e não familiares quando era considerado o tipo de controlo proprietário. Os autores concluíram que o desempenho das empresas familiares cresce em níveis baixos e altos de controlo proprietário e decresce no nível intermédio.

Sharma (2004)⁵, para analisar o desempenho das empresas familiares, construiu uma tabela onde cruza as dimensões “Família” e “Negócio”. No cruzamento destas duas dimensões foram conceptualizadas quatro variações de desempenho. Estas estão apresentadas no quadro seguinte.

Quadro 01 – Variações de Desempenho

Família

		+	-
Negócio	+	Quadrante I Elevado Capital Emocional e Financeiro	Quadrante II Baixo Capital Emocional Elevado Capital Financeiro
	-	Quadrante III Elevado Capital Emocional e Baixo Capital Financeiro	Quadrante IV Baixo Capital Emocional e Financeiro

Fonte: Sharma (2004)

⁵ Dyer (2006) também segue este método, mas com designações diferentes.

A autora exemplifica que, uma família com um bom desempenho na dimensão “Família”, indica uma empresa com um alto capital emocional acumulativo, mas se o desempenho for na dimensão “Negócio”, indica que estamos na presença de uma empresa com elevado capital financeiro acumulativo. Segundo a autora, os diversos quadrantes podem ser clarificados da seguinte forma:

Quadrante I - Elevado Capital Emocional e Financeiro (*Warm Hearts and Deep Pockets*)⁶ – As empresas que se posicionam neste quadrante são empresas familiares de sucesso; têm negócios rentáveis e uma excelente harmonia familiar, isto porque, o elevado capital emocional e financeiro, é derivado do elevado nível de ações acumuladas, que sustentam a família e o negócio em tempos económicos e emocionais turbulentos.

Quadrante II - Baixo Capital Emocional Elevado Capital Financeiro (*Pained Hearts and Deep Pockets*)⁷ – Neste quadrante as empresas são caracterizadas como empresas de sucesso, mas é propensa a existir tensões entre os familiares ou relacionamentos familiares falhados. Estas empresas detêm um elevado capital financeiro, mas baixo capital emocional. Assim, a sobrevivência das empresas neste quadrante depende de mecanismos de apoio que possam ajudar a empresa a ultrapassar e a melhorar as relações entre os membros familiares e, assim, passar para o quadrante I.

Quadrante III - Elevado Capital Emocional e Baixo Capital Financeiro (*Warm Hearts and Empty Pockets*)⁸ – As empresas situadas neste quadrante apreciam o bom relacionamento entre os membros familiares, no entanto, o negócio apresenta-se com desempenho financeiro fraco, isto é, a empresa está dotada com um elevado capital emocional e um baixo capital financeiro. Para a empresa é fundamental a passagem para o Quadrante I, mas para isso, terá que melhorar o seu desempenho financeiro.

Quadrante IV - Baixo Capital Emocional Financeiro (*Pained Hearts and Empty Pockets*)⁹ – As empresas que se posicionam neste quadrante são empresas que apresentam desempenhos fracos, tanto na dimensão “Família”, como na dimensão “Negócio”, no entanto, o autor sublinha que o fraco desempenho do negócio pode ser usado como aprendizagem para futuros empreendimentos. A falha na dimensão “Família”, poderá ter consequências de longo-prazo porque poderá levar anos a resolver os desajustes familiares. Para a autora, embora a posição mais desejável para as empresas seja o Quadrante I, estas empresas podem ter que percorrer o caminho através dos Quadrantes II e III para chegar ao estado de plenitude.

⁶ Designação indicada pelo autor

⁷ Designação indicada pelo autor

⁸ Designação indicada pelo autor

⁹ Designação indicada pelo autor

Arosa *et al.* (2009) procuraram analisar a relação entre a estrutura de propriedade (usando a concentração da propriedade como uma variável independente) e o desempenho das empresas não cotadas em bolsa. Os resultados obtidos revelaram uma nova perspectiva sobre o papel que a concentração de propriedade desempenha na gestão das empresas, revelando-se assim, como um mecanismo de controlo interno das empresas familiares. Os autores consideram que o papel desse mecanismo de controlo interno serve para mitigar os conflitos de interesses entre os grupos de accionistas nas empresas familiares divergentes e por último, que a teoria da agência pode ser usada para explicar o papel da concentração de propriedade na primeira geração das empresas familiares.

O quadro seguinte apresenta, de uma forma sucinta, alguns resultados obtidos em trabalhos de investigação sobre o efeito da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas.

Quadro 02 – Relação entre Propriedade Familiar e Desempenho

Fonte	Desempenho		Argumentos
	EF	ENF	
Allouche et al. (2008)	+	-	<i>“Such companies (family business) perform better than nonfamily business”</i>
Anderson e Reeb (2003)	+	-	<i>“We find family firm perform better than nonfamily firms”</i>
Dyer (2006)	+	-	<i>“Nonfamily firm, ..., would be expected to perform more poorly than clan family firm”</i>
Gallo (1998)	+	-	<i>“... there is no doubt about the significance and efficacy of the FB’s (family business) ...”</i>
Gallo et al. (1995)	-	+	<i>“Las Empresas Familiares parecen tener en su crecimiento y desarrollo organizativo mayores dificultades que las Empresas no Familiares...”</i>
Westhead e Cowling (1996)	<i>“no significant contrasts”</i>		<i>“..., ‘matched’ sample comparisons revealed no statistically significant contrasts between family and non-family unquoted companies with regard to a variety of ‘hard’ performance indicators...”</i>
Daily e Dollinger (1992)	+	-	<i>“...there is evidence that family-owned and –managed firms exhibit performance advantages ...”</i>
Gallo e Vilaseca (1996)	<i>“no concluding evidence”</i>		<i>“There is no concluding evidence on financial issues that such differences between family business and non-family business exist.”</i>

Fonte: a autora

Abouzaid (2008) refere que um número significativo de trabalhos de investigação tendem a evidenciar que as empresas familiares têm um melhor desempenho comparativamente às

empresas não familiares, ao nível de indicadores como as vendas, lucros e outras medidas de crescimento. Segundo o autor, o forte desempenho das empresas familiares é o resultado de vantagens inerentes que estas empresas apresentam comparativamente com as empresas não familiares e que são as seguintes:

- *Compromisso* – a família como proprietária da empresa, pretende o crescimento do seu negócio de forma a poder transmiti-lo às gerações futuras. Muitos dos membros familiares identificam-se com a empresa e, geralmente, estão dispostos a trabalhar mais e a reinvestir parte dos seus lucros no negócio, para permitir o crescimento da empresa no longo-prazo;
- *Conhecimento contínuo* – As famílias têm como prioridade transmitir o seu conhecimento acumulado, a experiência, e a destreza (habilidade) às próximas gerações. A envolvimento dos membros familiares dá-se quando estes ainda são muito jovens. Este facto aumenta o seu nível de compromisso e ao mesmo tempo dá-lhes as ferramentas necessárias para enfrentarem a gestão futura do negócio familiar;
- *Confiabilidade e orgulho* – As empresas familiares têm o seu nome e reputação associados aos produtos e serviços, por isso, exercem um maior esforço para aumentar a qualidade dos seus “*outputs*” em todos os factores, incluindo os relacionamentos externos.

2.3. A Sucessão nas Empresas Familiares e o Desempenho

A literatura financeira também aponta a geração e a problemática da sucessão como factores determinantes do processo de gestão das empresas familiares (Lansberg, 1983; De Visscher *et al.*, 1995; Chua *et al.*, 1999, Filbeck e Lee, 2000 e Poza *et al.*, 2004). Segundo Gallo (1998), um dos problemas associados às empresas familiares não é derivado do seu nascimento, ou do seu desenvolvimento, mas da sua continuidade. A existência das empresas familiares deve-se à existência de inúmeros indivíduos empreendedores que se propuseram iniciar actividades económicas para suprirem as suas necessidades e as da própria família. Neste caso, os fundadores do negócio compreendem os membros familiares como a fonte da continuidade do negócio por eles iniciado. Contudo, Gallo (1998) alerta para o nível de mortalidade das empresas familiares ao revelar que 70% das empresas familiares não atingem a segunda geração, e nos restantes 30%, apenas 15% mantêm-se activas na terceira geração.

Levinson (1971) refere que, para o proprietário fundador, o negócio é um instrumento e uma extensão de si próprio, dessa forma, enfrenta grandes dificuldades quando necessita de entregar ou passar o negócio à próxima geração. Para este autor, o proprietário fundador tem

grandes dificuldades em delegar autoridade e recusa-se a retirar-se do negócio, apesar de prometer, repetidamente, a sua retirada. Este comportamento tem implicações nas relações existentes entre os membros familiares, em particular, entre o progenitor e os seus descendentes. O fundador, tem consciência e deseja, ceder o negócio ao seu descendente, pretendendo que este alcance um “*lugar ao sol*”, mas, em simultâneo, possivelmente, de forma inconsciente, sente que ao ceder o negócio perde a sua “*masculinidade*”. Assim, o fundador revela uma necessidade constante, de demonstrar a sua competência e capacidade para gerar o sucesso do negócio. Estas inexplicáveis contradições levam os restantes membros familiares a cogitarem que, por um lado, o fundador deseja o sucesso do negócio, mas, por outro, pode estar a determinar o seu falhanço. No proprietário fundador poderá existir o sentimento que o seu descendente nunca terá capacidade para gerir o negócio. Por outro lado, este espera, impacientemente, pela sua oportunidade, podendo originar um sentimento de estar a desempenhar um papel menos relevante dentro da empresa. Neste sentido, o autor identifica três tipos de empreendedores: *i*) o empreendedor que, geralmente, teve conflitos por resolver com o seu progenitor, que inicia o seu próprio negócio, para evidenciar uma superação comparativamente ao seu progenitor e para escapar à autoridade e rivalidade de figuras mais poderosas; *ii*) o empreendedor que cria um negócio e com o qual cria uma relação emocional e afectiva como se esta “nova entidade” fosse um membro familiar. Neste caso, vê os colaboradores como instrumentos no processo da formação da organização; *iii*) o empreendedor que vê o negócio como uma extensão de si próprio e, acima de tudo, um meio para a sua satisfação e realização pessoal.

Gallo (1998) refere que a mudança ao nível da gestão numa empresa familiar apenas ocorre duas vezes durante um período de quarenta anos, isto é, quando ocorre a sucessão da empresa familiar, de um membro da primeira geração para o da segunda geração e posteriormente, deste membro da segunda para a terceira. Segundo o autor, esta situação torna-se mais complexo, quando existem mais que um descendente e/ou fundador está rodeado de executivos não familiares, em relação aos quais o fundador revela uma elevada confiança. Neste caso, o proprietário fundador pode-se deparar com a necessidade de ter de decidir se cede o seu lugar a um director executivo não familiar, ou se cede o seu lugar a um membro da geração seguinte.

Segundo Bocatto (2006) as decisões sobre a sucessão, são geralmente baseadas nas necessidades das famílias e nos seus valores em vez das necessidades do negócio ou nas capacidades do sucessor. Este autor procurou analisar a forma como a problemática da sucessão afeta o desempenho das empresas, concluiu que, desempenhos positivos da empresa leva à nomeação de membros familiares; e desempenhos negativos, leva a uma nomeação de membros não familiares. O autor também observou que o desempenho antes da sucessão não afecta as nomeações para cargos de gestão, mas essas nomeações podem ser afectadas pelos factores como a estrutura de propriedade, a experiência directiva e o tamanho da empresa.

Para Pérez-González (2005), o principal argumento contra a sucessão familiar nas empresas de capital aberto, é que na corrida para o cargo de chefe-executivo¹⁰ raramente resultam na escolha de um CEO familiar. Este autor investigou o impacto que as posições de CEO herdadas têm no desempenho das empresas de capital aberto nos USA. Os resultados evidenciaram que uma série de empresas promovem os CEO's com base nos laços familiares e não pelo mérito; os CEO's com grau de parentesco são, em média, oito anos mais jovens comparativamente aos CEO's sem grau parentesco; as empresas que nomeiam CEO's com laços familiares tendem a apresentar maiores declínios no factor desempenho, comparativamente às empresas que promovem CEO's sem grau parentesco. Adicionalmente, o autor também procurou analisar o nepotismo dos CEO's, averiguando se a formação dos membros familiares em instituições de formação superior produz diferenças subsequentes no desempenho das empresas. Este objectivo, parte do pressuposto de uma formação superior numa faculdade selectiva poder, em princípio, fornecer um sinal positivo da formação das capacidades de gestão dos futuros CEO's familiares. Os resultados evidenciaram que as empresas onde o CEO familiar não se formou numa faculdade selectiva, apresentam quebras relevantes no desempenho, comparativamente às empresas que promoveram CEO's sem grau parentesco. Estes declínios não são observados nas empresas onde o CEO familiar se formou nas faculdades selectivas. Contudo, as empresas com um CEO familiar formado numa faculdade menos selectiva, mas que posteriormente, realizou uma pós-graduação, evidenciou menores quebras ao nível do desempenho comparativamente a outros CEO familiares formados numa faculdade menos selectiva. No entanto, a diferença de desempenho em relação aos CEO's sem grau de parentesco continua a ser significativa.

¹⁰ Passará a ser tratado por CEO

3. Hipóteses, Metodologia Econométrica e a Amostra

Neste capítulo, numa primeira secção apresenta-se as hipóteses a testar no âmbito deste trabalho de investigação e que foram formalizadas de acordo com os objectivos do mesmo e resultantes da análise da revisão da literatura. Na secção seguinte apresenta-se a amostra utilizada e, por fim, a metodologia econométrica adoptada para permitir o teste das hipóteses.

3.1. Hipóteses

As quatro hipóteses definidas deste trabalho foram concretizadas com base nos objectivos definidos para este estudo e resultantes da análise da literatura financeira, no âmbito da problemática da relação da propriedade familiar com o desempenho das empresas.

Gallo e Vilaseca (1996), apontam para a existência de diferenças entre as empresas familiares e não familiares no que respeita à dimensão, comportamento e desempenho. Os autores observaram que as empresas familiares que detêm posições de liderança, em termos da quota de mercado, evidenciam um menor desempenho comparativamente às empresas familiares com quotas de mercado mais reduzidas, isto é, assumem uma posição de “seguidores” nesses mercados. Allouche e Amann (2000) e Anderson e Reeb. (2003) evidenciaram que as empresas familiares apresentam um maior desempenho comparativamente às empresas não familiares. Anderson e Reeb (2003) justificam o desempenho das empresas familiares com a presença e envolvimento de um dos membros familiares na gestão da empresa. Mueller e Spitz (2004), concluíram que a propriedade influencia o desempenho das empresas, observando a existência de uma relação positiva entre os dois factores. Também Allouche *et al.* (2008), comprovaram que as empresas familiares obtêm um melhor desempenho comparativamente às empresas não familiares, justificando o desempenho obtido com o nível de controlo que os membros familiares detêm sobre a empresa.

Por outro lado, Westhead e Cowling (1996) concluem que existem semelhanças significativas, em termos de desempenho e de outros indicadores, entre as empresas familiares e as não familiares. Por exemplo, os autores observaram que ambos os tipos de empresas procuram aumentar as vendas e os lucros, sem a preocupação de aumentar a dimensão ou o nível de emprego. Demsetz e Villalonga (2001), na relação entre a propriedade familiar e o desempenho da empresa, não encontraram relação estatística significativa.

Assim, da revisão da literatura financeira pode-se verificar que existe uma corrente que aponta para uma melhor performance das empresas familiares. Contudo, ainda permanece uma corrente que também defende a não existência de diferenças nos dois tipos de empresas ou que existe uma pior performance por parte das empresas familiares, conforme refere Arosa *et al.*, 2009. Assim, em função da síntese evidenciada no quadro 03, formula-se a seguinte **Hipótese 1** –

“A Propriedade Familiar determina de forma positiva o desempenho financeiro das empresas”.

Quadro 03 - Quadro síntese da Relação da Propriedade Familiar com o Desempenho

Factor	Referências	Sinal da Relação	Impacto esperado
Propriedade Familiar	Gallo e Vilaseca (1996)	-	
	Westhead e Cowling (1996)	+	
	Allouche e Amann (2000)	+	
	Demsetz e Villalonga (2001)	pouco significativo	
	Anderson e Reeb (2003)	+	
	Mueller e Spitz (2004)	+	
	Allouche <i>et al.</i> (2008)	+	
			+

Fonte: a autora

Acs (1999) refere que as pequenas empresas promovem duas condições indispensáveis para a economia. Em primeiro lugar, são parte integrante do processo de renovação do mercado empresarial, isto é, o papel desempenhado pelas “novas e pequenas empresas” é um papel crucial na experimentação, na inovação (que leva à mudança tecnológica), na produtividade e no crescimento económico. Em segundo, porque promovem a criação de oportunidades para as mulheres, minorias e imigrantes.

Segundo Puga (2002), a visão que o mundo tem sobre a importância das micro, pequenas e médias empresas, mudou com o surgimento de estudos empíricos, onde se evidenciavam que o desempenho das pequenas empresas superavam a das grandes empresas. Puga (2002), citando Brich (1981), aponta que, independentemente da operacionalidade das grandes empresas, estas já não são as principais fornecedoras de empregos.

Solimano *et al.* (2007) referem que, as micro e pequenas empresas constituem um sector de especial importância praticamente em todos os países. São empresas que dão um grande contributo à criação de emprego e a uma maior igualdade na distribuição de riqueza. Referem também a importância e a contribuição positiva que as PME dão a qualquer sociedade.

Para Ghosh e Roy (2011), as pequenas e médias empresas prestam um especial contributo na economia local, sendo criadoras de novos postos de trabalho e, ao mesmo tempo, são um contributo positivo para a redução da pobreza (ideia partilhada por Zinga *et al.*, 2013).

Cardomone *et al.* (2012), citando Bugamelli *et al.* (2012), apresentam vários factores justificativos do fraco desempenho das empresas. De acordo com estes autores, a existência de um elevado número de micro e pequenas empresas, com a preponderância de estas serem empresas familiares e de estarem orientadas para o sector tradicional, constituindo, desta forma, os principais factores que justificam o fraco desempenho das empresas de menor dimensão.

Voulgaris *et al.* (2004) referem que a literatura financeira tem evidenciado e comprovado diferenças relevantes entre as grandes e as pequenas empresas e da possibilidade destas dissemelhanças, poderem afectar diversos aspectos destas empresas como o desempenho. Segundo Mahéroult (2004), a literatura financeira apresenta diversas características específicas apresentadas pelas empresas de menor dimensão, tais como, o capital e a gestão serem controladas por um pequeno grupo de accionistas em que a independência destas empresas constituir o seu ponto-chave. Estas características também são apontadas como atributos das empresas familiares. Sonfield e Lussier (2004) referem que as empresas incrementam a sua dimensão entre sucessivas gerações familiares e que esta situação, pode constituir um factor eventualmente, determinante das características da gestão. Assim, importa analisar como o factor classe dimensional determina o desempenho da empresa e a relação da propriedade familiar com o desempenho. Neste sentido, conforme a síntese do quadro 04, formula-se a **Hipótese 2 – “A classe dimensional influencia a performance das empresas e a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro”**.

Quadro 04 - Quadro síntese da Relação da Classe Dimensional com o Desempenho

Factor	Referências	Relevâncias da Relação	Impacto esperado
Classe Dimensional	Acs (1999)	+	
	Puga (2002)	+	
	Solimano <i>et al.</i> (2007)	+	
	Ghosch e Roy (2011)	+	
	Cardomone <i>et al.</i> (2012)	-	
	Zinga <i>et al.</i> (2013)	+	
			?

Fonte: a autora

Gallo (1998) refere que no âmbito da análise do desempenho da empresa ao longo do ciclo de vida da maioria das empresas, é frequente, no meio académico e empresarial, ouvir comentários como os seguintes: “o avô funda, os filhos debilitam-na e os netos encerram-na”; “um avô empresário, um filho engenheiro e um neto poeta”. De acordo com o autor, estes comentários podem sintetizar ou reflectir a vida de muitas empresas familiares. Filbeck e Lee (2000) referem que, quando chegam à segunda geração, apenas 1/3 das empresas se mantêm como familiar e no caso da terceira geração, esse valor fica pelos 10%. Contudo, Gallo (1998) ressalva que nem sempre a geração seguinte é a causadora do declínio ou do encerramento da empresa. Justificando que este pode ocorrer devido a erros cometidos pelos membros familiares na primeira geração, precisamente, na fase da transferência da gestão da empresa.

Fahlenbrach (2004) concluiu que os fundadores das empresas familiares tendem a evidenciar um maior sucesso comparativamente aos seus sucessores, a apresentar desempenhos superiores, a promover uma maior valorização das empresas, a revelar maiores habilidades ou capacidades específicas no campo da gestão, a deter maior poder de decisão, a diferir na atitude perante o risco e maior capacidade de decisão sobre os investimentos. No mesmo sentido, Villalonga e Amit (2006), observaram um efeito negativo na gestão das empresas familiares, inteiramente atribuída à segunda geração.

Bocatto (2006), não encontrou nenhuma evidência de aumento ou de declínio do desempenho da empresa nos quatro anos antes da mudança de gestão de topo e que esta exerça alguma influência na sucessão familiar ou na sucessão não familiar.

Saito (2008) aponta para uma dicotomia na relação entre o factor geração e o desempenho das empresas dado terem observado resultados mistos, isto é, estes evidenciaram ambas as situações. Por um lado, verificaram que quando o proprietário fundador se retira, a propriedade familiar torna-se dispersa, a gestão e controlo da empresa transformam-se, promovendo uma separação entre estes dois factores. O autor aponta que, o desempenho das empresas familiares detidas e geridas pelos descendentes do fundador é inferior. Mas, ao mesmo tempo superior ao desempenho das empresas não familiares e a outro tipo de empresas familiares.

Adams *et al.* (2008), observaram um “efeito positivo” da influência que o gestor fundador tem no desempenho da empresa. A justificação desta influência deve-se ao facto de o gestor da empresa ser o próprio fundador. Segundos os autores, estes são mais propensos a sair quando a empresa está estável e que a sucessão por um gestor familiar poderá ser diferente da sucessão por um gestor profissional.

De acordo com estes argumentos e com a síntese apresentada no quadro 05, de forma a clarificar a relação da propriedade familiar com o desempenho da empresa importa analisar a

forma como o factor geração influencia o desempenho da empresa, bem como, avaliar se este factor determina a relação da propriedade familiar com o desempenho da empresa.

Desta forma, de acordo com os argumentos anteriores e o quadro síntese 05, formula-se a seguinte **Hipótese 3 – “A 2ª Geração influencia de forma negativa o desempenho das empresas e determina a relação da propriedade familiar com esse desempenho”**.

Quadro 05 - Quadro síntese da relação da 2ª Geração com o Desempenho

Factor	Referências	Sinal da Relação	Impacto esperado
Geração ≥ 25 anos	Gallo (1998)	-/+	
	Fahlenbrach (2004)	-	
	Villalonga e Amit (2006)	-	
	Bocatto (2006)	não significativo	
	Saito (2008)	+/-	
	Adams <i>et al.</i> (2008)	-	

Fonte: a autora

Westhead e Cowling (1996) referem que as empresas familiares estão amplamente representadas nos diversos sectores de actividade, tais como, agricultura, florestas e pescas, distribuição, alojamento, restauração e reparação. Estando também presente em sectores como a banca, finanças, seguros, serviços diversos e “*leasing*”. Os autores observaram não existir diferenças estatisticamente significativas entre as empresas familiares e as não familiares relativamente aos indicadores do desempenho.

Baer e Frese (2003), verificaram que quase todas empresas dos vários sectores de actividade apresentaram um bom desempenho financeiro no período em que o estudo foi realizado.

Houthoofd *et al.* (2009) referem que, é amplamente aceite que determinados sectores de actividade afectam o desempenho das empresas. Os autores realizaram o estudo focado na indústria eléctrica, tendo concluído que o factor sector de actividade explicava, em cerca de 8%, a variação do desempenho revelado pelas empresas deste sector.

Bradley *et al.*, (1984), Titman e Wessels, (1988), Brailsford *et al.*, (2002) e Michaelas *et al.*, (1999) referem que o sector de actividade determina as características das empresas, tais como, risco, rendibilidades, activos, entre outras. Villalonga e Amit (2010) referem que existem

determinados sectores de actividade onde predominam as empresas familiares. No entanto, ainda é reduzido o conhecimento sobre o envolvimento e o desempenho das empresas familiares em cada tipo de sector (Chen e Nowland, 2010). Assim, importa analisar a forma como o sector de actividade influencia o desempenho das empresas, bem como, este factor determina a relação da propriedade familiar com o desempenho das empresas. Neste sentido, de acordo com os argumentos anteriores e a síntese do quadro 06, formula-se a **Hipótese 4 – “O sector de Actividade influencia o desempenho da empresa, bem como, a relação entre a propriedade familiar e esse desempenho”**.

Quadro 06 - Quadro síntese da Relação do Sector de Actividade com o Desempenho

Factor	Referências	Relevância da Relação	Impacto esperado
Sector de Actividade	Westhead e Cowling (1996)	Pouco significativo	
	Baer e Frese (2003)	+	
	Houthoofd <i>et al.</i> (2009)	+	
			?

Fonte: a autora

3.2. Metodologia Econométrica

Neste estudo, considerando os objectivos do mesmo e as características da amostra, utilizou-se a metodologia de regressão com dados em painel. De acordo com Esteves e Sousa (2007), Rita (2011) e Greene (2002) a regressão linear múltipla pressupõe a existência de uma relação linear entre uma variável aleatória Y (*variável dependente*) e uma ou mais variáveis não aleatórias (*variáveis independentes*). Os mesmos autores referem que as variáveis independentes são também chamadas de variáveis explicativas ou regressores e são utilizadas para explicar as variáveis dependentes.

Esta metodologia de tratamento de dados permite analisar simultaneamente, observações temporais e observações seccionais (Ribeiro *et al.*, 2012; Rita, 2003), o que se enquadra no tipo de estudo que se pretende elaborar. Segundo Rita (2003), os dados em painel permite obter resultados e/ou conclusões que não se obtêm numa regressão de séries temporais ou de dados seccionais em separado. Na metodologia dos dados em painel, considerando o tipo de variáveis necessárias para realizar o teste das hipóteses apresentadas na secção anterior, além dos aspectos anteriormente referidos, será utilizado o modelo econométrico de efeitos aleatórios. Segundo Marques (2000), Este modelo pressupõe que os comportamentos específicos dos

indivíduos e períodos de tempo são desconhecidos, não podendo ser observados nem medidos. Desta forma, este modelo econométrico é especificado, genericamente, da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$$

com i a designar as empresas e t a designar o período (ano). Deste modo, o primeiro índice revela a dimensão das observações seccionais e o segundo revela a dimensão das séries temporais. u_{it} corresponde à componente de erro do modelo com $u_i = \mu_i + v_{it}$ onde μ_i designa o efeito específico individual não observável e v_{it} designa a perturbação restante.

Greene (2002) e Hsiao (2003) referem que os dados em painel são caracterizados por um conjunto de dados ou informações sobre indivíduos, famílias ou empresas que são observadas e acompanhadas ao longo do tempo ou por um período de tempo, são uma fonte riquíssima de informação para a elaboração de estudos científicos sobre ciências sociais. Os dados em painel são também conhecidos como estudos longitudinais.

Hsiao (2003) especifica a existência de benefícios e limitações no uso deste tipo de metodologia. Os modelos com dados em painel, possuem vantagens importantes comparativamente aos modelos que utilizam as séries temporais ou as séries seccionais.

Para Marques (2000), “uma das vantagens da estimação com dados em painel é a revelação da heterogeneidade individual”, ou seja, a “existência de características diferenciadoras dos indivíduos, que podem ou não ser constantes ao longo do tempo”. Caso os estudos temporais ou seccionais não tenham em conta essas características poderão surgir resultados “fortemente enviesados”. Por outro lado, os dados em painel, promovem uma quantidade elevada de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior grau de liberdade e uma maior eficiência na estimação (Marques, 2000; Hsiao, 2003; Loureiro e Costa, 2009).

“A utilização de dados em painel permite conjugar uma diversidade de comportamentos individuais, com a existência de dinâmicas de ajustamentos”, pois permitem “tipificar as respostas de diferentes indivíduos a determinados acontecimentos, em determinados momentos” (Marques, 2000). Segundo o mesmo autor, a eficiência da estimação dos modelos aumenta, quanto maior for a quantidade de informação disponível, ou seja, os dados em painel “permitem identificar e medir efeitos que não serão pura e simplesmente detectáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais”.

No entanto, e segundo Marques (2000), a análise econométrica dos Dados em Painel apresenta limitações, nomeadamente porque:

- “aumenta o risco de se ter amostras incompletas ou com graves problemas de recolha de dados, bem como, a importância dos erros de medida”;

- “se virmos uma população como um conjunto de decisões que se reflectem em diferentes histórias individuais, esta terão que ser representadas como variáveis aleatórias idiossincráticas (específicas a cada individuo) e que certamente estarão correlacionadas não apenas com a variável dependente, mas também com o conjunto das variáveis explicativas, o que causa diversos problemas ao nível da identificação e estimação dos modelos”;

- “ocorre o chamado enviesamento da heterogeneidade”;

- “surgem problemas relacionados com o enviesamento de selecção (selectivity bias), ou seja, erros resultantes da recolha de dados que levam a que estes não constituam uma amostra aleatória. Inclui questões como a auto-selectividade (amostras truncadas) e ausências de respostas ou atritos”;

A análise de Dados em Painel ou de dados longitudinais é um dos temas mais activos e inovadores da Literatura Econométrica, em parte porque esta metodologia proporciona um ambiente rico de informações para o desenvolvimento de técnicas de estimação e resultados teóricos (Greene, 2002).

De forma a validar os modelos estimados será realizado os seguintes testes estatísticos:

- O teste Multiplicador de Lagrange (LM) de Breusch e Pagan para avaliar a inferência estatística dos modelos, em particular, testar a existência dos efeitos individuais e/ou temporais considerados na metodologia dos dados em painel e que os modelos de regressão clássicos de dados seccionais não consideram;
- O teste de Wald para testar a significância das variáveis independentes.

O tratamento estatístico da informação foi efectuado pelo *software* informático STATA – Statistic/Data Analysis 12.0 (STATA, 2011).

3.3. Amostra

A amostra utilizada neste estudo foi recolhida da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), tal como, nos estudos elaborados por Rita (2011 e 2013), Fernández *et al.* (2012), Madueño *et al.* (2011), Casillas *et al.* (2013), García *et al.* (2009), Arosa *et al.* (2009), Iturralde *et al.* (2011).

A base de dados foi utilizada como fonte de informação para a recolha dos dados necessários à concretização e realização deste estudo. Para a recolha da amostra foi aplicado os seguintes critérios:

-
- As empresas deviam estar sediadas na Região de Lisboa e Vale do Tejo – dado se pretender focar este estudo no tecido empresarial onde a região de Setúbal está inserida;
 - Empresas em que o Volume de Negócios sejam superior ou igual a zero;
 - Empresas em que o EBITDA seja superior ou igual a zero – para eliminar as empresas num estado embrionário ou final do seu ciclo de vida;
 - Empresas em que o Total de Activo seja superior ou igual a zero;
 - Empresas em que o mínimo de empregados sejam 2 indivíduos em 2011;
 - Período em análise: 2006 a 2011.

A amostra inicial continha 24.680 empresas, das quais, 21.751 foram consideradas empresas familiares, se o capital social fosse detido por indivíduos ou famílias numa percentagem superior a 50% de capital social. No entanto, foram detectadas alguns outliers nos dados de algumas empresas. Desta forma, procedeu-se à exclusão das empresas que evidenciavam esta situação, resultando numa amostra final com 23.318 empresas, onde 20.513 foram classificadas como empresas familiares e 2.805 não familiares. A aplicação dos critérios anteriormente referidos permitiu obter uma amostra representativa do tecido empresarial na Região de Lisboa e Vale do Tejo. Nesta, cerca de 88% das empresas são empresas familiares e 12% não familiares.

3.4. Variáveis e Análise Descritiva

3.4.1. Variáveis e Análise da Amostra

O objectivo principal deste trabalho de investigação, é determinar qual a influência de um conjunto de factores, referenciados na literatura financeira como eventuais determinantes do desempenho financeiro das empresas. Desta forma, como representação desse desempenho, ou seja, como variável dependente dos modelos a estimar para o teste de hipóteses, adoptou-se, à semelhança de Iturralde *et al.* (2011), Sciascia e Mazzola (2008) e Bachillier *et al.* (2011), a rentabilidade do activo. A forma de cálculo desta variável é a seguinte:

$$ROA = \left(\frac{EBIT}{TA} \right) \times 100$$

Em relação às variáveis independentes, e de forma a clarificar, de uma forma mais robusta, a relação dos factores associadas às hipóteses, anteriormente apresentadas, inclui-se nos modelos quatro variáveis de controlo que representam os factores que a literatura financeira tem revelado e comprovado determinantes do desempenho da empresa: O objectivo é controlar os principais factores financeiros propostos pela literatura, amplamente testados, de forma a apresentar o real impacto dos factores associado às hipóteses. Assim, na identificação e na

construção dos modelos econométricos desta dissertação, seguiu-se o trabalho de Iturralde *et al.* (2011) que, além duma variável dummy para representar o factor propriedade familiar, no âmbito do seu estudo empírico sobre os factores que influenciam o desempenho das empresas, consideraram a maturidade da empresa medida pela sua idade, a taxa de crescimento, a dimensão e o nível de endividamento. Além da referência da anterior, os estudos de Andersen e Reeb (2003) e Villalonga e Amit (2006) também constituíram referências relevantes nesta formalização.

O quadro 07 apresenta as quatro variáveis consideradas para representar os quatro factores: maturidade da empresa, oportunidades de crescimento, nível de endividamento e, por fim, dimensão.

Quadro 07 – Variáveis de Controlo

Variáveis de Controlo	Medida
Idade	Número de anos da empresa
Oportunidade de Crescimento	Rácio do Volume de Negócio Ano N / Volume de Negócios N-1
Endividamento	Rácio entre Total da Dívida e o Total do Activo
Dimensão (Volume de Negócios)	Logaritmo Neperiano do total do Volume de Negócios

Os objectivos deste trabalho de investigação e a revisão da literatura permitiram identificar quatro factores, em relação aos quais, foram definidas as hipóteses, como eventuais, determinantes do desempenho financeiro das empresas: i) propriedade familiar, ii) classe dimensional, iii) geração e iv) sector de actividade exercem sobre a variável que define o desempenho das Empresas Familiares Portuguesas.

i) Propriedade Familiar – A análise da literatura permitiu verificar que o conhecimento sobre o efeito da propriedade familiar sobre o desempenho das empresas ainda é escassa (Iturralde *et al.*, 2011). Desta forma, esta clarificação assume o papel central neste trabalho de investigação, resultando na separação da amostra em empresas familiares e não familiares. Como representação deste factor, nos modelos econométricos inclui-se uma variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa tiver sido classificada como familiar e zero, no caso contrário.

ii) Classe Dimensional - Além da divisão da amostra pelo factor propriedade familiar, também se realizou uma divisão em função da classe dimensional. Esta foi efectuada de acordo com a

legislação em vigor¹¹, recorrendo a três critérios: o número de trabalhadores, o valor total do balanço e o valor total do volume de negócio. As empresas são classificadas numa dada classe dimensional se não ultrapassarem os limites de dois dos três critérios referidos. Os valores desses limites estão apresentados na legislação referida¹². Desta forma, a amostra ficou repartida da seguinte forma pelas classes dimensionais (neste trabalho agrupou-se as médias e grandes empresas pelas razões apresentadas por Ramalho e Silva, 2009):

Quadro 08 – Distribuição da Amostra pelas Classes Dimensionais

	Empresas Familiares		Empresas Não Familiares		Total da Amostra	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
MICRO	18.926	92,26%	1.284	45,78%	20.210	86,67%
PEQUENAS	1.454	7,09%	992	35,37%	2.446	10,49%
MÉDIAS/GRANDES	133	0,65%	529	18,86%	662	2,84%
TOTAL	20.513	87,97%	2.805	12,03%	23.318	100,00%

A análise do quadro permite observar que as micro empresas correspondem a cerca de 86,5% da amostra total. Nesta, 10,5% e 3%, corresponde a pequenas e médias/grandes empresas, respectivamente. Contudo, verifica-se que a grande representatividade da amostra recai nas micro empresas familiares. Estas representam cerca de 81% da amostra total comparativamente aos 5,5% das micro empresas não familiares. De salientar que, entre os dois tipos de empresas, a amostra das familiares está concentrada nas micro empresas. No caso das empresas não familiares existe uma maior dispersão da amostra entre as três classes dimensionais, apesar das classes das empresas de menor dimensão ser mais significativa.

iii) Geração – a representação deste factor passa por incluir nos modelos econométricos, uma variável *dummy* que representa a geração após o fundador (segunda geração ou seguintes), tal como Iturralde *et al.* (2011), Blanco-Mazagatos *et al.* (2007). Esta *dummy* assume o valor 1 se a empresa apresentar uma idade superior a 25 anos, à semelhança da classificação Blanco-Mazagatos *et al.* (2007).

¹¹ Para as micro entidades (Lei 35/2010 de 2 de Setembro e Art. 2º e 3º do DL 36º/2011), para as pequenas entidades (Lei 20/2010 de 23 Agosto), e para as média/grandes entidades (DL 372/2007 de 6 de Novembro),

¹² Para as micro empresas os limites são: Total de balanço – 500.000 €; Volume de negócios líquidos – 500.000 €; Nº médio de empregados durante o exercício – 5.
Para as pequenas empresas: Total de balanço – 1.500.000 €; Volume de negócios líquidos – 3.000.000 €; Nº médio de empregados durante o exercício – 50.
Para as médias/grandes empresas: Total de balanço – 43.000.000 €; Volume de negócios líquidos – 50.000.000 €; Nº médio de empregados durante o exercício – 250.

O quadro 09 permite analisar a distribuição da amostra pela geração. Neste observa-se que 79% e 73% das empresas familiares e não familiares, respectivamente, apresentam menos de 25 anos de idade, isto é, ainda se encontram na primeira geração ou governadas pelo(s) fundador(es).

Quadro 09 – Distribuição da Amostra por Geração

	Empresas Familiares		Empresas Não Familiares		Total	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
1ª Geração	16.246	79,20%	2.033	72,48%	18.279	78,39%
2ª Geração	4.267	20,80%	772	27,52%	5.039	21,61%
TOTAL	20.513	100,00%	2.805	100,00%	23.318	100,00%

iv) Sector de Actividade – O efeito do sector de actividade onde a empresa se insere também constitui um factor a ser analisado neste trabalho de investigação, à semelhança de Iturralde *et al.* (2011). O quadro 10 permite analisar a distribuição da amostra pelos diversos sectores de actividade, de acordo com o código CAE¹³ apresentado e agrupados em seis sectores de actividade.

Quadro 10 – Distribuição da Amostra por Sector de Actividade

	Sector de actividade		Empresas Familiares		Empresas Não Familiares	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Agricultura	495	2,12%	453	2,21%	42	1,50%
Industria	3.067	13,15%	2.532	12,34%	535	19,07%
Construção	2.539	10,89%	2.363	11,52%	176	6,27%
Comércio	7.212	30,93%	6.404	31,22%	808	28,81%
Alojamento	1.990	8,53%	1.833	8,94%	157	5,60%
Serviços	8.015	34,37%	6.928	33,77%	1.087	38,75%
Total	23.318	100,00%	20.513	100,00%	2.805	100,00%

Em termos da amostra global, os sectores de actividade mais significativos são os serviços e o comércio ao representarem respectivamente, 34% e 31% da amostra. Este aspecto mantém-se quando se analisa os dois tipos de empresas (nas empresas não familiares observa-se uma diferença maior entre o peso dos dois sectores). O terceiro sector mais relevante é a indústria, seguindo-se a construção.

O quadro 11 apresenta a distribuição da amostra, relacionando a classe dimensional com o sector de actividade. Este permite verificar que cerca de 35% das micro empresas familiares pertencem ao sector dos serviços e 30% ao sector comércio. No caso das pequenas e

¹³ Classificação Portuguesa das Actividades Económicas – Ver.3

média/grandes empresas familiares, verifica-se que o sector mais significativo é o comércio, com um peso de 42% para as pequenas e 48% para as média/grandes empresas, seguindo-se a indústria com um peso de 24% e 23%, respectivamente. As pequenas e médias/grandes empresas apresentam uma preponderância no sector da indústria. Em relação às empresas não familiares, verifica-se que as micro empresas se situam no sector dos serviços e do comércio, com um peso de 48,5% e 27%, respectivamente. Nas pequenas empresas não familiares ocorre uma inversão, comparativamente às micro, nos sectores mais relevantes. O sector do comércio é o mais relevante com um peso de 32% e o sector serviços apresenta um peso 31,5%. Nas médias/grandes empresas, observa-se ser a indústria, o sector mais relevante com um peso de 31%, seguindo os serviços e o comércio com um peso de 29% e 28%, respectivamente.

Quadro 11 – Distribuição da Amostra por Sectores de Actividade e por Classe Dimensional

		Agricultura	Industria	Construção	Comércio	Alojamento	Serviços	Total
Empresas Não Familiares								
Micro	Nº	26	139	62	343	92	622	1284
	%	2,02%	10,83%	4,83%	26,71%	7,17%	48,44%	100,00%
Pequenas	Nº	11	231	79	317	42	312	992
	%	1,11%	23,29%	7,96%	31,96%	4,23%	31,45%	100,00%
Média /Grandes	Nº	5	165	35	148	23	153	529
	%	0,95%	31,18%	6,62%	27,98%	4,35%	28,92%	100,00%
Total	Nº	42	535	176	808	157	1087	2805
	%	1,50%	19,07%	6,27%	28,81%	5,60%	38,75%	100,00%
Empresas Familiares								
Micro	Nº	412	2159	2176	5734	1782	6663	18926
	%	2,18%	11,41%	11,50%	30,30%	9,42%	35,21%	100,00%
Pequenas	Nº	39	343	178	606	46	242	1454
	%	2,68%	23,59%	12,24%	41,68%	3,16%	16,64%	100,00%
Médias /Grandes	Nº	2	30	9	64	5	23	133
	%	1,50%	22,56%	6,77%	48,12%	3,76%	17,29%	100,00%
Total	Nº	453	2532	2363	6404	1833	6928	20513
	%	2,21%	12,34%	11,52%	31,22%	8,94%	33,77%	100,00%

Em síntese, as empresas familiares da região LVT são, na sua maioria, micro empresas familiares, um terço das empresas assenta o seu negócio no sector dos serviços e outro terço no sector do comércio. Observa-se que 60% dos negócios existentes situam-se no sector terciário. O sector da indústria é mais relevante para as empresas de maior dimensão.

3.4.2. Análise Descritiva

Nesta secção é realizada uma análise descritiva das variáveis utilizadas nos modelos econométricos estimados neste estudo através da análise da média e do desvio padrão. À semelhança de Rita (2011), López-Gracia e Sánchez-Andújar, (2007), realizou-se o Teste T e o

Teste de Mann-Whitney para testar as diferenças de médias entre os diversos grupos da amostra. Enquanto que o Teste T (teste paramétrico), testa a significância de cada variável independente para o modelo, o Teste Mann-Whitney (teste não paramétrico) avalia a diferença das medianas entre dois grupos (DePuy *et al.*, 2005). Para estes autores, as principais diferenças entre os dois tipos de testes são: o Teste T requer o pressuposto da normalidade, enquanto que o Teste Mann-Whitney apenas exige a independência e a aleatoriedade das amostras. Assim, calcula-se o valor dos dois testes para analisar a robustez das diferenças existentes.

O quadro 12 apresenta os valores das variáveis para os dois tipos de empresas. Esta evidência que as empresas familiares apresentam uma pior performance financeira, estatisticamente significativa, comparativamente às empresas não familiares. Também se verifica uma maior maturidade, crescimento, endividamento e dimensão das empresas não familiares. Estas diferenças são todas estatisticamente significativas.

Quadro 12 – Estatística Descritiva

		Rendibilidade	Idade	Crescimento	Endividamento	Dimensão
Empresas Não Familiares	μ	8,669	21,826	0,315	65,025	14,737
	σ	11,703	15,198	8,966	67,863	1,850
Empresas Familiares	μ	7,809	19,054	0,141	62,048	12,740
	σ	12,310	13,104	3,463	41,656	1,301
Teste T		8,550***	25,220***	4,725***	7,941***	176,174***
Teste Mann-Whitney		6,800***	25,457***	8,106***	10,822***	132,653***

O quadro 13 introduz a classe dimensional na análise (o teste da anova permite avaliar a significância das diferenças existentes entre as classes dimensionais). Observa-se que ao nível de cada classe dimensional, continua a ser as empresas não familiares a apresentar uma melhor performance financeira comparativamente às empresas familiares. Dentro de cada classe dimensional, mantêm-se o comportamento observado para toda a amostra. Contudo, do quadro 13, entre os dois tipos de empresas, ressalta a relação negativa da “dimensão” com o desempenho financeiro. Em ambos os tipos de empresa, as micro apresentam uma melhor performance comparativamente às classes seguintes. Depois são as pequenas empresas a evidenciarem um melhor comportamento comparativamente às médias / grandes empresas.

Em relação aos factores de controlo, observa-se uma relação positiva entre a “dimensão” e a maturidade. As empresas de pertencentes às classes das empresas de maior dimensão apresentam uma maior maturidade. As empresas familiares de maior dimensão tendem a apresentar uma maior maturidade comparativamente às suas congéneres não familiares. As

pequenas empresas são as que revelam uma maior taxa de crescimento, comparativamente às outras classes dimensionais, seguindo-se as micro empresas. No entanto, as empresas de menor dimensão não familiares, tendem a apresentar um melhor comportamento neste factor, comparativamente às empresas familiares. Em relação ao endividamento, observa-se uma heterogeneidade de comportamentos. No caso das empresas familiares, observa-se uma relação positiva da “dimensão” com o nível de endividamento. São as médias/grandes empresas familiares a apresentar os maiores níveis de dívida, seguindo-se as pequenas empresas. No caso das empresas não familiares, este comportamento inverte-se. Entre os dois tipos de empresas, observa-se diferenças, estatisticamente significativas, na classe das micro e das médias/grandes. No primeiro caso, são as micro não familiares a apresentar maiores níveis de dívida. No segundo, são as médias/grandes empresas familiares que revelam maiores níveis. Naturalmente, a variável associada ao factor de dimensão, evidencia a maior dimensão das empresas não familiares e a relação positiva com a classe dimensional.

Quadro 13 – Estatística Descritiva por Classe Dimensional

		Rendibilidade	Idade	Crescimento	Endividamento	Dimensão
Empresas Não Familiares						
Micro	μ	9,057	18,829	0,313	65,950	13,310
	σ	13,021	13,613	8,892	92,400	1,240
Pequenas	μ	8,582	22,313	0,435	64,272	15,298
	σ	11,007	14,275	11,162	41,542	0,952
Médias/Grandes	μ	7,890	28,185	0,095	64,188	17,147
	σ	9,305	18,177	0,813	21,420	1,175
ANOVA		11,44***	453,82***	1,490	1,320	14000,44***
Empresas Familiares						
Micro	μ	7,907	18,606	0,134	61,841	12,548
	σ	12,632	12,908	3,302	42,909	1,130
Pequenas	μ	6,636	23,877	0,231	64,305	14,895
	σ	7,417	13,679	5,223	21,824	0,848
Médias/Grandes	μ	6,726	30,075	0,111	66,773	16,564
	σ	6,936	18,050	0,865	18,521	0,848
ANOVA		46,31***	953,93***	3,24**	19,34***	22843,820
Micro Empresa:						
Teste T		7,718***	1,464*	3,901***	7,330***	56,909***
Teste Mann-Whitney		6,034***	1,555	1,268	7,052***	54,862***
Pequenas Empresas:						
Teste T		12,797***	-6,679***	1,484*	-0,062	26,804***
Teste Mann-Whitney		8,444***	-10,467***	0,410	-2,573**	31,033***
Médias/Grandes Empresas:						
Teste T		3,310***	-2,629***	-0,492	-3,127***	13,176***
Teste Mann-Whitney		2,069**	4,315***	-0,386	-2,545**	14,391***

O quadro 14 permite observar o comportamento das empresas ao nível do factor geração. Neste quadro verifica-se que a primeira geração apresenta um melhor desempenho comparativamente à segunda geração e seguintes. Este comportamento ocorre nos dois tipos de empresas, apesar da diferença entre gerações ser mais pronunciada nas empresas não familiares.

Quadro 14 – Estatística Descritiva por Geração

		Rendibilidade	Idade	Crescimento	Endividamento	Dimensão
1ª Geração						
Empresas Não Familiares	M	9,077	14,562	0,402	66,178	14,556
	Σ	12,336	5,553	10,485	36,225	1,776
Empresas Familiares	M	7,976	13,734	0,158	64,064	12,690
	Σ	12,528	5,618	3,545	37,745	1,251
2ª Geração						
Empresas Não Familiares	M	7,594	40,956	0,086	61,987	15,211
	Σ	9,760	15,911	1,583	115,184	1,954
Empresas Familiares	M	7,172	39,309	0,075	54,372	12,934
	Σ	11,182	13,688	3,132	53,320	1,459
1ª Geração:						
Teste T		9,163***	15,356***	5,263***	5,857***	147,254***
Teste Mann-Whitney		7,823***	15,839***	7,188***	8,602***	111,453***
2ª Geração						
Teste T		2,366***	7,341***	0,228	7,158***	92,293***
Teste Mann-Whitney		1,805*	5,986***	5,600***	14,644***	70,828***

As empresas familiares e não familiares da segunda geração apresentam, em média, uma maturidade na ordem dos 39 e 41 anos, respectivamente. Na primeira geração, esse valor encontra-se nos 14 anos. Em cada tipo de empresa, a taxa de crescimento da 1ª geração é claramente superior à da 2ª geração, particularmente no caso das empresas não familiares. A primeira geração das empresas não familiares evidencia, claramente, uma melhor taxa de crescimento comparativamente à primeira geração familiar. No caso da segunda geração, a diferença entre os dois tipos de empresas não é tão expressiva ou significativa. A primeira geração apresenta maiores níveis de endividamento comparativamente às empresas de segunda geração. Mas esta diferença é mais ampla no caso das empresas familiares. No entanto, são as empresas de segunda geração a apresentarem uma maior dimensão.

Quadro 15 – Estatística Descritiva por Sector de Actividade

		Rendibilidade	Idade	Crescimento	Endividamento	Dimensão
Empresas Não Familiares						
Agricultura	μ	4,594	20,285	0,125	63,719	13,741
	σ	8,195	11,139	0,459	30,309	1,745
Industria	μ	7,130	25,626	0,178	60,375	15,372
	σ	8,637	17,677	4,266	26,125	1,587
Construção	μ	6,000	22,091	0,538	69,405	14,969
	σ	6,898	12,388	8,548	19,587	1,677
Comércio	μ	8,969	22,379	0,129	68,042	15,218
	σ	11,790	16,258	3,794	117,955	1,711
Alojamento	μ	7,785	25,006	0,083	65,679	13,849
	σ	10,856	17,707	0,648	34,934	1,562
Serviços	μ	9,920	19,102	0,526	64,130	14,196
	σ	13,469	12,438	13,260	30,242	1,916
ANOVA		45,40***	94,72***	1,570	5,61***	346,31***
Empresas Familiares						
Agricultura	μ	6,120	15,965	0,276	64,404	12,722
	σ	9,499	8,072	3,041	30,506	1,113
Industria	μ	6,279	20,219	0,075	65,477	13,112
	σ	8,327	12,589	0,941	36,497	1,231
Construção	μ	6,869	15,016	0,330	65,760	12,770
	σ	11,075	8,105	6,875	24,664	1,188
Comércio	μ	6,616	20,369	0,095	63,262	13,290
	σ	9,048	14,307	3,325	31,467	1,260
Alojamento	μ	8,530	27,085	0,056	63,325	12,269
	σ	15,170	18,356	0,698	75,023	0,957
Serviços	μ	9,711	16,867	0,158	57,910	12,211
	σ	15,253	10,740	2,820	44,160	1,231
ANOVA		357,05***	1550,51***	13,44***	136,29***	3802,31***
Agricultura:						
Teste T		-2,467***	7,835***	-0,703	-0,373	13,114***
Teste Mann-Whitney		-3,426***	5,973***	-0,122	0,342	10,967***
Industria:						
Teste T		5,230***	20,446***	2,682***	-6,965***	89,433***
Teste Mann-Whitney		3,380***	15,684***	4,522***	-9,178***	66,139***
Construção:						
Teste T		-2,512***	26,178***	0,933	4,693***	56,109***
Teste Mann-Whitney		-1,050	19,770***	2,315**	4,479***	39,627
Comércio:						
Teste T		16,437***	9,068***	0,720	6,352***	95,904***
Teste Mann-Whitney		14,681***	9,811***	3,899***	0,389	73,718***
Alojamento:						
Teste T		-1,474*	-3,346***	1,142	0,954	45,723***
Teste Mann-Whitney		-3,415***	-3,734***	2,837***	7,501***	30,874***
Serviços:						
Teste T		1,042	15,274***	4,978***	10,978***	110,820***
Teste Mann-Whitney		-2,064**	14,126***	3,526***	19,062***	80,180***

O quadro 15 permite analisar os sectores de actividade. Este quadro, permite evidenciar que as empresas não familiares apresentam um melhor desempenho nos sectores da indústria, comércio e serviços e que estas empresas apresentam uma maior maturidade em todos os sectores, exceptuando o alojamento. Em relação ao factor crescimento, este é superior, nas empresas não familiares, em todos os sectores, exceptuando o sector da agricultura. De salientar que, o sector da construção tem a maior taxa de crescimento, cerca de 53.8%, seguindo-se o sector serviços com 52.6%. Apenas no sector da agricultura e da industria e que as empresas não familiares evidenciam um menor nível de endividamento comparativamente às empresas familiares.

As empresas familiares evidenciam um melhor desempenho nos sectores da agricultura, construção, e no alojamento. De salientar que, apesar do comércio ser um dos sectores com mais empresas familiares, este não apresenta um desempenho relevante para este tipo de empresas. A maior maturidade das empresas familiares ocorre no sector do alojamento com uma média de 27 anos. Relativamente ao crescimento, este é superior no sector agricultura, com uma taxa de crescimento de 27.6%.

O quadro 16 permite analisar a evolução da performance financeira dos dois tipos de empresas (familiares e não familiares), considerando a totalidade da amostra e a classe dimensional. O comportamento temporal da performance financeira das empresas tende a evidenciar a situação económica e financeira que tem ocorrido no país ao longo do período em análise. Entre 2006 e 2007 ocorreu um crescimento do desempenho das empresas e, após este período, tem ocorrido uma quebra sucessiva do desempenho. Esta evolução parece ser uma causa da crise financeira e económica que surgiu a partir do ano 2008. Os resultados também parecem evidenciar uma quebra mais acentuada nas pequenas e médias/grandes empresas familiares. Este facto pode significar que estas empresas poderão estar a sentir mais os efeitos da crise.

Quadro 16 – Evolução do Desempenho Financeiro – Todas e Classes Dimensionais

Ano	Todas		Micro		Pequenas		Médias / Grandes	
	Não Familiares	Familiares	Não Familiares	Familiares	Não Familiares	Familiares	Não Familiares	Familiares
2006	7.81	7.22	7.90	7.24	7.90	6.93	7.43	7.11
2007	10.04	9.48	10.97	9.60	9.64	8.01	8.53	7.85
2008	9.37	8.87	9.88	8.98	9.31	7.65	8.27	7.59
2009	8.93	8.21	9.39	8.34	8.70	6.67	8.24	6.48
2010	8.67	7.06	8.89	7.17	8.57	5.78	8.33	6.12
2011	7.19	6.01	7.32	6.12	7.37	4.77	6.55	5.21
Total	8.67	7.81	9.06	7.91	8.58	6.64	7.89	6.73

O quadro 17 permite analisar a evolução do desempenho financeiro das empresas, considerando o facto geração. Os resultados também evidenciam o comportamento anteriormente referenciado de uma inversão do desempenho financeiro das empresas a partir de 2008. Neste caso, parece ser as empresas familiares de segunda geração a evidenciarem uma maior quebra do seu desempenho financeiro.

Quadro 17 – Evolução do Desempenho Financeiro – Geração

Ano	1ª Geração		2ª Geração	
	Não Familiares	Familiares	Não Familiares	Familiares
2006	8.12	7.17	6.98	7.39
2007	10.71	9.70	8.28	8.63
2008	9.80	9.15	8.26	7.84
2009	9.25	8.45	8.08	7.29
2010	9.04	7.26	7.70	6.31
2011	7.54	6.13	6.27	5.58
Total	9.08	7.98	7.59	7.17

No quadro 18 apresenta-se os Coeficientes de Correlação de Pearson. Este quadro permite analisar as relações existentes entre as diversas variáveis.

4. Modelos Estimados e Análise dos Resultados

Neste capítulo, apresenta-se numa primeira secção, a especificação dos modelos associados a cada hipótese, de forma a permitir uma melhor explanação da análise dos resultados que ocorre na secção seguinte.

4.1. Especificação dos Modelos

No capítulo anterior foram formuladas quatro hipóteses de estudo de forma a atingir os objectivos deste trabalho de investigação. Desta forma, a partir destas hipóteses criou-se um conjunto de quatro modelos a estimar de forma a permitir o teste das mesmas, permitindo clarificar a relação dos factores associados a essas hipóteses com o desempenho financeiro das empresas. De seguida, apresenta-se a especificação de cada um desses modelos.

- i) Neste conjunto apenas se especifica o modelo 1 que inclui as variáveis de controlo anteriormente mencionados mais a variável *dummy* da propriedade familiar que assume o valor um quando a empresa é classificada como de propriedade familiar. Este modelo vai permitir analisar a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro da empresa conforme foi indicado na hipótese 1 e é especificado da seguinte forma:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ família}$$

- ii) Neste conjunto especifica-se dois modelos. No modelo 2A, além das variáveis de controlo, introduz-se duas variáveis *dummies* associadas à classe dimensional - micro e pequenas empresas. Estas assumem o valor um quando as empresas da amostra são classificadas como micro ou pequenas, respectivamente. Este permite analisar a relação das classes dimensionais com o desempenho das empresas, conforme indicado na primeira parte da hipótese 2. No modelo 2B introduz-se, relativamente ao modelo 2A, mais duas variáveis *dummy* de interacção entre as duas classes dimensionais e a propriedade familiar. Estas assumem o valor um quando as empresas são classificadas, simultaneamente, como micro ou pequenas empresas e de propriedade familiar, respectivamente. Este modelo permite analisar a forma como a classe dimensional determina a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro, conforme indicado na segunda parte da hipótese 2. Os dois modelos referidos são especificados da seguinte forma:

Modelo 2A:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ micro} + \beta_6 \text{ pequena}$$

Modelo 2B:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ micro} + \beta_6 \text{ pequena} + \beta_7 \text{ micro} * \text{familiar} + \beta_8 \text{ pequena} * \text{familiar}$$

- iii) Neste conjunto especifica-se dois modelos. No modelo 3A, além das variáveis de controlo, introduz-se uma variável *dummy* associada ao factor geração, em particular, a segunda geração. Esta assume o valor um quando as empresas da amostra possuem uma maturidade superior aos 25 anos. Este permite analisar a relação do factor geração com o desempenho das empresas conforme indicado na primeira parte da hipótese 3. No modelo 3B introduz-se, relativamente ao modelo 3A, mais uma variável *dummy* de interacção entre a segunda geração e a propriedade familiar. Esta assume o valor um quando as empresas são familiares e, simultaneamente, possuem uma maturidade superior a 25 anos. Este modelo permite analisar a forma como a geração determina a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro conforme indicado na segunda parte da hipótese 3. Os dois modelos referidos são especificados da seguinte forma:

Modelo 3A:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ 2ª geração}$$

Modelo 3B:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ 2ª geração} + \beta_6 \text{ 2ª geração} * \text{familiar}$$

- iv) Neste conjunto especifica-se dois modelos. No modelo 4A, além das variáveis de controlo, introduz-se quatro variáveis *dummies* associadas ao factor sector de actividade, em particular, o sector da indústria, construção, comércio e serviços. Estas, assumem o valor um quando as empresas da amostra pertencem a um destes sectores de actividades. De salientar que os sectores de actividade, indicados foram os mais relevantes da amostra. Este permite analisar a relação do factor sector de actividade com o desempenho das empresas conforme indicado na primeira parte da hipótese 4. No modelo 4B introduz-se, relativamente ao modelo 4A, mais quatro variáveis *dummies* de interacção do sector de actividade com a propriedade familiar.

Esta assume o valor um quando as empresas são familiares e, simultaneamente, pertencem a um dos sectores referidos. Este modelo permite analisar a forma como o sector de actividade, determina a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro conforme indicado na segunda parte da hipótese 4. Os dois modelos referidos são especificados da seguinte forma:

Modelo 4A:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ indústria} + \beta_6 \text{ construção} + \beta_7 \text{ comércio} + \beta_8 \text{ serviços}$$

Modelo 4B:

$$\text{Rendibilidade} = \alpha + \beta_1 \text{ idade} + \beta_2 \text{ crescimento} + \beta_3 \text{ endividamento} + \beta_4 \text{ dimensão} + \beta_5 \text{ indústria} + \beta_6 \text{ construção} + \beta_7 \text{ comércio} + \beta_8 \text{ serviços} + \beta_9 \text{ indústria} * \text{família} + \beta_{10} \text{ construção} * \text{família} + \beta_{11} \text{ comércio} * \text{família} + \beta_{12} \text{ serviços} * \text{família}$$

4.2. Análise dos Resultados

O quadro 19 apresenta os resultados dos modelos estimados. O modelo 1 apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa do factor propriedade familiar com o desempenho financeiro das empresas. Este resultado comprova a **hipótese 1** onde e os resultados obtidos por Westhead e Cowling (1996), Allouche e Amann (2000), Anderson e Reeb (2003), Mueller e Spitz (2004) e Allouche *et al.* (2008). Desta forma, verifica-se que as empresas portuguesas de propriedade familiar tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro comparativamente às empresas não familiares, estando constante os factores de controlo incluídos nos modelos. Esta relação enquadra-se na corrente da literatura financeira que aponta para um melhor desempenho das empresas familiares.

O resultado obtido no modelo 1 contraria os resultados obtidos na análise descritiva. Estes evidenciavam um desempenho médio inferior das empresas familiares. Este facto reforça a importância da metodologia econométrica adoptada e a introdução dos factores de controlo para que seja possível evidenciar a real relação do factor propriedade familiar com o desempenho das empresas. A análise descritiva indica que a média da rendibilidade das empresas familiares é inferior à média das empresas não familiares. Contudo, o modelo econométrico estimado indicamos que entre duas empresas, uma familiar e outra não familiar, ambas com a mesma maturidade e dimensão, o mesmo nível de crescimento e de endividamento, a empresa familiar tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro.

O resultado obtido no modelo 2A evidenciam uma relação positiva e estatisticamente significativa das micro e pequenas empresas com o desempenho financeiro. Este resultado também foi comprovado em alguns estudos empíricos, como por exemplo, Puga (2002). Assim, mantendo todos os factores de controlo constantes, as micro e as pequenas empresas tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro comparativamente às outras empresas. Neste caso, estes resultados também são suportados na análise descritiva. Esta evidenciou que as empresas pertencentes às classes de menor dimensão, apresentavam um melhor desempenho médio. Contudo, o modelo 2B revela uma diferença de comportamento entre as empresas familiares e não familiares de menor dimensão. Os resultados evidenciam uma relação negativa das micro e pequenas empresas familiares com o desempenho financeiro (apesar de apenas a relação das pequenas empresas serem consideradas estatisticamente significativas) e mantém a relação positivas das micro e pequenas empresas com o desempenho. Assim, mantendo todos os outros factores constantes, as micro e pequenas empresas familiares apresentaram um pior desempenho comparativamente às outras empresas, incluindo, as micro e as pequenas empresas familiares. Também este aspecto foi evidenciado na análise descritiva dado a pequenas empresas familiares terem apresentado o nível médio de desempenho inferior a todas as outras empresas. Assim, comprova-se a **hipótese 2** que a classe dimensional determina o desempenho das empresas e a relação da propriedade familiar com esse desempenho. Este resultado é corroborado pelas conclusões de Cardomone *et al.* (2012) que referenciaram um menor desempenho das empresas familiares de menor dimensão.

O modelo 3A apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa da segunda geração com o desempenho das empresas, conforme referenciado na literatura financeira (Fahlenbrach, 2004; Villalonga e Amit, 2006; Adams *et al.*, 2008), corroborando os argumentos apresentados justificativos do menor desempenho das empresas de segunda geração. Também aqui este resultado foi observado no âmbito da análise descritiva que evidenciou um menor desempenho médio das empresas de segunda geração. Contudo, o modelo 3B mantém essa relação e a sua significância estatística, mas apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa da relação da interacção do factor segunda geração e a propriedade familiar com o desempenho das empresas. Assim, mantendo todos os outros factores constantes, as empresas familiares de segunda geração apresentaram um melhor desempenho comparativamente às outras empresas, incluindo, as empresas não familiares de segunda geração. Neste aspecto, este resultado contraria os resultados evidenciados na análise descritiva, revelando, mais uma vez, a importância da metodologia, dos factores de controlo e os argumentos apresentados para a questão da relação da propriedade familiar. Estes resultados não permitem comprovar a primeira parte da **hipótese 3** dado se esperar uma relação negativa mas comprova a segunda parte desta hipótese ao evidenciar a influência do factor geração sobre a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro. Estes resultados evidenciam diferenças entre as empresas familiares e não familiares de segunda geração, e parecem evidenciar os aspectos defendidos por Gallo

(1998) que argumentou que, o factor da geração seguinte não ser sempre a causadora do declínio ou do encerramento da empresa, e de Saito (2008) que aponta para uma dicotomia na relação entre o factor geração e o desempenho das empresas, e refere que o desempenho das empresas familiares detidas e geridas pelos descendentes do fundador são inferiores. Mas, ao mesmo tempo superior ao desempenho das empresas não familiares e a outro tipo de empresas familiares.

QUADRO 19: MODELOS ESTIMADOS

	Propriedade	Classe Dimensional		Geração		Sectores	
	Modelo 1	Modelo 2A	Modelo 2B	Modelo 3A	Modelo 3B	Modelo 4A	Modelo 4B
Idade	-0,053 -13,41 ***	-0,043 -10,96 ***	-0,043 -10,89 ***	-0,042 -6,61 ***	-0,042 -6,53 ***	-0,047 -11,97 ***	-0,045 -11,520 ***
Crescimento	0,057 8,81 ***	0,054 8,39 ***	0,054 8,38 ***	0,057 8,85 ***	0,057 8,82 ***	0,054 8,42 ***	0,054 8,380 ***
Endividamento	-0,039 -41,610 ***	-0,039 -41,53 ***	-0,039 -41,54 ***	-0,039 -41,66 ***	-0,039 -41,59 ***	-0,037 -40,45 ***	-0,037 -40,330 ***
Dimensão	0,939 26,82 ***	1,461 35,61 ***	1,444 34,87 ***	0,882 27,37 ***	0,913 27,56 ***	1,156 34,75 ***	1,269 34,960 ***
Familia	0,763 4,37 ***						
Micro		6,268 17,20 ***	6,392 15,54 ***				
Pequena		2,391 6,68 ***	3,124 7,71 ***				
fammic			-0,207 -0,90				
fampeq			-1,286 -3,93 ***				
Geração ≥25				-0,454 -2,190 **	-1,5735 -4,55 ***		
Gera25*fam					1,292 4,040 ***		
Industria						-2,878 -13,38 ***	-4,600 -11,87 ***
Construção						-2,050 -9,11 ***	-5,075 -8,22 ***
Comércio						-2,483 -13,31 ***	-2,438 -7,33 ***
Serviços						1,206 6,610 ***	-0,506 -1,73 *
Industria*Familia							1,952 5,110 ***
Construção*Familia							3,213 5,210 ***
Comércio*Familia							-0,175 -0,580
Serviços*familia							1,997 7,530 ***
Constante	-1,518 -2,820 ***	-13,498 -17,490 ***	-13,225 -17,000 ***	-0,208 -0,049	-0,618 -1,410	-2,898 -6,450 ***	-4,369 -8,980 ***
R ² Within	2,96%	3,79%	3,76%	2,86%	2,92%	3,40%	3,58%
R ² Between	1,15%	1,08%	1,16%	1,29%	1,24%	3,79%	3,72%
R ² Overall	1,35%	1,47%	1,51%	1,40%	1,39%	2,73%	2,74%
sigma_u	6,699	6,712	6,698	6,712	6,710	6,587	6,575
sigma_e	9,942	9,942	9,942	9,941	9,942	9,942	9,942
rho	0,312	0,313	0,312	0,313	0,313	0,305	0,304
Teste LM	31943,45 ***	32452,76 ***	32240,86 ***	32128,81 ***	32115,07 ***	30,682,93 ***	30551,96 ***
Teste Wald	2574,74 ***	3087,55 ***	3102,08 ***	2561,93 ***	2578,31 ***	3619,31 ***	3725,41 ***

* significativo a 10%; ** significativo a 5%; *** significativo a 1%

Os resultados dos modelos 4A e 4B permitem comprovar a **hipótese 4**. No modelo 4A observa-se uma relação estatisticamente significativa dos quatro sectores com o desempenho das empresas. Mas o sinal da relação depende do sector. Mantendo-se todos os factores de controlo

constantes, observa-se que as empresas pertencentes ao sector da indústria, construção e comércio tendem a apresentar um pior desempenho comparativamente às restantes empresas, enquanto, as empresas do sector dos serviços apresentam um melhor desempenho. Assim, comprova-se que o sector de actividade é relevante para determinar o desempenho das empresas conforme os argumentos de Westhead e Cowling (1996), Baer e Frese (2003) e Houthoofd *et al.* (2009), entre outros. O modelo 4B comprova a influência do sector de actividade sobre a relação da propriedade familiar com o desempenho financeiro. Os resultados deste modelo, mantêm a significância das variáveis associadas aos sectores de actividade e ao sinal da relação (excepto no caso dos serviços em que o sinal da relação é alterado). Evidência também, uma relevância estatística das variáveis resultantes da interacção deste factor com a propriedade familiar, apresentando sinais de relação diferentes daqueles que ocorre para as variáveis associadas ao sector de actividade sem a interacção com a propriedade familiar. Assim, comprova-se uma diferença de comportamento dos dois tipos de empresas, familiares e não familiares, dentro dos mesmos sectores. Por exemplo, as empresas do sector da indústria e da construção tendem a apresentar um pior desempenho comparativamente às outras empresas, mantendo os factores de controlo constantes. Contudo, se estas empresas forem de propriedade familiar tendem a apresentar um melhor desempenho.

Em relação às variáveis de controlo, observa-se que todos os modelos mantêm a significância estatística para todos os factores considerados, e o sinal da relação. Estes resultados permitem concluir por uma robustez significativa dos resultados obtidos. A maturidade apresenta uma relação negativa com o desempenho financeiro, à semelhança do resultado obtido por Iturralde *et al.*, 2011. Andersen e Reeb (2003) justificam esta relação com o facto de uma maior maturidade da empresa significar uma menor participação dos membros familiares nas actividades das empresas. As oportunidades de crescimento apresentam uma relação positiva com o desempenho comprovando os argumentos de Villalonga e Amit (2006) sobre a existência de uma relação positiva entre o desempenho e o crescimento das empresas. A taxa de crescimento revela o ciclo de vida ou estágio de crescimento das empresas. As que se encontram em estágios de crescimento superiores tendem a evidenciar um maior desempenho. O endividamento apresenta-se negativamente relacionado com o desempenho. Segundo Sraer e Thesmar (2007) uma relação positiva poderia ser justificada com o argumento do controlo da teoria financeira (a teoria dos cash flows de Jensen, 1986), isto é, a dívida estar a ser usada como dispositivo disciplinador quando existisse cash flows disponíveis na empresa, resultantes de um bom desempenho. Contrariamente, a dívida excessiva também pode ser o resultado de um mau desempenho, justificando a relação negativa da dívida com o desempenho. Por fim, a dimensão apresenta uma relação positiva com o desempenho, à semelhança do resultado de Serrasqueiro e Nunes (2008). Estes autores justificam esta relação com os seguintes argumentos da literatura financeira: as empresas de maior dimensão apresentam uma maior capacidade de obter benefícios das economias de escala, em particular, ao nível dos custos operacionais e de inovação; a maior

dimensão das empresas possibilita uma maior diversificação das actividades e menor exposição ao risco.

Os resultados do teste LM evidenciaram ser estatisticamente significativos, pela existência dos efeitos individuais e/ou temporais e desta forma, confirmou-se a correcta utilização da metodologia dos dados em painel comparativamente aos modelos de regressão clássicos de dados seccionais que não permitem controlar estes efeitos. O teste de Wald evidenciou a significância estatística das variáveis independentes.

4.3. Resumo

Neste capítulo, procurou-se apurar o impacto do factor propriedade familiar sobre o desempenho financeiro das empresas. Também se procurou analisar a forma como a classe dimensional, a geração e o sector de actividade determina o desempenho das empresas. E no âmbito da concretização dos objectivos deste trabalho de investigação, também se procurou analisar como a interacção da propriedade familiar com a classe dimensional, com a geração e com o sector de actividade influencia o desempenho financeiro das empresas. Desta forma, procedeu-se à estimação de sete modelos utilizando a metodologia de regressão com dados em painel.

Os resultados evidenciaram que a propriedade familiar influencia de forma positiva, o desempenho das empresas. Apesar de, inicialmente, a análise descritiva evidenciar um pior desempenho médio das empresas familiares, os resultados dos modelos econométricos revelaram que mantendo constantes os factores de controlo, as empresas familiares tenderão a apresentar um melhor desempenho comparativamente às restantes empresas. Desta forma, os resultados deste estudo enquadram-se na corrente da literatura financeira que apontam para uma melhor performance das empresas de propriedade familiar.

Os resultados também evidenciaram uma relação positiva das classes das empresas de menor dimensão com o desempenho. Contudo, se estas empresas se revelarem de propriedade familiar ocorre o comportamento contrário.

Em relação ao factor segunda geração, os resultados dos modelos evidenciaram os argumentos da literatura financeira que referem um pior comportamento das empresas da segunda geração. Contudo, a propriedade familiar inverte este comportamento. As empresas familiares de segunda geração tenderão a apresentar um melhor desempenho.

Também se verificou que o sector de actividade influi no desempenho das empresas e que a propriedade familiar também é relevante nesta relação. Os resultados dos modelos revelaram

diferenças relevantes entre as empresas familiares e não familiares no contexto de alguns sectores de actividade.

5. Conclusão, Limitações e Desenvolvimentos Futuros

As empresas familiares localizadas na Região de Lisboa e Vale do Tejo são importantes para o desenvolvimento da economia local. Sendo também importantes indicadores do tipo de negócio existente na região. A existência de negócios de subsistência e de sobrevivência de indivíduos, ou grupo de indivíduos (grupo familiar), deveu-se principalmente à desindustrialização que a região tem vindo a sofrer desde os anos 80, com a perda de 50 mil empregos na indústria transformadora, e nos anos 90, onde se continuou a registar uma quebra no emprego industrial (Salgueiro, 2003).

A literatura financeira tem vindo a defender que a propriedade familiar influencia de forma relevante o desempenho das empresas, existindo incertezas sobre o sinal dessa relação. Sciasca e Mazzola (2008), Castro e Sharma (2011), sugerem a existência de relações positivas, negativas e neutras entre os dois factores. Para Castro e Sharma (2011) esta inconsistência pode estar a ser motivada por diferentes níveis de envolvimento familiar.

O objectivo deste estudo consistiu na análise do impacto da propriedade familiar sobre o desempenho financeiro das empresas portuguesas situadas na Região de Lisboa e Vale do Tejo, para o período de 2006 a 2011.

Para a concretização dos objectivos propostos por este trabalho, foram utilizadas metodologias econométricas apropriadas ao problema em estudo, em particular, a regressão com Dados em Painel para testar as quatro hipóteses concretizadas.

Neste estudo, obteve-se a comprovação de que o factor propriedade familiar tem um impacto positivo sobre o desempenho das empresas. De salientar que os resultados obtidos neste estudo, são comprovados na literatura existente, isto é, a maioria dos estudos apontam para uma associação positiva entre a propriedade familiar e o desempenho das empresas, exceptuando os estudos de Sciasca e Mazzola (2008) e Castro e Sharma (2011) que apontam também para possíveis associações negativas e neutras.

Contudo, este trabalho apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, aponta-se a base de dados utilizada não permitir conhecer a estrutura de gestão das empresas, em particular, a existência, ou não, de membros familiares na gestão da empresa. Outra limitação reside na utilização de apenas uma medida de desempenho e de variáveis financeiras.

Em termos de desenvolvimentos futuros, propõe-se a inclusão no estudo da indicação dos membros familiares presentes na gestão e informações obtidas através de inquéritos realizados junto dos responsáveis das empresas familiares, de forma a incluir informação qualitativa: atitudes, visão sobre empresa, comportamento, entre outros factores. Estes dados adicionais poderão

permitir constituir diversos tipos de empresas familiares, permitindo controlar a heterogeneidade que parece existir entre este tipo de empresas.

6. Referências Bibliográficas

Acs, Zoltan J. (1999). Are Small Firms Important? Their Role and Impact, U.S. Small Business Administration. SBA. Springer Science + Business Media, LLC. Zoltan J. Acs

Abouzaid, S. (2008). *IFC Family Business Governance Handbook*. 2ª Edição. Washington: IFC-International Finance Corporation, World Bank Group

Adams, R., Almeida, H., & Ferreira, D. (2008). Understanding the Relationship Between Founder-CEO and Firm Performance. *Journal of Empirical Finance*, 16: 136-150

Allouche, J., & Amann, B. (1995). Le Retour Triomphant du Capitalisme Familial, in De Jacques Coeur à Renault : Gestionnaires et Organisations. *Presses de l'Université des Science Sociales de Toulouse*

Allouche, J., & Amann, B. (2000). L'entreprise familial: un état de l'art, *Finance Contrôle Stratégie*, 3 (1): 33-79

Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review*, XXI (4): 315-329

Anderson, R. C., Mansi, S. A., Reeb, & Davis M. (2003). Founding family ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, LVIII (3): 1301-1328

Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2009). Ownership Structure and Firm Performance in Non-Listed Firms: Evidence from Spain. *University of the Basque Country, UPV/EHU, Spain*

Astrachan, J., Klein, S., & Smyrniotis K., (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, XV (1): 45-58

Astrachan, J., & Shanker, M. (2003). Family Businesses Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, XVI (3): 211-219

Astrachan, J., Klein, S., & Smyrniotis, K. X., (2005). The F-PEC of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3): 321-339

Bachillier, P., Giorgino, M. C., & Paternostro, S., (2011). The Relationship Between the Board of Director and the Performance. Analisis of Family and Non Family Firms in Italy. Disponível em: 16-11-2012, em:

http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvicongresoaecca/cd/116c.pdf,

Baer, M., & Frese, M., (2003). Innovation is Not Enough: Climates for Initiative and Psychological Safety, Process Innovations, and Firm Performance. *Journal of Organizational Behavior*, 24: 45-68

Barontini, R., & Caprio, L., (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management*, 12(5): 689-723

Berle, A. A.; & Means, G. C., (1932). *The Modern Corporation & Private Property*. Economics Business. Disponível em: <http://books.google.pt/> , Último acesso: 15-11-12

Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A., (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3): 199-213.

Bocatto, E., (2006). Family Owned Business (FOB) Sucession: The Influence of Pre-Performance in the Nomination of Family and Non-Family Members Evidence from Spanish Firms. *Department of Business Economics*, Universitat Autònoma de Barcelona, Spain

Bradley, M., Gregg, A. J., & Him, E. H., (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39, (3): 857-880

Brailsford, T., Oliver, B., & Pua, S., (2002). On Relation between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, 42: 1-26

Brisch, D. (1981). Who Creates Jobs?, *The public Interest*, 65

Bugamelli M., Cannari L., Lotti F., & Magri, S., (2012). Radici e Possibili Rimedi del Gap Innovativo del Sistema Produttivo Italiano, Bank of Italy. *Questioni di economia e finanza (Occasional Papers)*, n. 121.

Cappuyns, K. (2008). El Compromisso de los Familiares com la Empresa Familiar. Universitat Autònoma de Barcelona. *Centro de Estudios i Investigacion de Humanidades*

Cardomone, P., Pupo, V., & Ricotta, F., (2012). University and Firm Performance in the Italian Manufacturing Sector, 2012. *Dipartimento di Economia e Statistica*, Università della Calabria

Carney, M. (2005). Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-controlled Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29: 249–265.

Casillas, J. C., Navarro, J. L. B., & Menéndez, A. M. M., (2013). Reestructuración y Tipo de Propiedad en Empresas en Crisis. Diferencias Entre Empresas Familiares y no Familiares. *Revista de Empresa Familiar*, 3 (1): 7-20

Castro, R. G., & Sharma, P., (2011). Family Involment – Firm Performance link: Winning Configurations Revealed by Set-Theoretic Methods. *Universia Business Review*. 54-68

Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P., (2005). Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29: 555-575

Chen, E., & Nowland, J., (2010). Family Firms and Industry Characteristics?. *Queensland University of Tecnology and City University of Hong Kong*

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P., (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19-39

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L. H. P., (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders. *Journal of Finance*, 57: 2741-2771

Coimbra, A., (2008). Overview of Family Business Relevant Issues – Country Fiche Portugal, KMU FORSCHUNG AUSTRIA. *Austrian Institute for SME Research*, Disponível em: 03-05-2012, em:
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/craft/family_business/doc/familybusiness_country_fiche_portugal_en.pdf

Colli, A., (2003). The History of Family Business, 1850-2000. *The Economic History Society, Cambridge University Press*

Correia, T., (2008). *As Empresas Familiares Portuguesas: Determinantes da Estrutura de Capital*, 1ª edição, Editorial Novembro,

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: 269-290

Daily, C. M., & Dollinger, M. J., (1992). An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms. *Family Business Review*, 5 (2): 117-136

Debicki, B., Matherne III, C., Kellermanns, F., & Chrisman, J., (2009). Family Business Research in the New Millennium – An Overview of the Who, The Where, The What, and the Why. *Family Business Review*, 22 (2): 151-166

Demsetz, H., & Lehn, K., (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6): 1155-1177

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

De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L., (2013). The Impact of Family Involvement on SME's Performance: Theory and Evidence. *Journal of Small Business Management*

DePuy, V., Berger, V. W., & Zhou, Y., (2005). Wilcoxon-Mann-Whitney Test. *Encyclopedia of Statistics in Behavioral Science*

De Visscher, F. M., Aronoff, C., & Ward, J., (1995). *Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in Family Business*. Family Business Leadership Series, No. 7, 5th Printing. Family Enterprise Publishers

Diário da república Electrónico, Lei nº 20/2010, disponível em: 02-12-2013, em: <http://dre.pt/pdf1s/2010/08/16300/0366103661.pdf>

Dyer, W. G. (2003). The Family: The Missing Variable in Organizational Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 401-416

Dyer, W. G., (2006). Examining the "Family Effect" on Firm Performance. *Family Business Review*, XIX (4): 253-273

Esteves, E., & Sousa, C., (2007). Análise de Dados e Planeamento Experimental (Apontamentos), *Universidade do Algarve, Escola Superior de Tecnologia*

Fahlenbrach, R., (2004). Founder-CEOs and Stock Market Performance, *The Wharton School University of Pennsylvania*, Philadelphia

Fama, E. F., & Jensen, M., (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, XXVI: 301-325

Fernández, M. C. L., Bedia, A. M. S., López, R. G., & Piqueres, G. G., (2012). El Efecto del Familiness en la Performance Innovadora de las Empresas Familiares: Un Análisis Exploratorio. *Revista de Empresa Familiar*, 2 (2): 7-21

Filbeck, G., & Lee, S., (2000). Financial Practices in Family Business. *Family Business Review*, 13 (3): 201-216

Gallo, M. A.; Cappuyns, K.; & Estapé, M. J., (1995). La Continuidad de las Empresas Familiares. *Division de Investigation IESE Business School*, Publicado por la Cátedra Empresa Familiar

Gallo, M. A., & Vilaseca, A., (1996). Finance in Family Business. *Family Business Review*, 9 (4) : 387-401

Gallo, M. A., (1998). La Sucesion em la Empresa Familiar. *Servicio de Estudios*, Coleccion Estudios e Informes, Num. 12

Gallo, M. A., (2002). Unidade e Confianza en la Empresa Familiar. *Revista de Antigos Alunos*, Universidad de Navarra, IESE Business School, Publicaciones: “Empresas familiares 7”

García, A. M., Jainaga, T. I., La Torre, B. A., Castellanos, A. R., & Santos, M. S., (2009). Situacion de la Empresa Familiar en el Territorio Histórico de Bizkaia. *Real Cátedra de Empresa Familiar*, Argitalpen Zerbitzua, Bilbao: Servicio Editorial

Gersick, K., Davis, J., Hampton, M., & Lansberg, I., (1997). *De Geração para Geração: Ciclos de Vida das Empresas Familiares*, Rio Janeiro: Negócio Editora, disponível em: <http://books.google.pt/> , Último acesso: 04-2012

Ghosh, D., & Roy, J., (2011). Approach to Energy Efficiency Among Micro, Small and Medium Enterprises in India: Results of a Field Survey. *Development Policy, Statistics and Research Branch*, WP: 08/2011, UNIDO (United Nations Industrial Organization), Vienna

Greene, W., (2002). *Econometric Analysis*. New York University, 5th Edition. New Jersey: Prentice Hall

Habbershon, T. G., Willians, M., & McMillan, I. C., (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms. *The Best of FBR II*, Family Firm Institute, Inc., 122-137

Habbershon, T. G., Willians, M., & McMillan, I. C., (2003). A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance. *Journal of Business Venturing*, 18 : 451-465

Himmelberg, C. P.; Hubbard, R. G.; & Palia, D., (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53: 353-384

Houthoofd, N., Desmidt, S., & Fidalgo, E., (2009). Analyzing Firm Performance Heterogeneity: the Relative Effect of Business Definition. *Faculteit Economie en Bedrijfskunde*, Belgium

Hsiao, C., (2003). *Analysis of Panel Data* – Second Edition, Cambridge University Press, Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge

IAPMEI, Decreto-Lei nº 372/2007, disponível em: 02-12-2013, em:
www.iapmei.pt/resources/download/dl_372_2007.pdf

INE, Classificação Portuguesa das Actividades Económicas, Revisão 3, Disponível em: 05-12-2013, em: <http://smi.ine.pt/Versao/Detalhes/554>

Iturralde, T., Maseda, A., & Arosa, B., (2011). Insiders Ownership and Firm Performance. Empirical Evidence. *International Research Journal of Finance and Economics*, 67: 118-129

Jensen, M. C., & Meckling, W. H., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360

Jensen, M. C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economics Review*, 76(2): 323-329

Kurashina, T., (2003). *Family Kigyô no Keieigaku*. Management Studies on Family Business, Tokyo: Tokyo Keizai Shimbun Sha

Lansberg, I., (1983). Managing Human Resources in Family Firms: the Problem of Institutional Overlap. *Organizational Dynamics*, 39-46

Lee, J., (2006). Family Firm Performance: Further Evidence. *Family Business Review*, XIX (2)

Leech, D., & Leahy, J., (1991). Ownership Structure, Control Type Classification and the Performance of Large British Companies. *The Economic Journal*, 101: 1418-1437

Levinson, H., (1971). Conflicts that Plague Family Business. *Harvard Business Review*, 378-387

Lins, K. V., (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 159-184

López-Gracia, J. & Sánchez-Andújar, S., (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence from a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*, 20(4): 269-287

Loureiro, A. O. F., & Costa, L. O., (2009) Uma Breve Discussão Sobre os Modelos com Dados em Painel. *Instituto de Pesquisa e Estratégia Económica do Ceará (IPECE)*, Nota Técnica Nº.37

Madueño, J. H.; Jorge, M. L.; & Gardey, G. S., (2011). Efectos de la Propriedade de la Família en la Efeiciencia de las Pymes. *Revista de Empresa Familiar*, 1 (2): 5-16

Mahérault, L., (2004). Is there Any Specific Equity Route for Small and Medium-Sized Family Business? The French Experience. *Family Business Review*, 13(1): 71-79

Mandl, I., (2008). Overview of Family Business Relevant Issues – Final Report. Contract, No. 30-CE-0164021/00-51, KMU FORSCHUNG AUSTRIA, *Austrian Institute for SME Research*, disponível em: 03-05-2012, em:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/craft/family_business/doc/familybusiness_study_en.pdf

Marques, L. D., (2000) Modelos dinâmicos com Dados em Painel: Revisão de Literatura. *CEMPRE (Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão)*, da Faculdade de Economia do Porto

McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A., (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, 39 (1): 31-49

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P., (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence From Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12 (2): 113-130.

Miller, D., Breton-Miller, I. L., Lester, R. H., & Cannella Jr., A. A., (2007). Are Family Firms Really Superior Performers?, *Journal of Corporate Finance*, 13: 829-858

Mizruchi. M. S., (2004). Berle and Means Revisited: The Governance and Power of Large U.S. Corporations. *University of Michigan*

Moore, K., & Barrett, M., (2002). *Learning Family Business: Paradoxes and Pathways*. Hampshire: Ashgate Publishing Limited, England

Mowday, R. T., Porter, L. W., & Steers, R. M., (1982). *Employee-Organization Linkages: The Psychology of Commitment, Absenteeism and Turnover*. New York: Academic Press

Mueller, E., Spitz, A., (2004). Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises. *Centre for European Economic Research*, Discussion Paper nº 01-72

Nunes, P. M., Viveiros, A., & Serrasqueiro, Z., (2012). Are the Determinants of Young SME Profitability Different? Empirical Evidence using Dynamic Estimators. *Journal of Business Economics and Management*, 13 (3): 443-470

Nunes, P. M., Serrasqueiro, Z., Nunes, A., Mendes, L., (2013). The Relationship Between Growth of Companies and Labour Productivity in Portuguese SMEs: A Dynamic Panel Data Approach. *Transformation in Business & Economics*, 12 (3): 20-39

Okimura, R. T., Silveira, A. D. M., & Rocha, K. C., (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica, ANPAD* (Associação Nacional de Programas de Pós-graduação e Pesquisa em Administração)

Pérez-González, F., (2006). Inherited Control and Firm Performance. *The American Economic Review*, 96(5): 1559-1588

Poza, E., Hanlon, S., & Kishida, R., (2004). Does the family business interaction factor represent a resource or a cost?. *Family Business Review*, 17 (2): 99–118.

Puga, F. P., (2002). O Apoio Financeiro às Micro, Pequenas e Médias Empresas na Espanha, no Japão e no México. Publicado por: *BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento)*, Disponível em: 20-11-2013, em:
http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Pequenas_e_Medias_Empresas/200208_2.html

Ramalho, J. & Silva, J., (2009). A Two-part Fractional Regression Model for the Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms. *Quantitative Finance*, 9(5): 621-636.

Ribeiro, N., Jorge, S., & Oliver, M., (2012). Estudo do Endividamento da Administração Local: Evidência Empírica Usando Modelos de Dados em Painel. *XV Encontro AECA*, Ofir-Esposende, Portugal

Rita, R., (2003). *As Teorias da Estrutura de Capitais: a Evidência Empírica das Empresas Portuguesas*. Dissertação de Mestrado, Departamento de Gestão de Empresas, Universidade de Évora

Rita, R., (2011). *Impacto da Propriedade Familiar do Capital no Processo de Decisão de Financiamento das Empresas Portuguesas*. Tese de Doutoramento, Instituto de Investigação e Formação Avançada, Universidade de Évora

Rita, R., (2013). The Importance of the Generation and Size Category Factors in the Financing Decision of Family-Owned Firms. *Revista de Empresa Familiar*, 3(1): 59-80

Saito, T., (2008). Family firms and Firm Performance: Evidence from Japan. *Waseda Institute for Advanced Study (WIAS)*, Kyoto Sangyo University

Salgueiro, T. B., (2003). Desenvolvimento Urbano de Lisboa. *Revista de Estudos Regionais (INE)*, 5: 19-20

Sciasca, S., & Mazzola, P., (2008). Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, XXI (4): 331-344

Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M., (2008). Performance and Size: Empirical Evidence From Portuguese SMEs. *Small Bus Econ*, 31: 195-217

Serrasqueiro, Z. S., Nunes, P. M., & Silva, J. V., (2010). Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SME's Different? Empirical Evidence from Portugal. *CEFAGE, Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia*

Sharma, P., (2004), An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family Business Review*, XVII (1): 1-36

Solimano, A., Pollack, M., Wainer, U., & Wurgaft, J., (2007). Micro Empresas, PyMES y Desarrollo Económico. Chile y la Experiencia Internacional. *International Center for Globalization and Development, CIGLOB*, Disponível em: 02-12-2013, em: www.ciglob.org

Sonfield, M. and Lussier, R. (2004). First, Second and Third Generation Family Firms: A Comparison. *Family Business Review*, 17(3): 189-202

Sraer, D., & Thesmar, D., (2007). Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4): 709–751

StataCorp. (2011), *Stata: Release 12. Statistical Software*. College Station, TX: StataCorp LP.

Titman, S., & Wessels, R., (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, XLIII (1): 1-21

Villalonga, B., & Amit, R., (2006). How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?. *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417

Villalonga, B., & Amit, R., (2010). Family Control of Firms and Industries. *Financial Management*, 39 (3): 863-904

Voulgaris, F., Asteriou, D., & Agiomirgianakis, G., (2004). Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector. *International Review of Applied Economics*, 18(2): 247-262.

Westhead, P., & Cowling, M., (1996). Performance Contrasts Between Family and Non Family Unquoted Companies in the United Kingdom. *Centre for Small and Medium Sized Enterprises, Warwick Business School, The University of Warwick, Coventry*

Zinga, M. T. C., Augusto, M. A. G., & Ramos, M. E. G., (2013). Family Involvement, Agency Cost of Debt Financing, and Small Firm Performance: Research Agenda. *Revista de Empresa Familiar*, 3 (1): 21-30