



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**Análise do desempenho económico-financeiro das
empresas familiares *versus* empresas não familiares da
Região do Alto Douro Vinhateiro**

Sandra Cristina Ferro Geraldes

Dissertação apresentada ao *Instituto Politécnico de Bragança*
Para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças

Orientação:

Prof. Doutora Ana Paula Monte

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Bragança, outubro, 2021



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**Análise do desempenho económico-financeiro das
empresas familiares *versus* empresas não familiares da
Região do Alto Douro Vinhateiro**

Sandra Cristina Ferro Geraldes (n.º a17365)

Orientação:

Prof. Doutora Ana Paula Monte

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Bragança, outubro 2021

Resumo

Existem diversos estudos sobre as empresas familiares (EF), performance, diretor executivo (CEO) e até sobre a sucessão de gerações, mas o tema do desempenho económico-financeiro das empresas de uma região, por sector de atividade, nomeadamente do setor agroindustrial e do setor vinhateiro, ainda não está devidamente explorado. Tomando a definição de EF como aquelas em que a maioria do capital social da empresa (ou a maioria dos direitos de voto) é detido pela família, o conselho de administração tem membros da família e se verifica o envolvimento da família, empregando na empresa alguns membros desta, verificou-se que as EF são predominantes na Região do Alto Douro Vinhateiro (RADV). Assim sendo, formulou-se como principal objetivo deste estudo: analisar o desempenho das empresas familiares (EF), comparativamente com as não familiares, deste sector primário tão peculiar. Definiu-se assim como pergunta de investigação: as EF localizadas na Região do Alto Douro Vinhateiro (RADV), que exercem como atividade principal a viticultura e a produção de vinhos licorosos, ostentam um desempenho económico-financeiro superior às empresas não familiares (EnF)? Que fatores explicam este desempenho?

Recorrendo ao modelo de regressão linear, utilizando dados económico-financeiros obtidos da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), no período de 2012 a 2017, e dados não financeiros (tais como, profissionalização da gestão, CEO, sucessão de gerações, participação de membros da família no conselho de gestão, etc.), procurou-se determinar o poder explicativo das variáveis financeiras e não financeiras no desempenho económico-financeiro das EF e EnF. Utilizou-se um questionário para obter as informações não financeiras das empresas em estudo realizado no período compreendido entre o dia 8 de agosto de 2019 e 17 de dezembro de 2019.

Concluiu-se, através da análise ao desempenho económico-financeiro, que durante o período analisado, as EF da RADV, tendem em média, a apresentar melhor desempenho económico comparativamente às não familiares, confirmando as previsões iniciais.

Palavras-Chave: empresa familiar, criação de valor, indicadores de desempenho económico-financeiro, profissionalização da gestão, sucessão, CEO.

Abstract

There are several studies on family firm, performance, executive director (CEO) and even on the succession of generations, but the theme of economic and financial performance of companies in a region, by sector of activity, namely in the agricultural sector. industry and the wine sector, is not yet properly explored. Taking the definition of family firm as those in which the majority of the company's share capital (or the majority of voting rights) is held by the family, the board of directors has family members and family involvement is verified, employing some in the company members of this, it was found that family firm are predominant in the Alto Douro Wine Region (RADV). Therefore, the main objective of this study was formulated: to analyze the performance of family firm, compared to non-family businesses, in this very peculiar primary sector. Thus, it was defined as a research question: the family firm located in the Alto Douro Wine Region (RADV), whose main activity is viticulture and the production of fortified wines, boast an economic and financial performance superior to non-family firm? What factors explain this performance?

Using the linear regression model, using economic and financial data obtained from the SABI database (Iberian Balance Sheet Analysis System), in the period 2012 to 2017, and non-financial data (such as management professionalization, CEO, succession of generations, participation of family members on the board of directors, etc.), an attempt was made to determine the explanatory power of financial and non-financial variables in the economic-financial performance of family firm and non-family firm. A questionnaire was used to obtain the non-financial information of the companies in a study carried out in the period between August 8, 2019 and December 17, 2019.

It was concluded, through the analysis of the economic-financial performance, that during the analyzed period, the RADV family firm, on average, tend to present better economic performances compared to non-family members, confirming the initial forecasts.

Keywords: family firms, value creation, economic-financial performance indicators, management professionalization, corporate governance, succession, CEO.

Resumen

Existen varios estudios sobre empresas familiares (EF), desempeño, director ejecutivo (CEO) e incluso sobre la sucesión de generaciones, pero el tema del desempeño económico y financiero de las empresas en una región, por sector de actividad, es decir, en el sector agroindustrial y el sector vitivinícola, aún no se ha explorado adecuadamente. Tomando la definición de EF como aquellas en las que la mayoría del capital social de la empresa (o la mayoría de los derechos de voto) está en manos de la familia, el consejo de administración tiene familiares y se verifica la implicación familiar, empleando a algunos en la empresa miembros de esto, se encontró que los FE son predominantes en la Región Vinícola del Alto Duero (RADV). Por tanto, se formuló el principal objetivo de este estudio: analizar el comportamiento de las EF, frente a las no familiares, en este sector primario tan peculiar. Así, se definió como una pregunta de investigación: las EF ubicadas en la Región Vinícola del Alto Duero (RADV), cuya actividad principal es la viticultura y la elaboración de vinos generosos, cuentan con un desempeño económico y financiero superior a las empresas no familiares (EnF)? ¿Qué factores explican este desempeño?

Utilizando el modelo de regresión lineal, utilizando datos económicos y financieros obtenidos de la base de datos SABI (Sistema Ibérico de Análisis de Balances), en el período 2012 a 2017, y datos no financieros (como profesionalización de la gestión, CEO, sucesión de generaciones, participación de familiares en el consejo de administración, etc.), se intentó determinar el poder explicativo de las variables financieras y no financieras en el desempeño económico-financiero de EF y EnF. Se utilizó un cuestionario para obtener la información no financiera de las empresas en un estudio realizado en el período comprendido entre el 8 de agosto de 2019 y el 17 de diciembre de 2019.

Se concluyó, mediante el análisis del desempeño económico-financiero, que durante el período analizado, las EF de la RADV, en promedio, tienden a presentar mejor desempeño económico en comparación con los no familiares, confirmando las proyecciones iniciales.

Palabras clave: empresa familiar, creación de valor, indicadores de desempeño económico-financiero, profesionalización de la gestión, gobierno corporativo, sucesión, CEO.

Aos meus filhos
Rodrigo de 8 anos e Rafaela de 7 anos

Agradecimentos

Agradeço à Prof.^a Doutora Ana Paula Carvalho do Monte, pela forma como orientou o presente estudo, pela amabilidade, disponibilidade, paciência e apoio prestado ao longo de toda a dissertação. Grata por tudo.

Agradeço ao Prof. Doutor António Borges Fernandes, pela atenção, pelos ensinamentos, pertinência das suas críticas construtivas e sugestões. Muito obrigada.

Tenho igualmente a agradecer a todos os professores do mestrado, excelentes profissionais, que tanto me ensinaram ao longo deste percurso, proporcionando os melhores ensinamentos.

Um agradecimento especial à minha família, sempre presente ao longo de toda a vida académica, meu marido e meus filhos, amor para a vida toda, minha fonte de incentivo e inspiração. Para cumprir esta etapa, por vezes sei que estive ausente, não me dedicando a eles como mereciam.

Aos meus pais e irmão, pelo amor, carinho e apoio contínuo. Muito grata por tudo o que passaram para me dar uma formação e uma vida melhor.

Dedico também à Andreia Moura e Isabel Augusto, o meu profundo obrigado pelo excepcional apoio e contributo ao longo de toda esta etapa.

A todas as pessoas que de alguma forma contribuíram para que a realização deste projeto fosse possível.

Abreviaturas e/ou Acrónimos

AF	- Autonomia financeira
AT	- Ativo total
CAE	- Código das Atividades Económicas
CAPM	- <i>Capital Asset Pricing Model</i>
CEO	- <i>Chief Executive Officer (diretor geral ou diretor presidente)</i>
CP	- Capital próprio
CVA	- <i>Cash Value Added</i>
EANC	- Estrutura do ativo não corrente
EBIT	- <i>Earnings before interest and taxes</i>
EBITDA	- <i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
EENC	- Estrutura do endividamento não corrente
EF	- Empresas familiares
EnF	- Empresas não familiares
EVA®	- <i>Economic Value Added</i>
FCF	- <i>Free Cash Flow</i>
GFF	- Gastos financeiros de financiamentos
IRC	- Imposto sobre as pessoas coletivas
LG	- Liquidez geral
MVA	- <i>Market Value Added</i>
Nº	- Número
OCDE	- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PIB	- Produto Interno Bruto
RADV	- Região do Alto Douro Vinhateiro
RA	- Rotação do ativo
RLE	- Resultado líquido do exercício

ROA	- <i>Return on Assets</i>
ROE	- <i>Return of Equity</i>
ROI	- <i>Return on Investment</i>
ROLI	- Resultado operacional líquido de imposto
ROS	- <i>Return on Sales</i>
SABI	- Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SPSS	- <i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
VAB	- Valor acrescentado bruto
VAL	- Valor atualizado líquido
VIF	- <i>Variance Inflation Factor</i>
VN	- Volume de negócios
WACC	- <i>Weighted Average Cost of Capital</i>

Índice

Índice de Figuras	x
Índice de Tabelas.....	xi
Introdução.....	1
1. Revisão de literatura	3
1.1. Empresa familiar <i>versus</i> empresa não familiar.....	3
1.2. Indicadores de desempenho económico-financeiro.....	7
1.3. Variáveis financeiras explicativas do desempenho.....	9
1.4. Variáveis não financeiras explicativas do desempenho.....	13
2. Metodologia de investigação	19
2.1. Objetivos e formulação das hipóteses de investigação.....	20
2.2. Modelo de análise e descrição das variáveis	22
2.3. A recolha, técnicas estatísticas e tratamento de dados	30
2.4. As empresas da Região do Alto Douro Vinhateiro.....	33
3. Análise e discussão dos resultados	36
3.1. Caracterização da amostra.....	36
3.2. Análise descritiva e correlacional das variáveis dependentes e independentes	37
3.3. Apresentação e análise dos modelos estimados.....	45
3.3.1. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - <i>proxy</i> o ROA	46
3.3.1.1. Modelo global - <i>proxy</i> o ROA	46
3.3.1.2. Modelo para os anos em análise – <i>proxy</i> o ROA.....	48
3.3.2. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - <i>proxy</i> o ROE	52
3.3.2.1. Modelo global - <i>proxy</i> o ROE	52
3.3.2.2. Modelo para os anos em análise – <i>proxy</i> o ROE.....	54
3.3.3. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - <i>proxy</i> o FCF	58
3.3.3.1. Modelo global - <i>proxy</i> o FCF	58
3.3.3.2. Modelo para os anos em análise – <i>proxy</i> o FCF.....	60
3.3.4. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - <i>proxy</i> o EVA®	64
3.3.4.1. Modelo global - <i>proxy</i> o EVA®	64
3.3.4.2. Modelo para os anos em análise – <i>proxy</i> o EVA®.....	66
3.4. Teste de hipóteses e discussão de resultados.....	70

Conclusões, Limitações Linhas de Investigação Futuras	73
Referências Bibliográficas	75
Apêndice I – Questionário às empresas familiares <i>versus</i> empresas não familiares	82
Apêndice II – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas, por ano	84

Índice de Figuras

Figura 1 – Modelo teórico.....	27
Figura 2 – Delimitação do Alto Douro Vinhateiro - Património Mundial.....	34
Figura 3 – Evolução das variáveis de desempenho ao longo do período 2012 a 2017	40
Figura 4 – Evolução das variáveis independentes ao longo do período 2012 a 2017	41

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Definição de empresas familiares, segundo vários autores	6
Tabela 2 – Definição das variáveis	25
Tabela 3 – Recolha de dados e amostra final	33
Tabela 4 – Caracterização da amostra	37
Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas globais no período entre 2012 e 2017..	39
Tabela 6 – Estatísticas descritivas para as variáveis dependentes das EF e EnF	42
Tabela 7 – Matriz de correlações das variáveis dependentes e independentes no período entre 2012 e 2017	44
Tabela 8 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como <i>proxy</i> ROA).....	47
Tabela 9 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – ROA	50
Tabela 10 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – ROA	51
Tabela 11 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como <i>proxy</i> ROE).....	53
Tabela 12 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – ROE	56
Tabela 13 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – ROE	57
Tabela 14 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como <i>proxy</i> FCF)	59
Tabela 15 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – FCF	62
Tabela 16 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – FCF	63
Tabela 17 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como <i>proxy</i> EVA®).....	65
Tabela 18 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – EVA®	68
Tabela 19 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – EVA®	69
Tabela 20 – Resumo dos sinais das hipóteses	70
Tabela A. 1 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2012	84
Tabela A. 2 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2013	85
Tabela A. 3 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2014	86
Tabela A. 4 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2015	87
Tabela A. 5 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2016	88
Tabela A. 6 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2017	89

Introdução

A empresa familiar (EF), como a própria expressão induz, é aquela empresa que tem uma história de existência ligada a uma família (Agostini, 2001). Já Leal (2011) defende que as empresas familiares (EF) têm a particularidade do fundador determinar o futuro da empresa, permitindo que o controlo/direção da mesma se mantenha na propriedade das gerações subsequentes. No entanto, é difícil obter uma definição generalizada consensual do conceito de EF, existindo diversos autores que refletem sobre o tema e que apresentam diversas definições sobre o conceito de EF (Leal, 2011).

A Região do Alto Douro Vinhateiro (RADV), onde prevalece o deslumbre das encostas do Douro repletas de hectares de vinhas centenárias, tem inúmeras empresas de cariz familiar, que garantem a sua notoriedade e refletem os seus contributos na economia e na coesão social e territorial. Partindo da questão inicial: as EF localizadas na RADV, que exercem como atividade principal a viticultura e a produção de vinhos licorosos, ostentam um desempenho económico-financeiro superior às empresas não familiares (EnF)? Que fatores explicam este desempenho? Deste modo, este trabalho tem como objetivo principal analisar o desempenho económico-financeiro das EF e EnF da RADV, se as EF do setor vitivinícola desta região têm melhor desempenho que as EnF e que fatores explicam esse desempenho.

Os maiores desafios que se colocam às EF de hoje são três: a profissionalização da sua gestão, o desenvolvimento de um modelo de "*corporate governance*" eficaz, moderna e transparente e, finalmente, a questão da sucessão de uma geração para a seguinte (Familiars, 2020).

Para Costa (2015), neste tipo de empresas, os conflitos organizacionais são uma constante pois, numa grande parte das vezes, as famílias tendem a misturar a sua relação familiar com a sua relação empresarial. No entanto, estes conflitos nem sempre prejudicam a organização. Por vezes, são uma lufada de ar fresco para a mesma. Segundo Cunha, Rego, Cunha e Fernandes (2017), em Portugal, mais de 70% das empresas são de cariz familiar, ou seja, mais de metade das organizações do nosso país são EF, daí a importância do seu estudo. Cunha et al. (2017) estimam que os negócios de família são responsáveis por mais de 70% do produto interno bruto (PIB) global e 60% destas empresas reportaram crescimentos superiores a 5% em 2013. Nas economias emergentes, de natureza mais liberal, as EF são responsáveis por grande parte do emprego (Cunha et al., 2017). Na Índia, 95% das empresas são geridas por famílias. Cunha et al. (2017) referem que o negócio mais antigo do mundo se encontra no Japão e já vai na 46ª geração: Houshi Onsen.

Dada a reconhecida importância das EF, estas deparam-se com alguns desafios, advindo alguns desses da sua própria natureza. De salientar que, apenas 41% destas empresas tencionam transmitir a propriedade e a gestão à próxima geração, só cerca de 25% dos proprietários pensam recrutar

gestores profissionais não familiares, e só 13% dos negócios sobrevivem à terceira geração enquanto negócio de família (Cunha et al., 2017). Estes números dão que pensar e falam por si próprio ao evidenciarem a importância e a atenção que se deve ter com as EF.

Neste sentido, a principal motivação que levou à escolha deste tema prende-se com os seguintes aspetos: a importância das EF no tecido empresarial português; o reduzido número de estudos sobre os determinantes do crescimento das EF portuguesas regionais por sector de atividade; e o facto de as EF serem um grupo de análise extremamente estimulante devido às próprias especificidades. Assim, o presente trabalho poderá ser útil para investidores, *stakeholders e shareholders*, estudantes e docentes, assim como para as próprias EF, na medida que poderá contribuir para o conhecimento dos fatores determinantes do seu desempenho e crescimento. A justificação de elencar apenas as empresas sediadas na RADV prende-se com o facto de se tratar de uma região onde prevalece um elevado número de EF. Esta concentração de EF justifica-se, fundamentalmente, pelas características do sector de atividade primário que desenvolvem onde requer elevados investimentos em ativos, sendo o principal objetivo comum enfrentar os desafios e avaliar a continuidade.

No estudo empírico procedeu-se à análise comparativa dos dados financeiros, obtidos pela base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), com a Ref.^a UID/GES/4752/2019, para o período de 2012 a 2017. Utilizou-se ainda o inquérito por questionário para obter as informações não financeiras das empresas em análise permitindo fazer a separação das empresas ditas familiares e não familiares pertencentes apenas aos códigos de atividade económica (CAE Rev. 3): 01210 – Viticultura e 11021 – Produção de vinhos comuns e licorosos. Esta comparação permitirá verificar os comportamentos das duas amostras, apurando as diferenças, vantagens e desvantagens, entre ser ou não ser uma EF. Todos os dados recolhidos foram codificados, agrupados e introduzidos numa base de dados analisados por intermédio do *software IBM SPSS Statistics* versão 24, para se proceder ao tratamento estatístico, adequado aos objetivos e às hipóteses da investigação.

Assim, o trabalho apresenta para além da introdução, os seguintes capítulos: (1) faz-se uma revisão da literatura sobre EF; (2) procede-se à identificação da metodologia de investigação adotada, formulação das hipóteses de investigação, construção dos modelos de análise e para validação das hipóteses formuladas, descrição das variáveis escolhidas e respetiva recolha e as técnicas usadas no tratamento dos dados; (3) análise e discussão dos resultados obtidos. Termina-se apresentando as conclusões do estudo e as suas principais limitações, bem como possíveis linhas de investigação futuras.

1. Revisão de literatura

1.1. Empresa familiar *versus* empresa não familiar

Ao longo dos anos, vários autores (v.g. Berg, 2002; Cunha et al., 2017; Sharma, 2004; Ussman, 2004; Xavier, 2017) procuraram definir o conceito de empresa familiar (EF). Por conseguinte existe um vasto leque de definições de EF. Infinitos esforços foram feitos para articular definições conceituais e operacionais de EF (Sharma, 2004). Importa reiterar que as EF são muito distintas entre si, pelo que, as generalizações devem ser encaradas de modo cauteloso. Como refere Ussman (2004, p. 17) “está longe de ser encontrada uma definição única de EF”, o conceito em si não é universal, “(...)é possível encontrar tantas definições quantas as obras que se consultem sobre o tema já que cada investigador, propõe a sua própria definição” (Ussman, 2004, p. 17). A comparação das EF com as empresas não familiares (EnF) não deve fazer esquecer que, numa empresa específica, podem-se encontrar traços de ambos os tipos (Cunha et al., 2017). Segundo Xavier (2017), no âmbito do direito comercial não existe uma definição de EF, trata-se de uma organização de meios produtivos, sendo relevante identificar o titular jurídico da empresa, que pode ser uma sociedade e, indiretamente, a pessoa singular que detém a totalidade ou a maioria das participações no seu capital.

Durante muito tempo o tema EF não foi considerado um tópico de investigação relevante, até que vários investigadores se aperceberam que este era um tipo de empresas com um contributo considerável para a economia mundial (Berg, 2002). Uma EF tem a particularidade de permitir, aos colaboradores da família, trabalharem para si e para os seus, em vez de trabalharem para terceiros. Permite gerar riqueza e oportunidades para a família, encontrando-se os colaboradores protegidos

das decisões de um qualquer patrão que encara o negócio como um mero modo de vida, destituído de emoção e sem laços de sangue (Cunha et al., 2017). Deste modo, a importância deste tipo de empresas aumentou significativamente na literatura, substancialmente, na última década, sendo o crescimento e a sucessão das EF reconhecidos como os principais desafios com que se deparam estas empresas (Martí, Menéndez-Requejo, & Rottke, 2013). Dados divulgados pela Associação de EF dão conta de que, a faturação anual global dos associados se cifra em mais de uma dezena de milhares de milhões de euros, e que as EF representam 60% do emprego e 50% do PIB nacional (Cunha et al., 2017).

Ussman (2004) faz uma distinção entre pequeno negócio familiar e EF, onde diz que abaixo de determinada dimensão, no que concerne ao volume de faturação ou número de empregados, não estamos em presença de uma EF, mas sim, de um negócio familiar. Para Fernandes e Ussman (2013), família é considerada como um grupo de parentesco de pessoas ligadas por laços de sangue ou casamento ou relacionamentos comparáveis. Um estudo levado a cabo pela PwC (2016), sobre uma pesquisa global de EF, revelou que uma EF é qualquer organização em que dois ou mais membros da família estão envolvidos e a maioria do controle da empresa pertence a uma família.

Enquanto que, as EF para além do objetivo comum às EnF, a maximização do lucro, apresentam ainda outras particularidades também elas cruciais, tais como: a continuidade na direção mantendo a propriedade nas gerações seguintes, o reforço do património para a família continuando a acumular riqueza, providenciar o apoio necessário para a família, entre outros objetivos (Ussman, 2004). A autora considera ainda que, a EF é detida em parte importante por uma família e não por um grupo de acionistas, assim como tem poder de influenciar na gestão, sendo a visão do negócio a de criar um futuro melhor para a família tornando, por esta via, a EF como única. Cunha et al. (2017) afirma que em Portugal, as EF constituem 70% a 80% de todas as empresas.

Xavier (2017), na sua obra sobre a sucessão de gerações, refere que as empresas familiares têm vindo a criar um sistema formal de gestão das relações familiares, sobretudo nas famílias detentoras de património relevante, que pretendem transmitir e preservar para as gerações futuras. O objetivo das EF é de organizar a propriedade, numa perspetiva de que cada geração não é mais do que a guardiã do mesmo, o que torna estas empresas com características específicas, comparativamente às EnF. No entanto, as EF apresentam alguns problemas nomeadamente na gestão e continuidade por intermédio da sua sucessão. Cunha et al. (2017) defendem que a existência de nepotismo, incompetência, sucessões apressadas e mal planeadas, impulsos dinásticos, tensões familiares que extravasam para a empresa, são algumas das consequências possíveis relacionadas com a continuidade de gerações ostentadas pelas EF. Já Xavier (2017) defende que a questão do planeamento sucessório coloca-se naturalmente em vida do titular do património e centra-se nas decisões sobre a sua atribuição, com a finalidade de prevenir e até eliminar a perturbação que a morte pode representar.

Na Tabela 1 procedeu-se a um resumo sucinto com algumas definições sobre EF, retiradas de estudos levados a cabo sobre o tema, com menção aos seus autores e ano de publicação. Como se pode verificar, cada autor faz a sua própria definição e a literatura é vasta no que diz respeito à definição de EF.

Tabela 1 – Definição de empresas familiares, segundo vários autores

Definição de empresa familiar (EF)	Autor
Empresa governada e/ou administrada de forma sustentável, potencialmente intergeracional, para moldar e talvez procurar a visão formal ou implícita da empresa mantida por membros da mesma família.	(Sharma, Chrisman, & Chua, 1997)
Empresa que agrega a propriedade familiar e representa no conselho de família a partir de declarações de procuração. Para algumas empresas, o processo é direto, uma vez que a declaração de procuração identifica o fundador, seus familiares imediatos e suas propriedades.	(Anderson & Reeb, 2003)
Empresas cuja propriedade e controlo estão nas mãos de um grupo unido por relações de parentesco.	(Ussman, 2004)
Empresas nas quais a maioria das ações, com direito a voto, está nas mãos da família controladora, incluindo o(s) fundador(es) que tenha(m) a intenção de passar o negócio a seus descendentes.	(IFC, 2008)
Empresa em que a “família” está nos cargos de gestão.	(Niehm, Miller, Shelley, & Fitzgerald, 2009)
Empresa em que uma família controladora normalmente possui a maioria do património da empresa e os membros da família ocupam cargos na alta administração.	(Massis, Kotlar, Campopiano, & Cassia, 2013)
Empresa cuja gestão é influenciada pela lógica da família que a controla, no todo ou em parte.	(Cunha et al., 2017)
A designação de EF não tem a ver com a dimensão, nem com a forma jurídica. Utiliza-se a expressão <i>família</i> para designar os membros de uma mesma família que são titulares da empresa. Família empresária será aquela família em que algum ou alguns dos seus membros é ou são fundadores de uma empresa.	(Xavier, 2017)
Aquelas em que uma Família detém o controlo, pode nomear a gestão e alguns dos seus membros participam e trabalham na empresa.	(A. E. Familiares, 2020)
Uma empresa, qualquer que seja a sua dimensão, é uma EF, se: 1) A maioria dos direitos de voto for detida pela(s) pessoa(s) singular(es) que estabeleceu(eram) a empresa, pela(s) pessoa(s) singular(es) que tiver(eram) adquirido o capital social da empresa, ou na posse dos seus cônjuges, pais, filhos ou herdeiros diretos dos filhos. 2) A maioria dos direitos de voto pode ser direta ou indireta. 3) Pelo menos um representante da família ou parente consanguíneo estiver envolvido na gestão ou administração da empresa. 4) As sociedades cotadas incluem-se na definição de EF se a pessoa que estabeleceu ou adquiriu a empresa (capital social) ou as famílias desta, ou seus descendentes, possuem 25% dos direitos de voto correspondentes ao respetivo capital social.	(Costa, 2020)

Fonte: Elaboração própria

1.2. Indicadores de desempenho económico-financeiro

O desempenho económico-financeiro das empresas é amplamente estudado em finanças (Xavier, Souza, & Avelar, 2020). Já Catapan e Douglas (2014), no seu estudo acerca da relação entre governança corporativa e desempenho económico-financeiro, utilizam a rentabilidade do ativo (ROA) e a rentabilidade dos capitais próprio (ROE) como indicadores para medir o desempenho das empresas.

A criação de valor é fundamental em todas as empresas dado que é uma das razões da sua existência. Uma gestão baseada na criação de valor preocupa-se com os fluxos de caixa de médio e longo prazo e, não apenas, com os lucros mensais (Neves, 2000b). O autor defende ainda que é essencial escolher bons indicadores num sistema de gestão estratégica, de modo a permitir avaliar a persecução dos objetivos traçados e, caso necessário, proceder a medidas corretivas.

- ***Return on Assets (ROA)***

O indicador de rentabilidade do ativo (ROA) é uma medida tradicional de avaliação do desempenho económico da empresa que já era usada no conhecido modelo *DuPont* de análise da rentabilidade (Neves, 2011). Este indicador (ROA), é obtido através da divisão entre o resultado operacional e o ativo total (Neves, 2000a). No estudo sobre a dispersão da propriedade familiar e o desempenho de EF privadas de pequeno e médio porte levado a cabo por (Massis et al., 2013), os autores utilizaram como variável dependente o indicador retorno do ativo para medir o desempenho. Massis et al. (2013) defendem que o uso deste indicador é amplamente apoiado na literatura, assim como foi utilizado noutros estudos que analisaram a relação entre o envolvimento da família e o desempenho da empresa. Vários autores (v. g.: Berg, 2002; Fitó, Moya, & Orgaz, 2013; Santiago, Pandey, & Manalac, 2019) utilizaram o indicador da rentabilidade do ativo como determinante do desempenho das EF. Os resultados obtidos nestas pesquisas revelam que, quando há uma forte presença familiar, o desempenho financeiro é conseguido com sucesso. Lunardi, Barbosa, Rodrigues Junior, Silva e Nakamura (2017) entendem que o retorno sobre o ativo constitui um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa.

- ***Return on Equity (ROE)***

O indicador de rentabilidade dos capitais próprios (ROE) é uma medida tradicional de avaliação do desempenho económico da empresa (Santos & Rodrigues, 2012). Os autores concluíram, no seu estudo, que a importância do ROE no desempenho das empresas já era esperada, considerando interessante a relação entre capital próprio e a necessidade de fundo de maneio. A rentabilidade

sobre o capital próprio investido numa empresa é determinada pela relação verificada entre o lucro líquido de imposto e o capital próprio (Catapan & Douglas, 2014).

- **Free Cash Flow (FCF)**

Embora não seja uma medida de criação de valor, está interligada, na medida em que se trata de um método de determinação do valor da empresa, baseado no rendimento (Lin, Chen, Hsieh, & Chien, 2019). Para o autor Neves (2000a), o *free cash flow* encontra-se entre os fluxos de caixa operacional e os meios disponíveis para acionistas e credores, consoante as oportunidades que a empresa tem de projetos com rentabilidade superior ao custo de capital.

Num estudo feito por Richardson (2006), com o objetivo de medir o excesso de investimento nos FCF, é descrito que o excesso de investimento se torna num grande problema para as empresas americanas, sendo que estes preferem recorrer a capitais alheios, do que utilizar os seus FCF. Já Lang, Stulz, e Walkling (1991) descreve o FCF como o valor restante, após todos os pagamentos, incluindo os investimentos, terem sido realizados, correspondendo ao valor restante para distribuir pelos acionistas. O gerente, ou os acionistas, devem deliberar sobre a aplicabilidade dos FCF da empresa, podendo estes serem repartidos ou investidos. Essa decisão, no entanto, pode ser considerada errada do ponto de vista da empresa e certa do ponto de vista dos acionistas, o que eventualmente levará a possíveis problemas financeiros (Bukit & Iskandar, 2009) relacionados com a teoria *Pecking Order*.

- **Economic Value Added (EVA®)**

O *Economic Value Added* (EVA®) é uma marca registada pela Stern Stewart & Co. nos anos 1990, sendo uma medida bastante divulgada e utilizada pelas empresas na avaliação do valor económico, a qual se pode definir como os proveitos gerados por uma empresa depois de subtraídos os custos inerentes ao seu funcionamento e os custos do capital nela investidos (Neves, 2000b). Um dos principais objetivos dos investidores, quando fazem uma aplicação, é verem maximizado o valor dessa aplicação (Berzakova, Bartosova, & Kicova, 2015). O EVA® não é só uma medida de desempenho corretamente implementada, é muito mais, ou seja, é uma medida de desempenho integrada, em que todos participam nas decisões tomadas e, se for caso disso, poderão ser recompensados pela sua participação (Davidson, 1999; Fernandes, Armada, & Rodrigues, 2005).

Os métodos EVA® e *Market Value Added* (MVA) são indicadores muito utilizados para avaliar a criação de valor por parte das empresas (Lunardi et al., 2017). Os autores desenvolveram um estudo sobre criação de valor no desempenho económico de EF e EnF brasileiras, onde utilizaram as medidas de criação de valor EVA® e MVA como variáveis para o modelo de avaliação de desempenho. No referido estudo, as EF apresentaram melhores e maiores indicadores de criação de

valor quando comparadas com as EnF, assim como, há uma carência na literatura sobre a criação de valor das EF.

Neves (2011), considera o MVA semelhante ao *Goodwill* sendo determinado pela diferença entre o valor de mercado dos capitais investidos (capitais próprios e passivo financeiro) e o seu valor contabilístico ajustado. Este indicador, criado pela empresa de consultoria *Boston Consulting Group*, com a finalidade de medir a criação de valor, é um bom indicador, na medida em que representa a capacidade de aumentar o valor criado para o acionista e permite avaliar a performance da gestão com o passar do tempo (Neves, 2011). Trata-se assim de uma medida de lucro excedentário depois de ser remunerado o capital total investido às taxas de rentabilidade exigidas pelos credores e acionistas (Neves, 2000b). O WACC é uma medida do custo do capital de financiamento de uma empresa, calculado como a média ponderada das diferentes fontes de financiamento, sendo que, tem uma componente de capital alheio e uma componente de capital próprio, o qual deve refletir o risco do negócio ao nível da empresa e ao nível de cada unidade operacional (Fernandes, 2002).

1.3. Variáveis financeiras explicativas do desempenho

Para Neves (2000a), a análise económico-financeira é um processo baseado num conjunto de técnicas que tem por objetivo avaliar e perceber a situação económico-financeira da empresa. Esta avaliação e interpretação centra-se em torno de questões fundamentais para a sobrevivência e progresso da empresa, tais como: equilíbrio financeiro, rentabilidade dos capitais, o crescimento, o risco e o valor criado pela gestão. Neves (2000a) refere ainda que, os indicadores permitem-nos compreender se há qualquer evolução e qual é a situação em que a empresa se encontra, nomeadamente para comparar o desempenho económico da empresa com a sua evolução no tempo. Todo este processo é fundamental para as diferentes partes interessadas na boa gestão da empresa, nomeadamente para os gestores, credores, trabalhadores e suas organizações, investidores, Estado e eventualmente clientes (Neves, 2000a) .

As demonstrações contabilísticas possibilitam a extração de diversos tipos de indicadores que podem auxiliar na tomada de decisões no que diz respeito à avaliação do desempenho económico-financeiro das empresas (Xavier et al., 2020). No estudo realizado por Silva, Floriani e Hein (2013) os indicadores de liquidez, rentabilidade e endividamento são referidos como sendo os principais indicadores financeiros obtidos através da informação contabilística. Deste modo, as variáveis financeiras explicativas do desempenho podem ser a estrutura do endividamento não corrente, rotação do ativo, valor acrescentado bruto, autonomia financeira, estrutura do ativo não corrente, liquidez geral e os gastos financeiros de financiamento.

- **Estrutura do endividamento não corrente**

A estrutura do endividamento não corrente é uma componente do rácio de alavancagem financeira, que permite reconhecer a possibilidade de acompanhar os ganhos para os seus sócios/acionistas da empresa através do uso de endividamento não corrente (Marschner, Dutra, & Ceretta, 2019). Um estudo sobre efeitos de propriedade *versus* gestão sobre o desempenho em EF e fundadoras, levado a cabo por Block, Jaskiewicz e Miller (2011) utilizaram a estrutura do endividamento como variável independente.

Segundo Silva e Valle (2008), é possível identificar variáveis que contribuem para a estrutura de endividamento de uma empresa, tais como:

- Tamanho da empresa: um estudo realizado por Rutkowska-Ziarko (2015), descreve uma correlação positiva entre o tamanho da empresa e a lucratividade, sendo mais significativa entre o tamanho da empresa e a rentabilidade sobre o capital próprio (ROE);
- Tangibilidade dos ativos: Perobelli e Famá (2002) afirmam que existe uma relação entre a tangibilidade dos ativos e a estrutura de endividamento, pois empresas com ativos que possam ser utilizados como garantias, tendem a ter uma estrutura de endividamento maior, ou seja, mais peso dos capitais alheios na estrutura de capital;
- Longevidade dos ativos: pode definir-se que quanto mais elevada for a longevidade dos ativos, maior poderá ser a estrutura de endividamento, devendo-se compreender e evitar uma relação entre a perspetiva de continuidade das operações, ou seja, a forma de aplicar os ativos na formação de recursos e a perspetiva do vencimento das dívidas (Silva & Valle, 2008);
- Rentabilidade: Rutkowska-Ziarko (2015) descreve que a rentabilidade pode ser expressa pelo retorno dos ativos da empresa (ROA), pelo retorno sobre o património líquido (ROE) e do retorno sobre as vendas (ROS).

- **Rotação do ativo**

O indicador da rotação do ativo mede o nível de vendas gerado pelo investimento realizado pela empresa e, na prática, representa o número de unidades monetárias vendidas por cada unidade monetária investida (Fernandes, Vieira, Neiva, & Peguinho, 2016). De acordo com Gama (2012), estamos perante um indicador de atividade que mede o grau de eficácia da empresa, na utilização dos seus recursos sendo uma métrica, que também pode ser utilizada pela análise financeira, para medir o desempenho económico-financeiro na perspetiva contabilística e financeira.

Segundo Aguiar (2014), o rácio de rotação do ativo pode ser entendido como a percentagem de utilização dos ativos de uma sociedade. Quanto maior for o rácio, mais utilidade o ativo da empresa tem na produção de recursos, sendo que quanto menor for o rácio, menor será a utilização dos ativos na empresa. Já Conceição (2020), afirma que uma empresa é considerada saudável quanto maior for o valor do rácio de rotação dos ativos. No estudo faz uma referência ao setor do alojamento, onde dita "(...) uma rotatividade de ativo baixa, revela ser uma empresa com pouca dinâmica, em que os custos suportados são superiores às vendas" (Conceição, 2020, p. 34).

- **Valor acrescentado bruto**

O Valor Acrescentado Bruto (VAB), segundo Fortuna e Maciel (2018), pode entender-se como a diferença entre os valores de produção de uma entidade e o valor dos seus consumos intermédios totais. Alves (2010) faz referência não só ao VAB, mas também descreve o conceito de Valor Acrescentado Líquido (VAL), ou seja, compreende-se que o VAB é o valor antes de se deduzir as depreciações (ativos tangíveis) e amortizações (ativos intangíveis) e o VAL como o valor depois de deduzidas as depreciações e amortizações. Já Lehmann e Wohlrabe (2013), consideram o VAB como um agregado económico de previsão confiável, utilizado principalmente na política fiscal em nível subnacional.

- **Autonomia financeira**

As decisões envolvidas sobre o financiamento, investimento e distribuição de resultados obtidos são pilares importantes na continuidade e sobrevivência de uma empresa (Gozer, Gimenes, Campos, Pricila, & Junior, 2006). Trata-se de um rácio entre o capital próprio total sobre o ativo total de uma empresa (Neves, 2000a). Segundo Olival (2011), o rácio de autonomia financeira permite compreender o grau de possibilidade que uma empresa detém sobre financiar os seus ativos através do recurso ao capital próprio da empresa. "(...) quanto maior o valor deste rácio, na perspetiva dos credores da empresa, maior será a estabilidade, independência e solidez financeira da empresa, pois indica uma reduzida dependência da empresa a capitais alheios" (Olival, 2011, p. 17).

Batista (2016) defende que uma autonomia financeira numa empresa de 30% é o valor mínimo para a empresa apresentar uma boa autonomia financeira. Empresas que apresentem rácios de autonomia financeira inferiores a 30% transmitem uma maior vulnerabilidade a terceiros; autonomia financeira de 15% é o valor mínimo extremo. Para valores de autonomia inferiores a 15% considera-se que a empresa está dependente de capitais alheios para o seu financiamento e não recorre a capitais próprios.

- **Estrutura do ativo não corrente**

Um estudo elaborado por Setiadharmia e Muslichah (2017), para analisar o efeito que a estrutura dos ativos e o tamanho da empresa tem na valorização dessa mesma empresa, verificaram que a estrutura do ativo é uma variável que pode afetar o valor da empresa, sendo estes ativos divididos em duas formas:

- Ativo corrente: empresas com elevado peso de ativos circulantes tendem a recorrer a capitais alheios para se financiar;

- Ativo não corrente: empresas com elevado peso de ativos fixos tendem a utilizar os seus capitais próprios para fazer face a necessidades específicas de financiamento.

Saksonova (2013), no seu estudo sobre abordagens para melhorar a gestão da estrutura de ativos, concluiu que é importante garantir a qualidade e a lucratividade dos ativos em resposta ao ambiente em mudança, sendo que os principais problemas das empresas passam pela necessidade de otimizar dinamicamente a estrutura de ativos e passivos, de modo a garantir a rentabilidade das empresas a minimizar os riscos.

- **Liquidez geral**

O indicador liquidez geral é um indicador que os analistas de crédito utilizam regularmente, uma vez que é usado para medir a capacidade que uma empresa tem de honrar com as suas obrigações de curto prazo (Neves, 2000a). Zagd e Melld (2005) descrevem a liquidez geral como um rácio muito importante no decorrer da atividade da empresa pois, de um modo geral, a liquidez representa a disponibilidade de meios para realizar pagamentos ou saldar créditos de curto prazo. A fórmula consiste no rácio entre o somatório do ativo corrente sobre o somatório do passivo corrente (Xavier et al., 2020). A análise e o equilíbrio financeiros podem ser tratados recorrendo à análise tradicional que considera que o equilíbrio financeiro é alcançado sempre que o ativo corrente seja superior ao passivo corrente. A esta diferença chamamos de fundo de maneio na ótica da liquidez (Nabais & Nabais, 2005). Não haverá equilíbrio financeiro se a empresa apresentar um passivo corrente superior ao ativo corrente, significando que tem mais obrigações do que bens e direitos a receber no curto prazo. No entanto, esta situação poderá ser normal dependendo do setor de atividade da empresa. Para Nabais e Nabais (2005) o fundo de maneio não é mais do que uma margem de segurança para que a empresa possa fazer face aos seus compromissos a curto prazo.

- **Gastos financeiros de financiamento**

Segundo Santos (2014), os gastos financeiros de financiamento, também designados de alavancagem financeira, determinam a capacidade da empresa contrair dívidas recorrendo a capitais alheios, onde

a empresa consegue gerar rendimentos suficientes para cobrir com os juros de financiamento, sendo o restante valor considerado como alavancagem. Assim, entende-se por alavancagem financeira a diferença entre o montante das despesas financeiras com os juros e a ROA (Santos, 2014). Se as despesas financeiras forem inferiores à ROA a empresa apresenta uma alavancagem positiva, caso contrário trata-se de uma alavancagem negativa. Ou seja, nesta última situação quanto maior for o recurso a capital alheio maior são os prejuízos da empresa (Santos, 2014). Autores como Chou e Shih (2020), Fan e Leung (2020), Anderson e Reeb (2003), King e Peng (2013) Fitó et al. (2013), Ararat, Black e Yurtoglu (2017), entre outros, utilizaram o indicador *Leverage* (alavancagem), uma vez que é um indicador de alavancagem financeira, como variável independente.

1.4. Variáveis não financeiras explicativas do desempenho

Além das variáveis económico-financeiras, extraídas dos documentos financeiros, para explicar o desempenho das empresas, deve-se ter em consideração variáveis não financeiras, de natureza mais qualitativa do que quantitativa, tais como: profissionalização da gestão, sucessão de gerações, *corporate governance*, *Chief executive officer*: interno ou externo e a dimensão.

- **Profissionalização da gestão**

Para Agostini (2001), a profissionalização da EF implica a preparação do sucessor. O autor defende que o sucessor deve obter uma formação académica e prática de gestão empresarial de forma continuada. Um estudo efetuado por Júnior (2003) faz referência à profissionalização da empresa, como sendo um processo pelo qual uma organização tradicional assume práticas administrativas mais racionais, modernas e menos personalizadas, de forma a evitar ou amenizar os conflitos de sucessão da presidência nas EF. Numa EF, segundo Melo (2006), torna-se necessário proceder à profissionalização, ainda que parcial, dos seus gerentes, gestores e administradores. Algo que deve ser feito de forma gradual e com o cuidado exigido para que estes atuem, sempre, no interesse da empresa. Como refere Berg (2002), uma boa gestão consiste em funções de gestão da empresa como planeamento (objetivos, estratégias), organização (gestão dos recursos humanos, estrutura e mudança e inovação), orientação (motivação, comunicação) e controlo (monitorar o desempenho e finanças). Belmonte e Freitas (2013) consideram alguns fatores como relevantes e estratégicos para a gestão de EF caminhar rumo à profissionalização, como sendo, o processo sucessório, planeamento estratégico, controlo, organização familiar, cultura organizacional e a gestão de recursos humanos. Deste modo, proprietários e gestores de EF devem ter atenção a tais fatores em virtude da sua importância para o sucesso do negócio, comparativamente à sua concorrência (Belmonte & Freitas, 2013). Para as empresas, quer sejam familiares, quer não familiares, a gestão estratégica é

semelhante, no sentido de que uma estratégia, implícita ou explícita, deve ser formulada, implementada e controlada no âmbito de um conjunto de objetivos (Sharma et al., 1997). Nepotismo é uma característica utilizada para designar o benefício ou favorecimento dos membros da família em detrimento de pessoas mais qualificadas. Esta característica pode ser considerada como uma debilidade organizacional à profissionalização da gestão, porque existe a promoção de alguém só por haver relação de parentesco, ignorando as qualificações. Constitui assim o pecado original da EF, uma vez que está presente desde que a empresa é formada (Cunha et al., 2017). Mas, para Ussman (2004), este “defeito” pode ser transformado numa vantagem dado que o realce das forças e qualidades pessoais pode ser uma poderosa alavanca de desenvolvimento pessoal. A autora destaca ainda que, as virtudes não são o mesmo que esquecer ou ignorar as limitações, pelo que as limitações de um gestor devem ser assumidas com realismo e resolvidas com trabalho em equipa.

“A profissionalização da direção de qualquer empresa, seja ela familiar ou não, consiste na formalização de processos administrativos, para fazer face a circunstâncias mais complexas devido ao aumento, ou à diversificação de atividade” (Ussman, 2004, p. 175). Segundo Ussman (2004), passa essencialmente por: estrutura organizativa funcional; delegação de responsabilidades para a tomada de decisões; sistemas de informação formais; gestão com base em planos e orçamentos; existência de mecanismos de coordenação e controle; normas escritas e claramente definidas; independência relativamente a qualquer pessoa em particular.

- **Sucessão de gerações**

A boa governação das EF, articulando as suas diferentes dimensões, poderá permitir não só proteger a empresa para a família mas também proteger a empresa perante a família (Moreira, 2016). De acordo com Pires (2016), a continuidade das EF depende da sucessão, que é um dos muitos desafios que enfrentam. Como refere Berg (2002), o ponto de partida de negócio é a ideia de um empresário. O empreendedor surge com uma ideia, inicia-se o negócio e tenta o seu crescimento, com o princípio sempre presente da continuidade. Mas chega um momento em que o fundador da empresa já não tem condições para continuar a liderar a empresa sendo forçado a passar a liderança, caso contrário, já não tem condições para continuar. Este processo é chamado de sucessão, transferência de proprietário ou a passagem da liderança de um membro de família para o outro. Para uma empresa pública, a sucessão não é um grande problema, porque o negócio poderia vir de fora da família mas, no caso de uma EF, é diferente, uma vez que a linhagem decide quem vai possuir e gerir o negócio (Berg, 2002).

Assim, a sucessão é um processo que ocorre em todos os negócios, quer sejam de família ou não. A única diferença é o fato de que numa EF a linha de sangue decide, na maioria das vezes, o sucessor do negócio (Berg, 2002). Quando um negócio é uma parte integrante do passado de uma família e presente, a identidade deste negócio pode desempenhar um papel no desenvolvimento da identidade

dos membros da próxima geração de uma EF (Wielsma & Brunninge, 2019). Seguindo a lógica dos mesmos autores, subentende-se que em gerações posteriores, a interação entre a família e a identidade do negócio não é unidirecional (ou seja, da família com o negócio), mas sim multidirecional (ou seja, desde a família até ao negócio, e do negócio para a família). Segundo Cunha et al. (2017), quando um jovem da família não passa pela experiência de obedecer poderá ter dificuldades em compreender o que significa liderar, sendo a melhor forma de criar um mau gestor, quando transpomos etapas importantes para a formação pessoal e profissional, atribuindo responsabilidades estratégicas a quem não está preparado para as receber. Os mesmos autores referem ainda que, alguns empreendedores compensam a falta de tempo para com os filhos concedendo-lhes abundância material, descurando os valores e uma sólida ética de trabalho. Contudo, algum trabalho no terreno pode vir a ajudar o futuro sucessor a compreender melhor como custa trabalhar.

Ussman (2004) refere que a sucessão para a 2.^a geração é sem dúvida a mais caricata e conflituosa. A mesma autora refere ainda que, o fundador é a geração que aduz mais visivelmente para casa a presença da empresa inculcando, nos possíveis sucessores, o desejo de entrar para a empresa da família simultaneamente com um sentimento de pressão embora encarado com naturalidade. Como refere Lisboa (2018), a maioria das EF encontra-se na primeira geração, sendo que, maioritariamente, a gestão é assumida por um ou dois membros familiares. O autor verificou ainda que a generalidade das EF continua a não planear a sucessão por achar que ainda falta muito tempo, muito embora o número de empresas a planear a sucessão tem vindo a aumentar.

Deste modo, a intenção de transferir o negócio é uma distinção indescritível, mas importante para uma EF (Astrachan & Shanker, 2003). O desejo das empresas controladas por famílias de perpetuar o legado familiar, para as gerações futuras, é uma motivação para acumular mais dinheiro do que as suas contrapartes não familiares e daí um maior desempenho financeiro (Durán, Lozano, & Yaman, 2016).

- **Modelos de *Corporate Governance***

Moreira (2016) defende que uma sociedade familiar, que cumpra com as recomendações de *corporate governance* (CG), estará numa posição privilegiada, quer por forma a garantir que consegue cativar melhores administradores externos à família, quer para conseguir aferir, de forma isenta, a capacidade e a qualidade de desempenho de um administrador que seja membro da família. Nas EF, a família e o negócio são tão enovelados que as emoções são inevitáveis. Consequentemente, as EF são frequentemente aconselhadas a nomear conselheiros externos (Sharma et al., 1997). Este modelo de CG aplica-se quer às EF quer às EnF. Segundo a OCDE, a modelo do CG especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa – o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes – e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais (OECD, 2016). A visão da

teoria da agência sobre CG baseia-se na presunção de que a relação entre o principal (proprietário), o intermediário (conselho de administração) e o agente (gestor) funciona como uma corrente distinta de comando (Nordqvist & Melin, 2002). No entanto, referem os mesmos autores que, o processo de governação na EF, não encaixa facilmente nesta descrição. A principal razão é que os três níveis de comando: proprietários, conselho e gestão de topo, normalmente são compostos pelas mesmas pessoas ou, pelo menos, pessoas da mesma família. Na pequena EF há uma sobreposição, ou às vezes até mesmo uma fusão total destes três papéis e funções, enquanto a lógica de negócios dominante, na maioria dos países ocidentais, tendem a separar estes papéis (Nordqvist & Melin, 2002). De maneira a permitir que os gestores tomem decisões, em nome dos proprietários, estes querem ter alguns mecanismos de controlo sobre os gestores que executam os seus negócios. Esses mecanismos de controlo são definidos pela CG, sendo o mecanismo para os acionistas de monitorizar os gestores que executam o negócio (Berg, 2002). Segundo o mesmo autor, é importante lembrar, que nem todos os negócios da família são totalmente propriedade de uma família, há outros minoritários.

Campos, Pires e Fernandes (2015) descrevem no seu estudo que um dos fatores que mais influencia e justifica a CG é a tradição legal, podendo ser dividido em dois modelos distintos:

- *Civil law* ou Continental (Países Latinos e Alemanha), a proteção dos investidores/acionistas é reduzida, sendo que o poder está concentrado nas grandes empresas familiares, o que leva à ocorrência de um mercado capital não expressivo;
- *Commun law* ou Anglo-Saxónico (Estados Unidos da América e Reino Unido), neste tipo de tradição, os investidores são na sua maioria acionistas com pouca relevância na tomada de decisão da empresa.

Segundo Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro (2006), no modelo anglo-saxónico se as equipas de gestão ou profissionais da empresa não cumprirem com as suas obrigações de forma rápida, eficiente e com eficácia, a respetiva empresa não terá sucesso na maximização dos lucros, sendo estes substituídos por profissionais considerados mais competentes na realização de lucro para os acionistas. Já para o modelo continental, é possível repartir em dois tipos (Silva et al., 2006): o modelo dualista, aplicado na Alemanha, existe dois órgãos na administração de uma empresa; e o modelo monista, aplicado em Portugal, existe apenas um órgão na administração de uma empresa.

A realidade prática da CG é de grande diversidade entre os países (Becht & Bolton, 2007). Anderson e Reeb (2003) constataram que a concentração de propriedade melhora a governança e o desempenho, para as EF. Becht e Bolton (2007) afirmam que o desempenho económico-financeiro é impulsionado pela boa governança.

Assim sendo, o contributo da CG é fulcral para o desempenho económico-financeiro das empresas, uma vez que é considerado o epicentro do conflito gerado entre as expectativas dos *stakeholders* e os conflitos de interesses dos *shareholders*, sendo que, cada um desses indivíduos e organizações são fundamentais para o desempenho económico-financeiro da empresa (Becht & Bolton, 2007).

- **Chief executive officer: interno ou externo**

Durán et al. (2016) referem que a estrutura de propriedade é um parâmetro importante, no que concerne a economizar dinheiro, na empresa e que as empresas controladas por famílias são mais valiosas do que as não familiares, sendo importante entender como elas escolhem a sua política de fluxos de caixa, especialmente para acionistas minoritários.

Anderson e Reeb (2003) referem a existência de um desempenho diferencial nas EF com base no *chief executive officer* (CEO), ou no diretor executivo da empresa. Especificamente descobriram que os CEO, que são membros da família (fundadores ou descendentes dos fundadores) apresentam uma relação positiva com as medidas de rendibilidade contabilísticas (tais como: EBITDA ou EBIT). Concluíram ainda que, quando os membros da família conseguem assegurar a posição de CEO, o custo da dívida de financiamento é superior às EF com CEO externo. Mas, em conjunto os resultados sugerem que as EF, com um CEO que pertence à família ou um CEO externo à família, apresentam desempenho superior em relação às EnF (Anderson & Reeb, 2003). Anderson e Reeb (2003) concluem ainda que, os fundadores trazem competências únicas, que agregam valor à firma, enquanto descendentes são mais propensos a prejudicar o desempenho da empresa, talvez porque obtêm a posição de CEO através de laços familiares, em vez de trabalho qualificado (Anderson et al., 2003).

Num estudo realizado por Waldkirch (2020), sobre CEO não familiares em EF: identificando lacunas e desafiando suposições para uma futura agenda de investigação, foi efetuada uma revisão de literatura, onde refere que o membro não familiar mais importante que uma EF pode contratar é, sem dúvida, um CEO não familiar. Trata-se de um estudo que coleta, organiza e estrutura o conhecimento atual sobre CEO não familiares em EF, propondo assim uma agenda de pesquisa de modo a “detetar lacunas” e “desafiar suposições”. O relacionamento entre o CEO não familiar e a família parece ser importante tanto por meio de interações formais quanto informais e os CEO não pertencentes à família mas com uma ligação próxima à família têm um desempenho melhor (Waldkirch, 2020).

Outros estudos (v. g.: Zyburá, Zyburá, Ahrens & Woywode, 2020; Block et al., 2011; Massis et al., 2013; Luan, Chen, Huang, & Wang, 2018; Weng & Chi, 2019; Waldkirch, 2020; Mazzi, 2011; Tiscini & Raoli, 2013) também estudaram o CEO como variável significativa para o desempenho das empresas e concluíram que a existência de um CEO, na empresa, exerce influência positiva no desempenho da mesma.

- **Dimensão**

No estudo efetuado à influência do desempenho económico-financeiro nas inovações tecnológicas de empresas brasileiras de capital aberto da construção civil por Silva et al. (2013), utilizaram, como variáveis de desempenho económico-financeiro, a liquidez geral, o tamanho da empresa (dimensão). Fan e Leung (2020), Hamid, Abdullah e Kamaruzzaman (2015), Porfírio, Felício e Carrilho (2020), Fitó et al. (2013), Massis et al. (2013), Luan et al. (2018), entre outros autores, utilizaram a dimensão como variável com influência no desempenho das empresas. Albino e Costa (2010) referem que as micro e pequenas empresas em Portugal, como uma das grandes fontes da economia portuguesa, pois empregam milhares de colaboradores, constituindo-se como um grande aliado na redução do desemprego e da crise económica, devendo estas empresas ser geridas com eficiência e eficácia para o bem de todos os seus colaboradores e gerentes. Callado, André, Pinho e Aurélio (2014) realçam a importância que as mesmas detêm no crescimento económico de um país, pois estas auxiliam na absorção da mão-de-obra mais difícil de integração no mercado de trabalho, nomeadamente de jovens à procura do primeiro emprego e pessoas com mais de quarenta anos.

O desempenho económico-financeiro também é considerado como um dos objetivos das microempresas, para o qual uma combinação de atividades de planeamento e controlo deve ser direcionada, não apenas para gestão os recursos económicos necessários, mas também para garantir que esses recursos gerem os retornos esperados no investimento (Urquidy et al., 2018).

2. Metodologia de investigação

Após a revisão de literatura, onde foram abordadas características das empresas e os determinantes de desenvolvimento e crescimento das mesmas, segue-se a metodologia do presente trabalho onde é apresentado o objetivo do trabalho, hipóteses de investigação e as respetivas variáveis utilizadas na aplicação empírica do estudo. Considerando a revisão de literatura, verifica-se que existem muitas definições e algumas dificuldades em definir o que é efetivamente uma EF e o que diferencia das EnF.

Ussman (2004) define como EF, as empresas que possuam algumas das variáveis mais utilizadas, tendo em conta uma certa concordância nas dimensões utilizadas:

- Propriedade ou controlo – capital social maioritariamente detido pela família ou a família detém a maioria de direitos de ações de voto (Ussman, 2004);
- Governação – a família terá de estar presente no conselho de administração (Fernandes & Ussman, 2013);
- Envolvimento familiar – alguns membros da família estão empregados na empresa. Mas para fins de estudo serão considerados membros da EF, os familiares parentes em linha reta e linha colateral, bem como os membros com relação conjugal com algum membro da família proprietária da EF, visivelmente identificado no pacto social (Ussman, 2004).

Para esta investigação definimos como microempresas, tendo com base a definição incluída no Decreto-Lei n.º 81/2017 de 30 de junho, sendo que, consideramos microempresa, a empresa que, emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros e pequena e média empresa, aquela empresa que emprega menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não

excede 43 milhões de euros (Decreto-Lei n.º 81/2017 de 30 de junho, da Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, de 18 de agosto, 2017). O método de análise é a regressão linear, usando variáveis financeiras e económicas correntemente usadas na análise económico-financeira das empresas através de rácios, ou seja, a relação entre rubricas e agrupamento de rubricas constantes das demonstrações financeiras (balanços e demonstração de resultados) e entre outros indicadores económico-financeiros (Gama, 2012). Neste seguimento procuram-se utilizar as variáveis que o mesmo autor refere como fundamentais, ou seja, indicadores de liquidez, de endividamento, de atividade e de rentabilidade.

2.1. Objetivos e formulação das hipóteses de investigação

Neste trabalho de investigação, o principal objetivo consiste em estudar os determinantes do desempenho económico-financeiro das EF, comparativamente às EnF, cuja atividade centra-se em viticultura (CAE: 01210) e/ou produção de vinhos licorosos (CAE: 11021) sediadas na RADV. Como se referiu na revisão da literatura existem diversos estudos sobre os fatores explicativos do desempenho económico-financeiro das empresas (também designados de estudos da performance), que consideram quer variáveis económico-financeiras como não financeiras relacionadas com a gestão das empresas e o contexto sócio-económico (Correia, 2013). Contudo, a lacuna que se pretende colmatar e que estava omissa prende-se com a especificidade do sector de atividade e a região onde estão inseridas as empresas da amostra. Pode-se assim constatar que o desempenho económico-financeiro, da generalidade das EF, não é equivalente quando existe um filtro que delimita a amostra por CAE e por região. Ou seja, existe todo um conjunto de fatores externos que influenciam as empresas. Com base na revisão de literatura efetuada, relacionada com este trabalho, formularam-se as seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 1 – As EF possuem melhor desempenho económico-financeiro do que as EnF, *ceteris paribus*.

Fitó et al. (2013) constataram que existe uma relação positiva entre ser EF e o desempenho destas que é mais significativa do que nas EnF. Santiago, Pandey e Manalac (2019), verificaram, no estudo realizado com empresas filipinas, um resultado positivo, significando que, quando há uma forte presença familiar, as empresas apresentam um desempenho financeiro favorável.

O desempenho económico-financeiro das EF superam consistentemente as EnF, quando medido por indicadores contabilísticos como o retorno sobre ativos e medidas de avaliação de mercado (Anderson & Reeb, 2003).

Hipótese 2 – A profissionalização da gestão tem impacto positivo no desempenho económico-financeiro maior nas EF do que nas EnF, *ceteris paribus*.

Na revisão de literatura foi referido que a profissionalização da gestão tem impacto positivo no desempenho económico-financeiro das empresas, quer sejam familiares, quer não familiares (Madison, Daspit, Turner, & Kellermanns, 2018). Importa aqui aferir se o impacto é maior nas EF do que nas EnF. Uma razão da profissionalização da gestão ser superior no desempenho das EF, é que estas oferecem oportunidades únicas para o comportamento do empreendedor (Stewart & Hitt, 2012). Os mesmos autores defendem que a fim de compreender o modo de profissionalização adotado por uma EF, é preciso considerar as intenções de seus líderes para a sua empresa e a sua capacidade de prever e gerir de um modo particular.

Hipótese 3 – O desempenho financeiro é influenciado pela sucessão de uma geração para a seguinte nas EF, *ceteris paribus*.

Num estudo recente, elaborado por Zybura et al. (2020), sobre a inovação na fase pós-sucessão das EF, envolvendo uma amostra de 455 sucessões de EF alemãs tendo por objetivo analisar a sucessão do CEO familiar e uma liderança empenhada concluíram que existe uma relação positiva significativa entre os sucessores do CEO da família e a produção de inovação. Tsuruta (2020) investigou os efeitos da sucessão de um gerente, de uma pequena empresa sénior, para um novo gerente mais jovem através do estudo sobre gestores de pequenas empresas seniores do Japão: desempenho e sucessão. Os resultados do estudo mostram que o ROA é negativo, piorando assim o desempenho das empresas, logo existe uma relação negativa. Também no estudo de Smith e Amoako-Adu (1999), sobre sucessão de gestão e desempenho financeiro das EF, obtiveram uma relação negativa no desempenho das empresas com a sucessão de gerações.

Hipótese 4 – O modelo de *corporate governance* tem impacto positivo mais significativo nas EF do que nas EnF, *ceteris paribus*.

A governança familiar não contribui, de forma positiva, para o desempenho da empresa (Berg, 2002). Segundo o mesmo autor, no estudo sobre os determinantes do desempenho das EF, em caso de envolvimento da família na governação da mesma, a relação esperada era que fosse positiva, contudo, nos resultados obtidos, foi verificado que os mesmos não são significativos. Estes resultados permitem concluir que a *corporate governance*, não contribui de forma positiva para o desempenho da empresa. Contudo, no estudo realizado por Briano-Turrent e Poletti-Hughes (2017), sobre a conformidade de governanças corporativa de EF e EnF em mercados emergentes, evidenciada América Latina, concluíram que a *corporate governance* é significativa e incrivelmente maior na EF do que na EnF, assumindo assim uma relação positiva. Ainda, num estudo sobre o impacto do modelo de

Corporate Governance na performance financeira das empresas cotadas da Índia e os países do *Gulf Corporation Council* (GCC), levado a cabo por Al-ahdal, Alsamhi, Tabash e Farhan (2020), observaram uma relação positiva entre o desempenho financeiro dos países do GCC e as práticas de *corporate governance*.

Catapan e Douglas (2014) estudaram se existe relação entre a *corporate governance* e o desempenho económico-financeiro em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, tendo concluído que quanto maior a evidência de informação, maior o valor de mercado das empresas e que existe uma relação significativa entre valor de mercado e *corporate governance*.

Hipótese 5 – A existência de um CEO familiar, reduz o desempenho económico-financeiro da EF, *ceteris paribus*.

No estudo de Berg (2002), sobre determinantes do desempenho das EF, concluiu que o facto de ser um familiar na empresa tem um peso indiscutível no seu desempenho e com base nos indicadores ROA e liquidez, existe uma relação positiva com a variável EF. Anderson e Reeb (2003) afirmam que o desempenho económico-financeiro das EF é melhor do que nas EnF sempre que o fundador exerce funções como CEO interno na EF.

Hipótese 6 – As microempresas familiares apresentam um melhor desempenho económico-financeiro comparativamente com as pequenas e médias EF, *ceteris paribus*.

Massis et al. (2013) elaboraram um estudo onde investigaram como a dispersão da propriedade familiar, entre os membros da família, afeta o desempenho de EF nas PME, concluindo que o tamanho da empresa tem um efeito positivo no desempenho, quando se trate de empresas de pequeno porte, ou seja, microempresas.

Santos e Rodrigues (2012) entendem que o tamanho das empresas não reflete no seu desempenho, quando se trata de empresas sustentáveis, essa evidência valida a importância de uma estrutura financeira e de negócios ajustadas, não sendo preciso ser “grande” para ser “sustentável”.

2.2. Modelo de análise e descrição das variáveis

As variáveis do desempenho económico-financeiro e as variáveis económico-financeiras explicativas deste foram obtidas a partir dos documentos financeiros disponibilizados na base de dados SABI com Ref.^a UID/GES/4752/2019, para o período de análise compreendido entre 2012 e 2017, para cada empresa da amostra.

O desempenho foi medido através do indicador *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), *Free Cash Flow* (FCF) e do *Economic Value Added*® (EVA®). Segundo Massis et al. (2013) estes indicadores são altamente apoiados na literatura e tem sido utilizados para analisar a relação entre o envolvimento da família e o desempenho da empresa.

A rentabilidade do ativo pode ser obtida através da seguinte fórmula (1) (Santos & Rodrigues, 2012) :

$$\text{Rentabilidade do ativo} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ativo total}} \quad (1)$$

A rentabilidade dos capitais próprios pode ser obtida através da seguinte fórmula (2) (Nabais & Nabais, 2005):

$$\text{Rentabilidade dos capitais próprios} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Capitais próprios}} \quad (2)$$

A utilização dos indicadores com base na fórmula (1) e fórmula (2), tem como objetivo captar a rentabilidade da empresa, pois expressam de forma objetiva a rentabilidade dos ativos da empresa e o retorno gerado para os investidores, respetivamente (Santos & Rodrigues, 2012). Para além dos indicadores económico-financeiros foram analisados os indicadores de criação de valor FCF e EVA®.

Para apurarmos os FCF ou o *Cash Flow Operacional*, utilizamos a fórmula (3) (Sindhu, 2014):

$$FCF = EBIT (1 - t) + Dep \pm \Delta \text{ Working Capital} - \text{Capital Expenditure}$$

Para apurarmos os FCF ou o *Cash Flow Operacional*, utilizamos a fórmula (3)

em que:

EBIT = *Earnings before interest and taxes* (resultado operacional líquido de imposto);

t = taxa de IRC;

Dep = Depreciações;

Working Capital = Capital de giro;

Capital Expenditure = Despesas de capital.

Em cada ano, o EVA[®] pode ser calculado pela fórmula (4) (Sharma & Kumar, 2010):

$$EVA_t^{\text{®}} = ROLI - WACC_t * IC_t \quad (4)$$

em que:

ROLI = Resultado operacional líquido de imposto;

$WACC_t$ = *Weighted Average Cost of Capital* (custo médio ponderado do capital), no ano t;

IC_t = Capital investido, no ano t.

O $WACC$ pode ser calculado pela seguinte fórmula (5) (Neves, 2000b):

$$WACC = K_s * W_s + W_D * K_D * (1 - t) \quad (5)$$

em que,

W_D = Peso dos capitais alheios no capital total = $CA / (CA + CP)$;

W_s = Peso dos capitais próprios = $CP / (CP + CA)$;

CP = Capitais próprios;

CA = Capitais alheios;

K_s = Custo do capital próprio;

K_D = Custo médio da dívida financeira;

t = taxa de IRC.

O custo médio da dívida financeira (K_D) corresponde a uma espécie de taxa de juro média, devendo ser corrigida pelo “ganho” fiscal obtido pelo facto de os juros serem fiscalmente dedutíveis (Neves, 2000b). Assim, o custo médio da dívida é obtido pela fórmula (6) (Neves, 2000b):

$$K_D = \left(\frac{\text{Juros}}{\text{Dívida}} \right) \quad (6)$$

Em que Juros são os juros pagos pela dívida.

O custo médio do capital próprio (K_s) representa o custo de oportunidade para o acionista, isto é, a perda incorrida por não ter apostado numa aplicação alternativa. Este custo deve incluir o risco associado ao investimento na empresa, aconselhando-se a utilizar o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, é calculado através da fórmula (7) (Neves, 2000b).

$$K_s = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (7)$$

Em que R_f é a taxa de retorno de ativos sem risco, R_m a taxa de retorno do mercado de ativos, e β a sensibilidade do mercado. $R_m - R_f$ será o prêmio de risco. A fórmula (7) é correntemente utilizada sobretudo em empresas cotadas na bolsa de valores.

No presente trabalho, como as empresas na sua maioria, se não todas, são empresas não cotadas, para calcular o EVA® destas assumiu-se os seguintes pressupostos:

- i) considerou-se a taxa de 21% para a taxa de imposto sobre o lucro, para os períodos em análise;
- ii) considerou-se a taxa de 5% para o custo do capital próprio (K_s), tendo em atenção que este setor primário apresenta algum risco específico a taxa de 5%.

- **Definição das variáveis explicativas**

De seguida procede-se à identificação de todas as variáveis do estudo, para responder às hipóteses de investigação formuladas anteriormente. Na Tabela 2 encontram-se as variáveis que vão ser testadas como potenciais determinantes do desempenho-financeiro, apresentando-se a sua denominação, as *proxys* associadas, a fonte de recolha de dados, bem como os respetivos autores que utilizaram ou indicaram estas variáveis como relevantes na determinação do desempenho económico-financeiro das empresas.

Tabela 2 – Definição das variáveis

Variáveis	Denominação	Proxy	Fonte	Autor
Estrutura endividamento não corrente	EENC	$\frac{\text{Passivo não corrente}}{\text{Passivo total}}$	SABI	(Block et al., 2011)
Rotação do ativo	RA	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}}$	SABI	(Fitó et al., 2013)
Valor acrescentado bruto	VAB	$\frac{\text{VAB}}{\text{Número de trabalhadores}}$	SABI	(Fortuna & Maciel, 2018)
Autonomia financeira	AF	$\frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Ativo total}}$	SABI	(Neves, 2000a)
Estrutura do ativo não corrente	EANC	$\frac{\text{Ativo não corrente}}{\text{Ativo total}}$	SABI	(Setiadharmha & Muslichah, 2017)
Liquidez geral	LG	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$	SABI	(Xavier et al., 2020)
Gastos financeiros de financiamento	GFF	$\ln(\text{Juros suportados})$	SABI	(Xiang, Chen, Tripe, & Zhang, 2019)

Tipo de empresa	D _{ie}	Variável <i>dummy</i> : 0 = EnF 1 = EF	Questionário	(Fitó et al., 2013)
Profissionalização na gestão	D _{prof}	Variável <i>dummy</i> : 0 = Não tem profissionalização 1 = Tem profissionalização	Questionário	(Madison et al., 2018)
Sucessão de gerações	D _{sg}	Variável <i>dummy</i> : 0 = Não houve sucessão 1 = Houve sucessão	Questionário	(Smith & Amoako-Adu, 1999)
Modelo <i>Corporate Governance</i>	D _{mog}	Variável <i>dummy</i> : 0 = Não possui modelo 1 = Possui modelo	Questionário	(Brenes, Madrigal, & Requena, 2011)
CEO	D _{ceo}	Variável <i>dummy</i> : 0 = CEO não familiar 1 = CEO familiar	Questionário	(Block et al., 2011)
Dimensão	D _{dim}	Variável <i>dummy</i> : 0 = Pequena ou média empresa 1 = Microempresa	Questionário	(Massis et al., 2013)

Fonte: Elaboração própria

- **Modelo teórico**

Como técnica de análise de dados, como já referido anteriormente, foi utilizado o modelo de regressão linear múltipla para determinar o poder explicativo das variáveis financeiras e não financeiras como indicadores de desempenho económico-financeiro. O desempenho económico-financeiro das EF, comparativamente às EnF, será medido utilizando as variáveis independentes que melhor explicam o modelo. O modelo teórico proposto é o apresentado na Figura 1 – Modelo teórico, onde se pode facilmente identificar todas as hipóteses que se pretendem validar com esta análise, assim como as variáveis que melhor explicam o desempenho económico-financeiro da amostra em estudo.

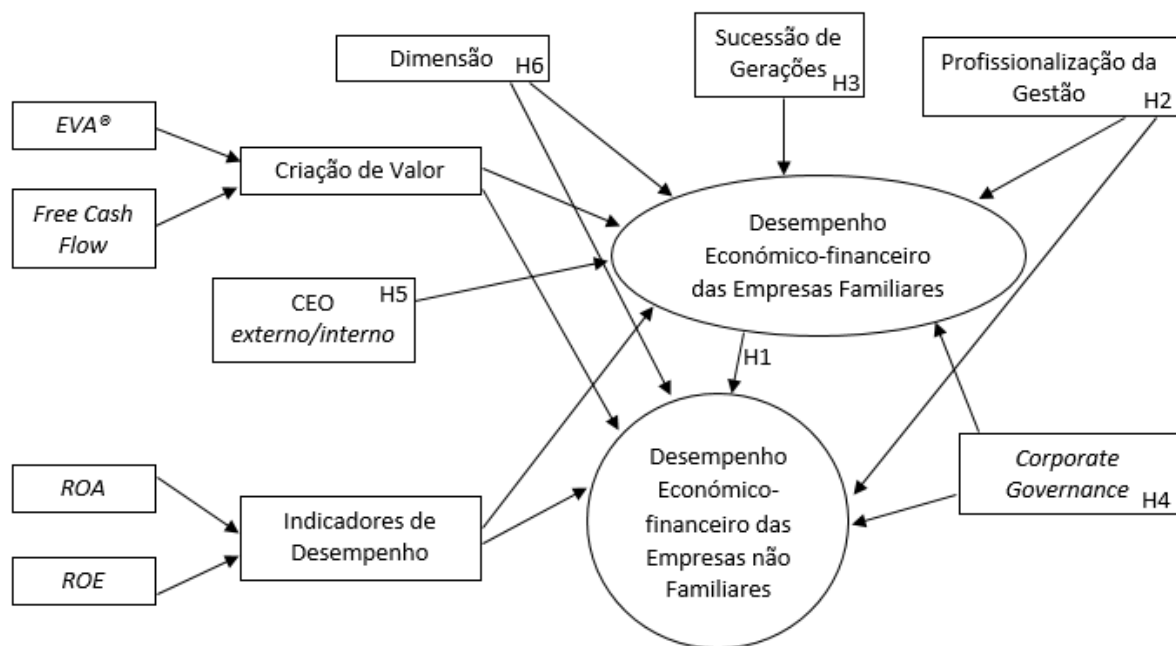


Figura 1 – Modelo teórico

Fonte: Elaboração própria

- **Modelo econométrico ajustado**

Após uma análise aos vários estudos existentes, como por exemplo Correia (2003) e para testar as hipóteses do modelo teórico estimaram-se os seguintes modelos que melhor se adequa, tendo como base o modelo econométrico. O modelo de regressão da investigação tem a especificação genérica indicada na fórmula (8).

$$Y_i = \beta_0 + \beta_{1i} \cdot X_{1i} + \dots + \beta_{ki} \cdot X_{ki} + \varepsilon_i \quad (8)$$

Onde:

i = 1, 2, ..., n observações;

Y_i = Variável dependente, para a observação i ;

β_0 = Coeficiente de interseção;

β_{ki} = Coeficientes de regressão ou declives parciais das variáveis independentes, para a observação i ;

X_1, \dots, X_k = Variáveis independentes ($k = 1, \dots, p$);

ε_i = Erro aleatório.

Quando se define o modelo de regressão linear, da forma supra mencionada, refere-se que os erros ou resíduos do modelo servem quer para estimar os coeficientes de regressão, quer para validar os pressupostos de aplicação do modelo de regressão linear (Maroco, 2018). À semelhança de outros autores, como já acima mencionado, foi utilizada a metodologia de análise de regressão univariada e multivariada para validar as hipóteses propostas. Esta é a metodologia vulgarmente utilizada, nos estudos relativos à perspetiva contabilística e financeira, uma vez que permite sintetizar uma quantidade abundante de dados e comparar o desempenho das empresas no espaço, assim como a sua evolução no tempo (Gama, 2012).

Uma vez que se tem diferentes variáveis de desempenho (variável dependente), que podem estar correlacionadas, gerou-se quatro modelos base em função de cada uma das variáveis em análise: fórmula (9) relativa ao ROA; fórmula (10) relativa ao ROE; fórmula (11) relativa ao FCF; e a fórmula (12) relativa ao EVA®.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EENC_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 VAB_{i,t} + \beta_4 AF_{i,t} + \beta_5 EANC_{i,t} + \beta_6 LG_{i,t} + \beta_7 GFF_{i,t} + \beta_8 dummy_{i,t} \quad (9)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EENC_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 VAB_{i,t} + \beta_4 AF_{i,t} + \beta_5 EANC_{i,t} + \beta_6 LG_{i,t} + \beta_7 GFF_{i,t} + \beta_8 dummy_{i,t} \quad (10)$$

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EENC_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 VAB_{i,t} + \beta_4 AF_{i,t} + \beta_5 EANC_{i,t} + \beta_6 LG_{i,t} + \beta_7 GFF_{i,t} + \beta_8 dummy_{i,t} \quad (11)$$

$$EVA^{\circ}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EENC_{i,t} + \beta_2 RA_{i,t} + \beta_3 VAB_{i,t} + \beta_4 AF_{i,t} + \beta_5 EANC_{i,t} + \beta_6 LG_{i,t} + \beta_7 GFF_{i,t} + \beta_8 dummy_{i,t} \quad (12)$$

Onde:

ROA_{i,t} – Rendibilidade do ativo, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

ROE_{i,t} – Rendibilidade do capital próprio, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

FCF_{i,t} – *Free cash flow*, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

EVA[®]_{i,t} – *Economic value added*[®], para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

EENC_{i,t} – Estrutura do endividamento não corrente, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

RA_{i,t} – Rotação do ativo, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

VAB_{i,t} – Valor acrescentado bruto, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

AF_{i,t} – Autonomia financeira, para a empresa i (i=1,..., n), no momento t (t=1,...,5);

EANC_{i,t} – Estrutura do ativo não corrente, para a empresa *i* (*i*=1,..., *n*), no momento *t* (*t*=1,...,5);

LG_{i,t} – Liquidez geral, para a empresa *i* (*i*=1,..., *n*), no momento *t* (*t*=1,...,5);

GFF_{i,t} – Gastos financeiros de financiamento, para a empresa *i* (*i*=1,..., *n*), no momento *t* (*t*=1,...,5);

*Dummy*_{i,t} - variáveis explicativas não financeiras (tipo de empresa, profissionalização da gestão, sucessão de gerações, modelo de *Corporate Governance*, CEO e dimensão), para a empresa *i* (*i*=1,..., *n*), no momento *t* (*t*=1,...,5).

Atendendo às hipóteses a testar, e para cada variável dependente em estudo, estimou-se os seguintes modelos, que passam a explicar.

Modelo 1 – Desempenho económico-financeiro, incluindo a *dummy* tipo de empresa:

Neste modelo estão incluídas as variáveis financeiras estrutura de endividamento não corrente (EENC), rotação do ativo (RA), valor acrescentado bruto (VAB), autonomia financeira (AF), estrutura do ativo não corrente (EANC), liquidez geral (LG), gastos financeiros de financiamento (GFF) e a variável não financeira *dummy* tipo de empresa (*te*), em que, toma o valor de “1” quando a empresa é familiar e “0” quando a empresa é não familiar. Este modelo compreende as variáveis independentes que explicam o desempenho económico-financeiro da amostra, sem inclusão das demais variáveis que se pretende testar. Está associado à hipótese 1, de modo que, se pretende testar no acaso de serem EF o desempenho económico-financeiro é melhor do que as EnF, nas respetivas variáveis dependentes.

Modelo 2 – Desempenho económico-financeiro, incluindo a *dummy* profissionalização:

Neste modelo estão incluídas as variáveis independentes associadas ao modelo 1, acrescida da variável *dummy* profissionalização da gestão, de forma que, toma o valor de “1” quando a empresa possui profissionalização da gestão e “0” quando não possui. Com este modelo se pretende testar a hipótese 2, na medida em que, o facto de serem EF com profissionalização na gestão tem impacto positivo nas respetivas variáveis dependentes.

Modelo 3 – Desempenho económico-financeiro, incluindo a *dummy* sucessão de gerações:

Neste modelo 3 introduz-se, relativamente ao modelo 1, a variável *dummy* sucessão de gerações, na medida em que, toma o valor de “1” quando tenha havido sucessão de gerações no período de análise e “0” quando não houve sucessão de gerações. Associa-se este modelo à hipótese 3, uma vez

que, se pretende testar se, o facto de serem EF e ter ocorrido sucessão de gerações entre 2012 e 2017 teve impacto nas respetivas variáveis dependentes.

Modelo 4 – Desempenho económico-financeiro, incluindo a *dummy* modelo de *Corporate Governance*:

Neste modelo estão incluídas as variáveis independentes associadas ao modelo 1, acrescida da variável *dummy* estrutura de *Corporate Governance*, em que, toma o valor de “1” quando a empresa possui uma modelo de *Corporate Governance* e “0”, caso contrário. Propõe-se com este modelo testar a hipótese 4, em que, o facto de serem EF com modelo de *Corporate Governance* tem impacto positivo nas variáveis dependentes.

Modelo 5 – Desempenho económico-financeiro, incluindo a *dummy* CEO:

Neste modelo estão incluídas as variáveis independentes associadas ao modelo 1, acrescida da variável *dummy* CEO, de modo que, toma o valor de “1” quando o CEO é interno, pertencente à família e “0” quando o CEO é externo, logo não pertence à família. Testa-se assim a hipótese 5, em que, o facto de serem EF com CEO interno tem influência negativa nas variáveis dependentes.

Modelo 6 – Desempenho económico-financeiro, incluindo a *dummy* dimensão:

Neste modelo estão incluídas as variáveis independentes associadas ao modelo 1, acrescida da variável *dummy* dimensão, em que, toma o valor de um quando se está perante uma microempresa e zero quando se trate de uma pequena, média ou grande empresa. O facto de serem microempresas e EF têm impacto positivo na variável dependente, testamos assim a hipótese 6.

2.3. A recolha, técnicas estatísticas e tratamento de dados

Após se terminar a recolha dos dados, urge a necessidade de se interpretar e analisar os mesmos à luz das hipóteses de investigação anteriormente formuladas. Desta forma, procedeu-se à análise dos resultados recolhidos para o estudo, através da aplicação das análises descritivas e inferenciais, assim como da interpretação os mesmos e a análise das devidas conclusões. Para testar as hipóteses de investigação, relativas à parte não financeira, foi necessário recorrer a um questionário direcionado às empresas da amostra. As empresas foram contactadas via telefone para obter as respostas, em algumas empresas foi-nos solicitado o envio via correio eletrónico.

Todo este processo ocorreu no período compreendido entre o dia 8 de agosto de 2019 e o dia 17 de dezembro de 2019. Foi necessário recorrer a outros meios de comunicação, para se poder classificar

as empresas, da amostra, quanto a ser ou não uma EF, tais como: através de várias pesquisas efetuadas na *internet*, quer às páginas das próprias empresas, quer das publicações no Portal da Justiça.

Numa primeira fase, todos os dados recolhidos foram codificados, agrupados e introduzidos numa base de dados para serem analisados no *software* IBM SPSS *Statistics* versão 24 e proceder ao tratamento estatístico adequado aos objetivos e às hipóteses da investigação. Para a seleção dos dados quantitativos recorreu-se às técnicas de amostragem não probabilística, ou seja, por critério pessoal e subjetivo da população. A técnica de classificação e codificação dos dados quantitativos foi à escala ordinal nas variáveis numéricas e à escala nominal nas restantes variáveis consideradas *dummys*. As questões formuladas são de natureza qualitativa, o que conduz a respostas medidas à escala nominal. A recolha de informação não financeira foi essencial para dar resposta às hipóteses que, para serem testadas, era necessário possuir as características familiares específicas que poderão influenciar o desempenho económico das empresas em estudo.

Selecionou-se este método de inquérito por consistir num processo mais simples e económico de modo a garantir a confidencialidade das respostas tornando-as, por esta via, mais credíveis. Todos os dados obtidos das empresas objeto de estudo, quer tenham sido obtidos pela plataforma SABI, quer pelos questionários, foram tratados utilizando uma codificação numérica das empresas e garantiu-se a confidencialidade dos mesmos, preservando a identidade dos intervenientes. O questionário, apresentado em apêndice, foi elaborado a par da formulação das hipóteses de estudo a testar e concebido de tal forma que as respostas eram de escolha múltipla, curtas e acessíveis gramaticalmente, não demorando mais de cinco minutos a preencher o mesmo. Desta forma pretende-se que o inquirido não demonstre indisponibilidade nem falta de tempo por ser demasiado longo e extenso.

Quanto ao tipo de questões, no que respeita ao conteúdo, o questionário contempla questões de conhecimento da empresa. No que respeita à forma, as questões são fechadas, onde o inquirido deve selecionar a sua resposta mediante uma lista predeterminada, ostentam como principais vantagens a simplicidade de codificação, o tratamento estatístico e a celeridade de resposta (Hill & Hill, 2008).

O questionário é composto por quatro questões:

1. Considera a sua empresa como sendo familiar ou não familiar?
2. Como classifica a sua empresa?
3. Do Quadro Europeu de Qualificações, indique a última formação obtida pelo principal gestor da empresa.
4. O atual diretor executivo (*Chief executive officer*) é interno ou externo à empresa?

Na questão número 1, visa identificar, apenas, se considera a EF ou EnF. Através da questão número 2, o inquirido tem cinco questões a responder, sendo as opções de resposta “sim” ou “não”. Apenas responderam “sim” ou “não”, porque subentende-se que o gestor/diretor, pessoa a quem foi efetuada a entrevista, tem conhecimento suficiente da empresa para dar a sua resposta perante o assunto em causa. Estas questões foram formuladas e dirigidas quer às EnF quer às EF, de modo a obter informações internas da empresa. No que diz respeito à gestão da empresa, mormente se mais de 50% do capital social pertence à família fundadora, se membros da família são gestores ou diretores da empresa, se a 2.^a geração já foi incorporada na empresa, se a empresa possui um modelo de *Corporate Governance* e se no período de análise ocorreu a sucessão para a segunda geração.

A questão número 3 foi redigida para obter informação sobre a profissionalização da gestão da empresa, questionando o inquirido sobre as qualificações do principal gestor da empresa. O inquirido tem como opção de resposta todos os níveis de ensino, desde o nível 1 que corresponde ao 2.^o ciclo do ensino básico ao nível 8 de doutoramento, devendo só selecionar apenas um. Por último, a questão número 4 solicita informação sobre se o atual diretor executivo (CEO) é interno (familiar) ou externo (externo) à empresa, o inquirido só tem duas opções de resposta, devendo selecionar uma delas. A amostra inicial, foi obtida através da base de dados SABI, tendo-se utilizado os seguintes critérios de seleção: i) empresas ativas, constituídas até, e inclusive, ao dia 31/12/2011, permitindo assim obter exercícios económicos completos; ii) aquelas que possuem a sua sede social nos 13 concelhos da região RADV; iii) que operam com os códigos de atividade económica (CAE Rev. 3): 01210 – Viticultura e 11021 – Produção de vinhos comuns e licorosos. A dimensão da amostra reduziu assim, para um total de 289 EF e EnF.

Na fase inicial, após análise cuidada das observações, foi necessário eliminar 18 empresas por apresentarem valores iguais ou inferiores a zero em mais de quatro anos para o ativo, capital próprio, passivo, resultados operacionais e resultados líquidos do exercício, restando 271 empresas (ver Tabela 3). De forma a ser possível dar resposta às hipóteses e para testar as variáveis *dummys*, foram inquiridas as 271 empresas através de um questionário, sendo uma fonte de informação empírica considerada primária. Na segunda fase, foi efetuada a recolha dos contactos telefónicos de cada uma das 271 empresas constantes na amostra alvo do ficheiro obtido através da plataforma SABI. Recorreu-se também a uma pesquisa via *web* de eventuais páginas com contactos destas empresas de modo a alcançar o preenchimento do questionário. Obteve-se assim a amostra final, a qual é constituída por 148 empresas. Serão estas as empresas analisadas neste estudo, conforme resultados apurados na Tabela 3.

Tabela 3 – Recolha de dados e amostra final

Descrição	Nº de Empresas	%
1. Amostra Preliminar	289	100
2. Primeira Fase		
Exclusão das empresas que apresentavam valores iguais ou inferiores a zero em mais de 4 anos para o Ativo, Capital Próprio, Passivo, Resultados Operacionais e Resultados Líquidos do Exercício.	18	6,2
3. Segunda Fase		
Empresas sem contactos telefónicos ou com contactos errados.	70	24
Empresas que após várias tentativas de contacto não atenderam.	24	8,3
Empresas que atenderam, recusaram responder ao inquérito via telefone, no entanto solicitaram para enviar o mesmo por correio eletrónico, contudo não devolveram resposta.	11	3,8
Empresas que atenderam, mas não responderam ao inquérito porque alegaram que a empresa foi ou iria ser vendida.	3	1
Empresas que atenderam, mas que se recusaram a responderem ao inquérito.	15	5,2
4. Amostra final	148	51

Fonte: Elaboração própria

2.4. As empresas da Região do Alto Douro Vinhateiro

Para o presente estudo delimitou-se uma região nacional, sendo seleccionada a Região do Alto Douro Vinhateiro (RADV), por se tratar de uma zona particularmente representativa da paisagem que caracteriza a vasta Região Demarcada do Douro, a mais antiga região vitícola regulamentada do mundo. A paisagem cultural da RADV combina a natureza monumental do vale do rio Douro, feito de encostas íngremes e solos pobres e acidentados, com a ação ancestral e contínua do Homem, adaptando o espaço às necessidades agrícolas de tipo mediterrâneo que a região suporta (Unesco, 2020). Esta relação íntima entre a atividade humana e a natureza permitiu criar um ecossistema de valor único, onde as características do terreno são aproveitadas de forma exemplar, com a modelação da paisagem em socalcos, preservando-a da erosão e permitindo o cultivo da vinha (Unesco, 2020). A região produz o famoso vinho do Porto, representando o principal vetor de dinamização da tecnologia, da cultura, das tradições e da economia locais. O grande investimento humano, nesta paisagem de singular beleza, tornou possível a fixação das populações desde a longínqua ocupação romana, e dele resultou uma realidade viva e em evolução, ao mesmo tempo testemunho do passado e motor do futuro, solidamente ancorado na otimização dos recursos naturais e na preservação das ambiências (Unesco, 2020). A região do Alto Douro Vinhateiro, classificada conforme se ilustra na Figura 2, na categoria de paisagem cultural, evolutiva e viva, engloba 13 concelhos (CCDR-N, 2001):

- Torre de Moncorvo, Carrazeda de Ansiães, Vila Nova de Foz Côa (Douro Superior);
- São João da Pesqueira, Alijó, Sabrosa, Tabuaço (Cima Corgo);
- Vila Real, Santa Marta de Penaguião, Peso da Régua, Armamar, Lamego, Mesão Frio (Baixo Corgo).

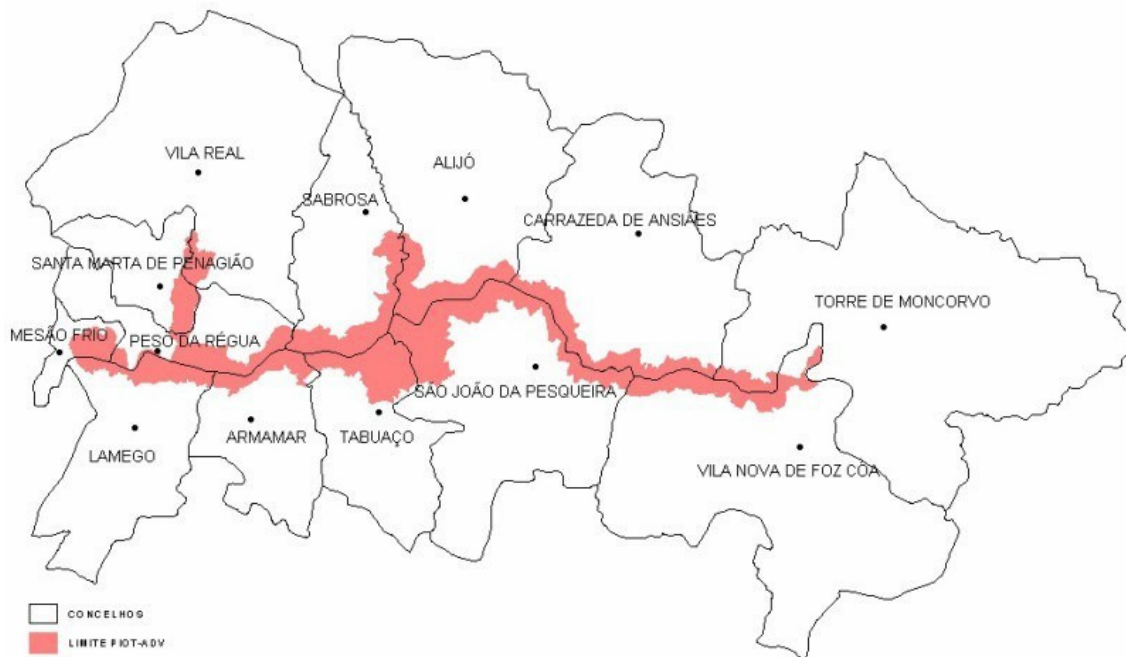


Figura 2 – Delimitação do Alto Douro Vinhateiro - Património Mundial

Fonte: Direção Regional de Agricultura e Pescas do Norte (www.drapn.min-agricultura.pt).

A Região Demarcada do Douro divide-se em 3 zonas (Paupério, Romão, Vasconcelos, & Ferreira, 2020):

- **Baixo-Corgo** – Representando 51% da área ocupada por vinha, inserida na margem direita do Rio Douro, desde Barqueiros ao Rio Corgo (Régua) e na margem esquerda, desde a freguesia de Barrô até ao Rio Temi-Lobos, nas proximidades da Vila de Armamar;
- **Cima-Corgo** – Com 36% da área ocupada por vinha da região demarcada, estende-se desde as fronteiras da região Baixo-Corgo e vai até ao meridiano que passa no Cachão da Valeira;
- **Douro Superior** – Representando a área mais pequena, com aproximadamente 13%, desde as fronteiras da região Cima-Corgo, prolongando-se até à fronteira espanhola.

Como referido anteriormente, são vários os estudos sobre EF em Portugal, mas nenhum deles foi elaborado sobre uma região como esta, que à partida, sendo considerada a mais antiga do mundo, predominam as EF. Uma publicação feita a 14 de julho de 2017 pela EFCONSULTING¹, revela que as EF imperam na região do Douro. Contudo, existe uma lacuna de estudos e estatísticas oficiais precisas e atualizadas, sobre a pretensão de desenvolver um conhecimento exaustivo, com

¹ Trata-se de uma empresa especializada e desenvolvida por professores e pesquisadores portugueses e espanhóis, dedicados às famílias empresárias e EF.

investigação consistente, sobre o perfil das EF. Esse conhecimento exaustivo deve assegurar a visibilidade e refletir os contributos do setor no mercado, na economia, na inovação e, acima de tudo, na coesão social e territorial. São preocupações apresentadas numa apresentação dedicada ao tema “Enfrentar os Desafios, Assegurar a Continuidade”, onde estiveram presentes e representadas as gerações mais novas de quatro empresas dedicadas ao negócio do vinho e Enoturismo no Douro. Na tentativa de colmatar esta falha, delimitou-se o estudo, cingindo-o à Região Demarcada do Douro, sendo o intuito primordial, analisar dados concretos de empresas aqui sediadas.

3. Análise e discussão dos resultados

Neste capítulo serão apresentados os resultados empíricos que dizem respeito ao tratamento da amostra de 148 empresas ativas, consideradas, segundo os critérios apresentados anteriormente como EF e EnF. Inicialmente será apresentada uma caracterização da amostra, de seguida as estatísticas descritivas e por último, apresentam-se os resultados dos testes às hipóteses formuladas e a sua discussão.

3.1. Caracterização da amostra

Através da Tabela 4, pode-se verificar que nesta região imperam as EF, com um peso de 77,7%. O setor predominante é o da viticultura, com 56,8% da amostra. O Distrito com maior peso é o de Vila Real, representando 52,7%, seguindo-se o de Viseu com quase 38%. Em relação ao concelho, em primeiro lugar está S. João da Pesqueira com 17,6%, com menos 1,4% segue-se o concelho de Peso da Régua e Alijó vem logo a seguir com 14,2% da amostra em estudo. Não descorando o concelho de Sabrosa que tem uma percentagem de 10,8%, os restantes concelhos têm uma supremacia abaixo de 10%.

Tabela 4 – Caracterização da amostra

Variável	Descrição	N/frequência	%
Tipo de Empresa	EF	115	77,7
	EnF	33	22,3
CAE	01210 - Viticultura	84	56,8
	11021 - Produção de Vinhos Licorosos	64	43,2
Distrito	Bragança	6	4,1
	Guarda	8	5,4
	Vila Real	78	52,7
	Viseu	56	37,8
Concelho	Alijó	21	14,2
	Armamar	8	5,4
	Carrazeda de Ansiães	4	2,7
	Lamego	13	8,8
	Mesão Frio	2	1,4
	Peso da Régua	24	16,2
	Sabrosa	16	10,8
	Santa Marta de Penaguião	11	7,4
	São João da Pesqueira	26	17,6
	Tabuaço	9	6,1
	Torre de Moncorvo	2	1,4
	Vila Nova de Foz Côa	8	5,4
	Vila Real	4	2,7

Fonte: Elaboração própria

De seguida, foram retirados os *outliers*² da amostra relativos às variáveis dependentes ROA, ROE, EVA® e FCF por ano. De modo a eliminar-se os efeitos da magnitude da escala de medida sobre os erros, foi necessário standardizar os valores de forma que a média se mantenha em zero e o desvio-padrão seja unitário.

3.2. Análise descritiva e correlacional das variáveis dependentes e independentes

Partindo da amostra final composta por 148 empresas e dados contabilísticos para o período de 2012 a 2017. Todas as variáveis independentes foram sujeitas à validação dos pressupostos para permitir a aplicabilidade do modelo de regressão, procedeu-se à eliminação das observações *outliers* encontradas na nossa amostra, que apresentavam falência técnica, uma vez que poderia enviesar os

² Segundo Maroco (2018), *outliers* são observações extremas, não características, que apresentam resíduos que são consideravelmente superiores, em valor absoluto, aos resíduos das outras observações. Os efeitos dos *outliers* podem ser moderados ou extremos, o local onde se encontra o *outliers* determina a severidade da sua influência sobre a estimação dos coeficientes de regressão.

resultados. Segue-se a análise descritiva dos dados que compreende a descrição estatística das variáveis e indicadores de desempenho financeiro.

Pela análise aos resultados, apresentados na Tabela 5, quanto aos indicadores ROA e ROE observou-se que, na globalidade do período em estudo, estes indicadores não se encontram próximos dos apresentados pelo setor de atividade, tendo por base os dados médios do período de 2012 a 2017, recolhidos dos quadros do setor do Banco de Portugal em 02/09/2020 (*Banco de Portugal, 2020*).

No que se refere aos indicadores relacionados com os fluxos de caixa gerados, constata-se que, as empresas, em média, geraram fluxos de caixa positivos provenientes das atividades operacionais. Contudo, quanto à criação de valor, o indicador do valor agregado indica-nos que, em média as empresas da amostra acabaram por destruir valor, uma vez que apresenta o sinal negativo.

Esta situação revela que, apesar dos indicadores ROE e ROA serem positivos os resultados obtidos pelas empresas foram inferiores ao custo do capital investido, ou seja, os resultados obtidos ficaram aquém da expectativa do rendimento pretendido pelos investidores. As restantes variáveis apresentam valores médios positivos, o que denota que as empresas da amostra possuem um diagnóstico económico-financeiro estável. Analisando a evolução das variáveis de desempenho, ROA, ROE, FCF e EVA®, ao longo do período 2012 a 2017, observa-se que a rentabilidade do ativo (ROA) apresenta uma tendência crescente no período, ainda que se tenha verificado alguma dispersão no ano de 2014, maior que nos restantes anos e que a rentabilidade dos capitais próprios (ROE) manteve-se em média baixa mas com grande variabilidade nos anos 2014 e 2016, como se pode observar na Figura 3, gráficos A e B, respetivamente.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas globais no período entre 2012 e 2017

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Média	Média
						CAE 01210	CAE 11021
ROA (%)	758	-54	79	1,98	7,798	0,58	3,52
ROE (%)	758	-3620	11161	9,27	463,708	1,25	7,01
FCF (euros)	758	-348994,63	2994950,42	159914,51	348195,1003	-21800,00	62066,67
EVA® (euros)	750	-1278053,09	1948549,26	-3349,64	192512,798	-65994,9967	-139515,21
EENC	750	0,00	1,00	0,4077	0,35368	0,4910	0,3681
RA	758	0,00	5,58	0,3609	0,37202	0,1759	0,3942
VAB (euros)	704	-91543,88	2857988,35	33486,43	109938,15	16745,83	42796,67
AF	758	0,00	1,00	0,4485	0,24849	0,4192	0,5002
EANC	758	0,00	0,98	0,4773	0,26329	0,5717	0,4545
LG	745	0,07	399,19	5,9885	18,07479	1,1096	1,7305
GFF (euros)	758	0,00	687753,17	31044,96	78854,35	13016,67	53600,00
Nº empregados	704	1	76	9,34	10,219	4	10
RLE (euros)	758	-1538968,92	2406196,49	40336,5178	234261,40	-6150,00	85483,33
CP (euros)	758	0,01	23061914,40	1361412,759	2983105,599	444216,67	2257833,33
AT (euros)	758	0,01	65272191,39	3216135,741	6604551,845	1056233,33	4518500,00
VN (euros)	758	0,00	46574590,55	1265924,842	4123130,635	184966,67	1779666,67
ROLI (euros)	758	-1239499,38	2133692,12	60623,9540	227842,3186	4442,00	125096,50
WACC	758	-0,19	0,27	0,104795	5,278352		
N válido (<i>listwise</i>)	697						

Legenda:

ROA: rácio de rentabilidade do ativo é uma medida de avaliação do desempenho económico da empresa, ROE: rácio de rentabilidade do capital próprio é uma medida de avaliação do desempenho económico da empresa, FCF: *free cash flow* é um método de determinação do valor da empresa, EVA®: *economic value added* é uma medida de avaliação do valor económico da empresa, EENC: estrutura de endividamento não corrente medido pela divisão do passivo não corrente pelo passivo total, RA: rotação do ativo medido pela divisão do volume de negócios pelo ativo total, VAB: produtividade da mão-de-obra medida pela divisão do valor acrescentado bruto pelo número de trabalhadores, AF: autonomia financeira medido pela divisão do capital próprio total sobre o ativo total, EANC: estrutura do ativo não corrente medido pela divisão do ativo não corrente pelo ativo total, LG: liquidez geral medida pela divisão do ativo corrente pelo passivo corrente, GFF: gastos financeiros de financiamentos medido pelo valor dos juros suportados, Nº empregados: corresponde ao número de empregados, RLE: resultado líquido do exercício, CP: capital próprio, AT: ativo total, VN: volume de negócios, ROLI: resultado operacional líquido de imposto, WACC: *weighted average cost of capital*.

Fonte: Elaboração própria

Também os FCF e o EVA® mostraram uma tendência crescente positiva, mas com maior dispersão no ano de 2015 em ambas as variáveis (Ver gráficos C e D da Figura 3). De salientar ainda que, em média, as empresas apresentam destruição de valor nos anos 2012 a 2014, uma vez que o EVA® é negativo, ainda que esteja a decrescer e a partir de 2015, a média passe a positivo, ou seja, a gerar valor.

Gráfico A – Evolução da Rendibilidade do Ativo (ROA)

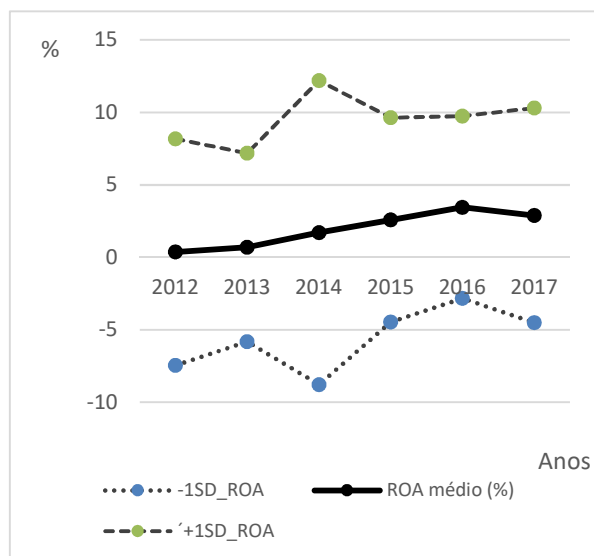


Gráfico B – Evolução da Rendibilidade dos Capitais Próprio (ROE)

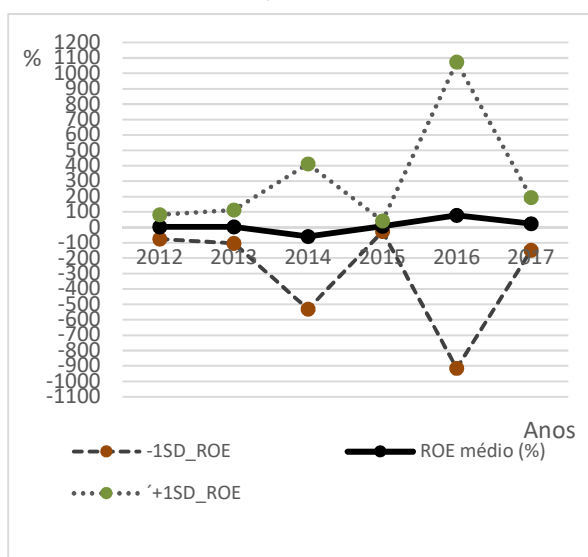


Gráfico C – Evolução do EVA®

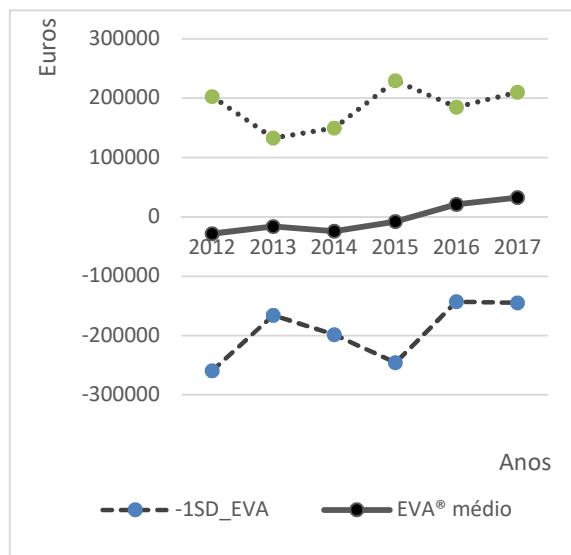


Gráfico D – Evolução do Free-Cash Flow (FCF)

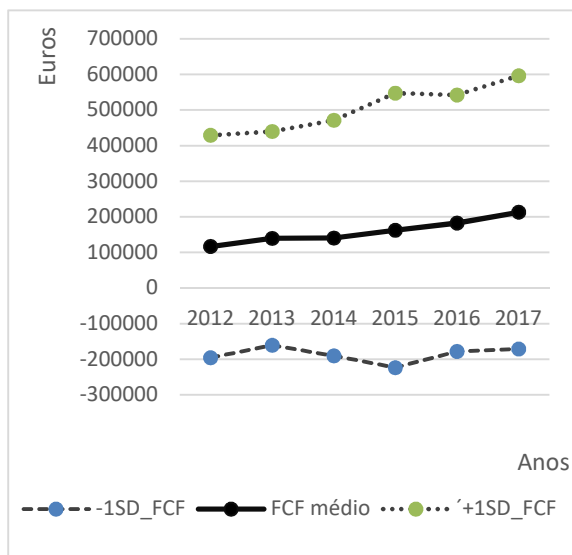


Figura 3 – Evolução das variáveis de desempenho ao longo do período 2012 a 2017

Fonte: Elaboração própria

As estatísticas descritivas das variáveis financeiras em estudo, em cada ano, encontram-se no apêndice II, nas Tabela A. 1 à Tabela A. 6. Sintetizaram-se os dados médios globais nos gráficos A a D da Figura 4. No gráfico A da Figura 4, constata-se que a maioria dos indicadores financeiros apresentam uma evolução ligeira crescente no período, com exceção a rotação do ativo que sofreu uma queda no ano de 2017 e da estrutura do ativo não corrente que tende a diminuir de 2012 para 2017, ligeiramente.

Gráfico A – Evolução das variáveis EENC, RA, A e EANC

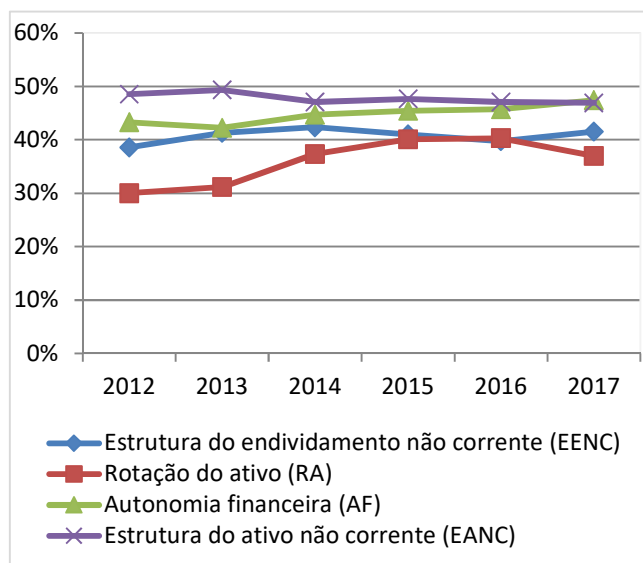


Gráfico B – Evolução da LG e N° empregados

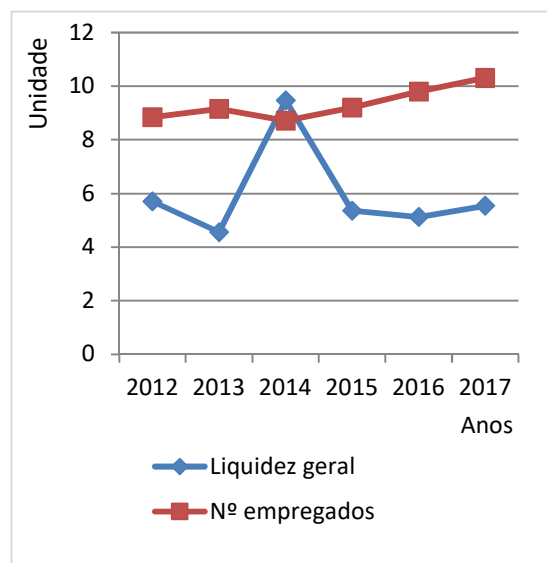


Gráfico C – Evolução do VAB, GFF, RLE e ROLI

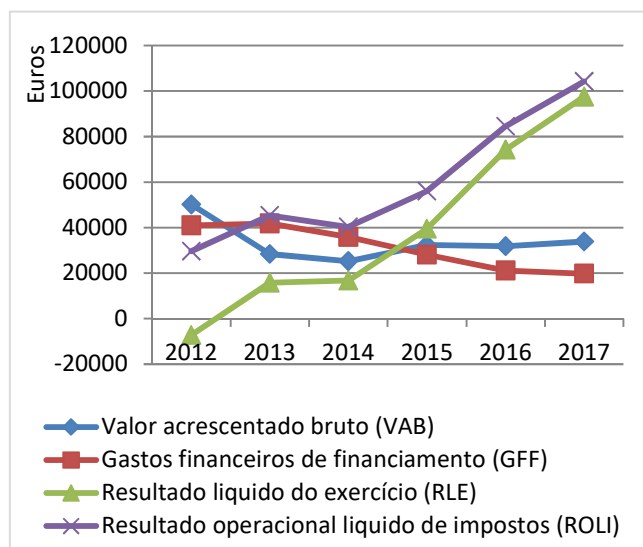


Gráfico D – Evolução do CP, AT e VN

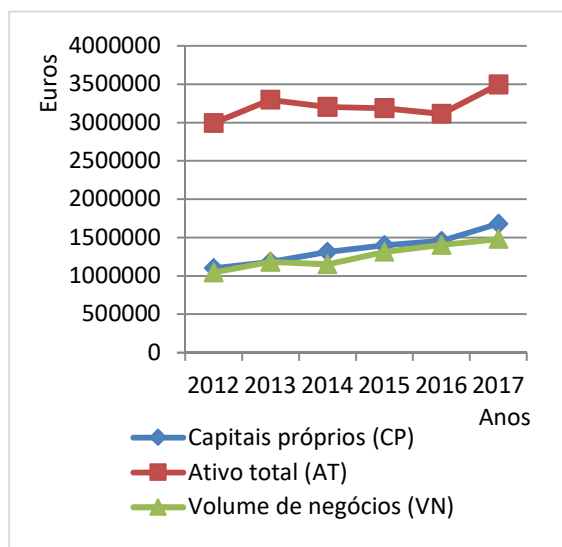


Figura 4 – Evolução das variáveis independentes ao longo do período 2012 a 2017

Fonte: Elaboração própria

Os gastos financeiros de financiamento apresentam, em média, uma redução de 2012 para 2017. O número médio de empregados apresenta um crescimento ao longo do período, fixando-se numa média de 10 empregados no ano de 2017 (Ver gráfico B da Figura 4). A liquidez geral apresenta, no ano de 2014, um valor considerado elevado, comparativamente aos restantes anos, que poderá ser sinónimo de investimentos pouco rentáveis, apesar de não haver dificuldades de fazer face aos compromissos a curto prazo. Tanto o resultado líquido do exercício como o resultado operacional líquido de impostos, apresentam um crescimento progressivo de 2012 até 2017. Os restantes indicadores apresentam, em média, crescimento gradual no período em estudo. O indicador VAB, evidencia o valor acrescentado por cada trabalhador, sendo que, inicialmente há uma ligeira descida de 2012 para 2014, ocorrendo uma recuperação da produtividade económica até 2017.

Dividindo a amostra no grupo das EF e EnF, pode-se observar que, no que diz respeito às variáveis dependentes, para o período em análise de 2012 a 2017, as EF apresentam, em média, melhores rácios de rentabilidade do ativo e do capital próprio do que as EnF (Ver Tabela 6, a qual apresenta uma comparação das EF com as EnF). As EnF apresentam, em média, valores negativos nos indicadores ROA, ROE e FCF. Apura-se que nas EF da amostra, a rentabilidade dos ativos foi, no período em análise de, aproximadamente 2,12%, o que significa que o ativo destas empresas contribuiu, em média e aproximadamente, 2,12% para o resultado. Quanto às EnF da amostra, a rentabilidade dos ativos foi negativa de 1,20%, logo, o ativo destas empresas contribuiu negativamente para o resultado. Da mesma forma pode-se concluir que a rentabilidade dos capitais próprios das EF da amostra em estudo contribuiu positivamente 10,93% para o resultado operacional das empresas, quanto às EnF, o capital próprio contribuiu negativamente para o resultado das empresas em 5,35%. Afere-se também que as EF exercem domínio na região em análise.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas para as variáveis dependentes das EF e EnF

	Empresas familiares					Empresas não familiares				
	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	641	-54	79	2,12	8,689	181	-52	14	-1,20	7,515
ROE (%)	641	-3620	11161	10,93	503,912	181	-569	50	-5,35	46,753
FCF (euros)	641	-412557,66	2994950,42	146076,92	346247,93	181	-1001000,71	592338,58	-69320,25	212085,09
EVA® (euros)	634	-1478034,74	1948549,26	8530,86	185829,51	180	-283571,18	1517938,00	154938,26	305758,11
N válido (listwise)	634					180				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; N: número de observações validas.

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 7 encontra-se a matriz de correlações com os coeficientes de *Pearson* e os níveis de significância das variáveis analisadas de modo a averiguar como as diversas variáveis explicativas interagem entre si. Encontram-se igualmente as variáveis quantitativas acima mencionadas e as variáveis *dummy* anteriormente apresentadas. Mediante a análise constata-se que a maioria dos coeficientes entre as variáveis independentes apresentam-se abaixo dos 50%, logo, o problema da colinearidade entre as variáveis independentes é mínimo. Os rácios de rentabilidade do ativo e de rentabilidade dos capitais próprios são ambos positivamente correlacionados, como era de esperar, uma vez que o ROE depende do ROA e da alavancagem financeira. Confirma-se ainda, que os fluxos de caixa gerados e a criação de valor são também positivamente e fortemente correlacionados entre si ($\rho=0,935$, $p\text{-value} < 0,001$), bem como com o ROA (também fortemente correlacionados) e ROE.

As variáveis: ROA, ROE, FCF e EVA® irão ser utilizadas para medir o desempenho económico-financeiros das empresas em estudo e após análise à matriz de correlação, torna-se perceptível que as variáveis: ROA, FCF e EVA® possuem elevada correlação entre si, uma vez que o coeficiente está muito próximo de 1, o que significa que as variáveis possuem muita dependência entre si.

Tabela 7 – Matriz de correlações das variáveis dependentes e independentes no período entre 2012 e 2017

	ROA	ROE	FCF	EVA	EENC	RA	VAB	AF	EANC	LG	GFF	Dte	Dprof	Dsg	Dmcg	Dceo	Ddim
ROA	1																
Sig.																	
ROE	,189**	1															
Sig.	0,000																
FCF	,934**	,178**	1														
Sig.	0,000	0,000															
EVA@	,977**	,181**	,935**	1													
Sig.	0,000	0,000	0,000														
EENC	-,084*	0,063	-0,027	-,093*	1												
Sig.	0,022	0,085	0,465	0,011													
RA	,472**	0,022	,489**	,522**	-,182**	1											
Sig.	0,000	0,539	0,000	0,000	0,000												
VAB	,114**	0,016	,089*	,118**	-0,065	,108**	1										
Sig.	0,002	0,680	0,019	0,002	0,085	0,004											
AF	,142**	-0,019	,074*	-0,019	-,178**	-0,070	-0,014	1									
Sig.	0,000	0,601	0,042	0,611	0,000	0,053	0,707										
EANC	-,223**	-0,007	-,140**	-,240**	,297**	-,383**	-,081*	-,129**	1								
Sig.	0,000	0,857	0,000	0,000	0,000	0,000	0,032	0,000									
LG	-0,051	0,014	-,086*	-,119**	,170**	-,092*	-0,047	,266**	-0,064	1							
Sig.	0,164	0,698	0,019	0,001	0,000	0,012	0,217	0,000	0,080								
GFF	-,203**	0,031	-0,067	-,117**	,236**	0,011	-0,035	-,372**	,137**	-,102**	1						
Sig.	0,000	0,396	0,066	0,001	0,000	0,760	0,360	0,000	0,000	0,006							
Dte	,159**	0,017	,205**	,167**	0,010	,074*	0,011	-0,054	-0,070	0,013	-0,042	1					
Sig.	0,000	0,635	0,000	0,000	0,780	0,042	0,764	0,136	0,053	0,727	0,243						
Dprof	-,097**	0,036	-,109**	-,102**	0,019	-0,032	0,002	0,013	-,081*	0,029	-0,008	0,004	1				
Sig.	0,007	0,326	0,003	0,005	0,609	0,386	0,959	0,731	0,027	0,422	0,829	0,920					
Dsg	0,017	-0,005	0,024	0,021	0,036	-,087*	-0,023	-,086*	,101**	-0,063	0,029	,139**	,177**	1			
Sig.	0,640	0,898	0,511	0,570	0,324	0,017	0,538	0,018	0,005	0,085	0,424	0,000	0,000				
Dmcg	0,037	0,025	0,071	0,052	0,067	0,059	0,022	-0,056	-,125**	0,047	,105**	,333**	,241**	,166**	1		
Sig.	0,313	0,492	0,052	0,158	0,068	0,104	0,553	0,125	0,001	0,201	0,004	0,000	0,000	0,000			
Dceo	,115**	0,013	,188**	,131**	0,020	,125**	-,110**	-,076*	-0,050	-0,010	0,053	,679**	,092*	,179**	,373**	1	
Sig.	0,002	0,731	0,000	0,000	0,588	0,001	0,003	0,036	0,173	0,786	0,143	0,000	0,012	0,000	0,000		
Ddim	0,046	-0,006	0,053	0,053	-0,002	0,056	0,049	-0,044	0,068	0,024	-0,002	,074*	-0,027	0,015	-0,052	-0,028	1
Sig.	0,207	0,878	0,146	0,147	0,956	0,124	0,193	0,222	0,061	0,518	0,954	0,041	0,450	0,676	0,155	0,445	

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA@: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Dte: *Dummy* tipo de empresa; Dprof: profissionalização na gestão (*dummy*); Dsg: sucessão de gerações; Dmcg: modelo de *corporate governance* (*dummy*); Dceo: *Chief executive officer* (*dummy*); Ddim: dimensão (*dummy*).

Fonte: Elaboração própria

3.3. Apresentação e análise dos modelos estimados

Na validação dos pressupostos dos modelos de regressão linear múltipla, para aplicabilidade dos modelos, deve-se verificar, nomeadamente, que os erros ou resíduos são independentes, seguem uma distribuição normal e variância constante e que as variáveis independentes não sejam correlacionadas (Maroco, 2018). Deste modo foi efetuada uma análise à normalidade, homogeneidade e independência dos erros. Os dois primeiros pressupostos foram validados graficamente e o terceiro (independência dos erros), através da estatística de Durbin-Watson, como descrito em Maroco (2018). O modelo ajustado apresenta um coeficiente de determinação (R^2) em todos os modelos superior a 30%. O R significa a correlação entre a variável dependente com as variáveis independentes, que é considerada moderada. O R quadrado ajustado (R^2_a) é mais importante quando se analisa a comparação do modelo 1 com os restantes modelos incluindo as variáveis independentes necessárias para testar as hipóteses. O modelo não apresenta correlação entre as variáveis uma vez que o teste *Durbin-Watson* tem valores sempre compreendidos entre 1,738 (ano 2013 do modelo 5 da variável dependente ROA) e 2,336 (ano 2014 do modelo 4 da variável dependente FCF) logo os resíduos são considerados independentes.

A ANOVA da regressão permite concluir que todos os modelos são estatisticamente significativos, para um nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0.001$). As variáveis independentes não apresentam problemas de multicolinearidade uma vez que todas apresentam VIF inferiores a 10, máximo de 2,664 (ano 2012 do modelo 5 da variável dependente ROA). De notar que não existem valores de VIF excessivamente elevados, logo pode-se concluir sobre a inexistência de autocorrelação entre os resíduos, logo, são independentes. Os coeficientes não padronizados são aqueles que estão na unidade de medida da variável. Os coeficientes padronizados são coeficientes sem unidade de medida. As variáveis independentes foram todas estandardizadas. Para saber se existe multicolinearidade verifica-se também o valor de tolerância, caso este valor seja maior do que 0,1 considera-se que não existe multicolinearidade e nestas variáveis os valores são sempre superiores, logo pode-se prosseguir com a validação dos pressupostos (Maroco, 2018). Os resíduos têm distribuição normal, verifica-se que na presente amostra a distribuição é considerada adequada e normal. Por último, testou-se também a homocedasticidade, caso exista homocedasticidade os pontos são distribuídos aleatoriamente, o que também se verifica.

Em seguida apresentam-se os modelos de análise para testar as hipóteses formuladas para cada uma das variáveis dependentes em estudo, iniciando-se pela análise das variáveis explicativas do desempenho medido pelo ROA, depois análise ao ROA, seguindo-se o FCF e por último o EVA®, para o período compreendido entre 2012 a 2017.

3.3.1. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - *proxy* o ROA

Sabendo que, o ROA (retorno sobre os ativos) é uma métrica de cálculo de retorno que uma empresa gera sobre os seus ativos, isto é, permite aos investidores analisar o potencial de retorno proporcionalmente aos seus ativos. Neste ponto 3.3.1, serão analisados os fatores explicativos do desempenho económico-financeiro das empresas em estudo, para o período de análise de 2012 a 2017, com o *proxy* o ROA. No ponto 3.3.1.1, será possível verificar a evolução, através do modelo global, dos modelos 1 a 6, com os dados médios do período em análise e no ponto 3.3.1.2, será analisado cada modelo por cada ano em estudo.

3.3.1.1. Modelo global - *proxy* o ROA

No modelo global foi possível verificar uma limitação para a utilização dos dados globais médios da amostra em investigação, o *Durbin-Watson*. Tendo em conta a dimensão da amostra, 737 observações, o indicador *Durbin-Watson* apresenta valores compreendidos entre 1,297 e 1,314 o que poderá resultar num teste inconclusivo na decisão sobre a independência dos resíduos, por este motivo, houve necessidade de analisar os modelos anualmente. Com o objetivo de explicar, se a reta de regressão se ajusta, de maneira satisfatória, ao conjunto de dados, foi calculado o coeficiente de determinação R^2 . O coeficiente R^2 representa a proporção da variabilidade de y , explicada por x . Os resultados encontrados na Tabela 8, apresentam valores de R^2 compreendidos entre 0,34 para o modelo 1, e de 0,349 para o modelo 3. Tais resultados explicam que, aproximadamente 34% da rentabilidade dos ativos é explicada pelas variáveis independentes utilizadas nos modelos.

Tabela 8 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como proxy ROA)

Variáveis Indep.	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Constante</i>	-0,004	0,005	-0,005	-0,003	-0,001	-0,008
<i>sig.</i>	0,374	0,417	0,340	0,618	0,890	0,186
EENC	0,009	0,009	0,009	0,010	0,010	0,009
<i>sig.</i>	0,001	0,001	0,001	<0,001	<0,001	0,001
RA	0,020	0,020	0,021	0,020	0,021	0,020
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
VAB	0,100	0,097	0,102	0,099	0,097	0,099
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
AF	0,027	0,027	0,029	0,028	0,028	0,027
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
EANC	-0,008	-0,008	-0,008	-0,008	-0,008	-0,008
<i>sig.</i>	0,005	0,002	0,003	0,004	0,005	0,003
LG	-0,015	-0,015	-0,014	-0,015	-0,015	-0,015
<i>sig.</i>	0,001	0,001	0,001	0,001	<0,001	<0,001
GFF	-0,012	-0,011	-0,013	-0,012	-0,012	-0,012
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
<i>Dummy(te)</i>	0,028	0,028	0,024	0,030	0,034	0,027
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
<i>Dummy(prof)</i>	-	-0,014	-	-	-	-
<i>sig.</i>	-	0,009	-	-	-	-
<i>Dummy(sg)</i>	-	-	0,023	-	-	-
<i>sig.</i>	-	-	0,001	-	-	-
<i>Dummy(mcg)</i>	-	-	-	-0,007	-	-
<i>sig.</i>	-	-	-	0,169	-	-
<i>Dummy(ceo)</i>	-	-	-	-	-0,011	-
<i>sig.</i>	-	-	-	-	0,168	-
<i>Dummy(dim)</i>	-	-	-	-	-	0,006
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	0,315
Coef. Correlação	0,583	0,589	0,591	0,585	0,585	0,584
Coef. Determinação	0,340	0,346	0,349	0,342	0,342	0,341
Coef. Det. Ajustado	0,333	0,338	0,341	0,334	0,334	0,333
<i>Durbin-Watson</i>	1,297	1,297	1,314	1,297	1,298	1,304
Estatística F	46,907	42,801	43,392	41,957	41,958	41,808
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,393	1,393	1,398	1,399	1,880	1,397
Observações	737	737	737	737	737	737

Fonte: Elaboração própria

3.3.1.2. Modelo para os anos em análise – proxy o ROA

Os resultados das regressões lineares anuais, encontram-se na Tabela 9 para os modelos de 1 a 3 e na Tabela 10 para os modelos de 4 a 6 associados à variável dependente ROA. Verifica-se que os modelos são estatisticamente significativos em todos os anos em análise e o poder de explicação destes varia entre 27,3% no ano 2012 (nos modelos 1 e 4) e 42,2% no ano 2016, para o modelo 3. A estatística de *Durbin-Watson*, por ano, apresenta valores compreendidos entre 1,738 e 2,169, o que indicia ausência de autocorrelação, por ano.

Passando à análise da variável EENC, esta não é estatisticamente significativa e o sinal da variável é consistente em todos os anos, apresentando sempre um sinal positivo. A variável RA é estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5%, para os modelos de 1 a 6 para o ano de 2016, é estatisticamente significativa a um nível de significância *p-value* <0,001 nos anos 2014, 2015 e 2017, assim como é estatisticamente significativa, a um nível de significância de 10% no ano de 2013, à exceção do ano 2012 que não se revela significativa. O sinal da variável exibe sempre um sinal positivo. A variação em um ponto percentual na RA, faz aumentar a rendibilidade do ativo em 0,038 no ano de 2015 no modelo 1.

Em relação à variável VAB, esta apresenta sempre sinal positivo e é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% em todos os anos, exceto no ano de 2012 que é uma variável estatisticamente significativa a um nível de significância *p-value* <0,001. Deste modo, pode-se afirmar que a variação em um ponto percentual no VAB, faz aumentar a rendibilidade do ativo em 1,51% no ano de 2012 no modelo 1.

Relativamente à variável AF, apresenta sempre sinal positivo e é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para todos os anos à exceção do ano de 2014 para os modelos 1, 2, 4, 5 e 6, que não se revela significativa.

A variável EANC, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10% apenas para o ano de 2013 nos modelos 1, 3, 4 e 5, com sinal negativo.

No que respeita à variável LG, apresenta sempre o sinal negativo e apresenta significância estatística a um nível de significância de 5% para o ano de 2017 em todos os modelos.

A variável independente GFF, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para todos os anos à exceção do ano de 2013 que não é significativo, com sinal sempre negativo.

A variável *dummy_{1e}* (tipo de empresa), estudada no modelo 1, sendo estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5% para os anos à exceção dos anos de 2012 e 2014. Observa-se que o sinal da variável é consistente, apresentando sempre um sinal positivo, tal como expetável, na medida em que o desempenho económico-financeiro das empresas é melhor nas EF do que nas EnF.

A variável *dummy*_{prof} (profissionalização da gestão), estudada no modelo 2, o ano de 2012 é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10%. Quanto aos anos de 2013 e 2017 são estatisticamente significativos, para um nível de significância de 5%, o sinal obtido mantém-se diferente do previsto. Logo, existem evidências que permitem concluir que a profissionalização da gestão tem um impacto negativo no desempenho económico-financeiro das EF em análise.

A variável *dummy*_{sg} (sucessão de gerações), estudada no modelo 3, sendo estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para os anos de 2014 e 2016, com sinal positivo. Apura-se assim que o desempenho pode ser positivamente influenciado pela sucessão de uma geração para a geração seguinte nas EF, tal como expectável.

O modelo de *Corporate Governance*, variável estudada no modelo 4, não é estatisticamente significativa, assim como a relação obtida não é a expectável, pois era esperado obter uma relação positiva entre o facto de possuir modelo de *Corporate Governance* havia impacto positivo mais significativo nas EF do que nas EnF.

A variável *dummy*_{ceo} (CEO), estudada no modelo 5, sendo estatisticamente significativa, a um nível de significância de 10%, para o ano de 2017, com sinal negativo. A relação obtida corresponde à inicialmente prevista, pois era esperado que a existência de um CEO interno à família reduzisse o desempenho económico-financeiro da empresa e efetivamente esta *dummy* apresenta sinal negativo.

A variável *dummy*_{dim} (dimensão), é estudada no modelo 6, não é estatisticamente significativa em nenhuma das variáveis dependentes estudadas, assim como a relação obtida negativa não é a prevista nos anos 2013, pois era esperado que as microempresas familiares apresentassem um melhor desempenho económico-financeiro comparativamente com as pequenas e médias EF.

Tabela 9 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – ROA

Variáveis Indep.	Modelo 1						Modelo 2						Modelo 3					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	0,002	-0,009	0,010	-0,009	0,004	-0,008	0,017	0,008	0,013	-0,001	0,005	0,014	0,001	-0,008	0,010	-0,009	0,003	-0,009
<i>sig.</i>	0,902	0,479	0,352	0,453	0,695	0,500	0,354	0,588	0,318	0,924	0,713	0,331	0,935	0,526	0,328	0,434	0,770	0,464
EENC	0,004	0,007	0,004	0,005	0,008	0,013	0,004	0,006	0,004	0,005	0,008	0,014	0,003	0,007	0,003	0,005	0,007	0,013
<i>sig.</i>	0,703	0,322	0,508	0,468	0,200	0,071	0,647	0,348	0,544	0,473	0,201	0,042	0,724	0,345	0,658	0,488	0,234	0,070
RA	0,002	0,019	0,035	0,038	0,024	0,034	0,002	0,020	0,035	0,038	0,024	0,036	0,001	0,018	0,037	0,038	0,025	0,035
<i>sig.</i>	0,906	0,097	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	0,862	0,075	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	0,922	0,100	<0,001	<0,001	0,001	<0,001
VAB	0,151	0,080	0,055	0,066	0,080	0,075	0,139	0,066	0,054	0,064	0,080	0,070	0,149	0,085	0,061	0,068	0,081	0,076
<i>sig.</i>	<0,001	0,003	0,016	0,005	0,002	0,007	<0,001	0,015	0,021	0,007	0,002	0,009	<0,001	0,002	0,006	0,004	0,001	0,006
AF	0,031	0,031	0,013	0,025	0,030	0,019	0,029	0,031	0,013	0,024	0,030	0,018	0,031	0,030	0,017	0,026	0,030	0,021
<i>sig.</i>	0,046	0,006	0,137	0,016	0,001	0,055	0,059	0,005	0,153	0,020	0,001	0,072	0,050	0,007	0,055	0,014	0,001	0,043
EANC	-0,010	-0,013	-0,005	0,001	-0,007	0,004	-0,011	-0,015	-0,005	0,001	-0,007	0,004	-0,010	-0,013	-0,004	0,001	-0,008	0,004
<i>sig.</i>	0,244	0,082	0,453	0,892	0,239	0,523	0,190	0,047	0,436	0,924	0,240	0,539	0,275	0,070	0,531	0,908	0,188	0,551
LG	-0,001	-0,006	0,001	-0,032	-0,004	-0,045	-0,003	-0,009	0,002	-0,031	-0,004	-0,043	-0,003	-0,003	0,005	-0,029	-0,001	-0,045
<i>sig.</i>	0,976	0,719	0,916	0,118	0,766	0,003	0,924	0,553	0,887	0,123	0,768	0,003	0,935	0,859	0,704	0,155	0,945	0,003
GFF	-0,011	-0,006	-0,010	-0,017	-0,020	-0,019	-0,010	-0,004	-0,010	-0,017	-0,020	-0,018	-0,010	-0,008	-0,014	-0,018	-0,021	-0,020
<i>sig.</i>	0,031	0,220	0,034	0,009	0,005	0,048	0,056	0,385	0,047	0,013	0,006	0,053	0,056	0,125	0,005	0,007	0,003	0,035
<i>Dummy(te)</i>	0,020	0,025	0,013	0,028	0,026	0,036	0,021	0,026	0,014	0,028	0,026	0,036	0,022	0,021	0,006	0,026	0,021	0,034
<i>sig.</i>	0,235	0,068	0,268	0,033	0,029	0,007	0,192	0,049	0,259	0,033	0,029	0,006	0,195	0,135	0,598	0,051	0,075	0,014
<i>Dummy(prof)</i>	-	-	-	-	-	-	-0,025	-0,026	-0,005	-0,010	-0,001	-0,029	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>							0,085	0,045	0,685	0,399	0,932	0,018						
<i>Dummy(sg)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,015	0,023	0,044	0,014	0,037	0,017
<i>sig.</i>													0,493	0,192	0,003	0,389	0,007	0,275
Coef. Correlação	0,571	0,598	0,605	0,625	0,656	0,586	0,588	0,618	0,606	0,628	0,656	0,613	0,573	0,607	0,644	0,628	0,683	0,592
Coef. Determinação	0,326	0,368	0,366	0,391	0,430	0,343	0,450	0,382	0,367	0,395	0,430	0,376	0,329	0,368	0,415	0,395	0,466	0,350
Coef. Det. Ajustado	0,273	0,310	0,320	0,347	0,389	0,296	0,287	0,329	0,315	0,345	0,383	0,325	0,269	0,314	0,367	0,345	0,422	0,297
<i>Durbin-Watson</i>	2,009	1,758	1,897	1,945	1,832	2,140	2,034	1,771	1,896	1,979	1,830	2,139	2,011	1,774	1,910	1,943	1,893	2,153
Estatística F	6,158	7,392	8,015	8,900	10,466	7,252	5,919	7,220	7,089	7,971	9,221	7,368	5,498	6,807	8,659	7,977	10,667	6,591
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	2,052	1,991	1,647	1,594	1,632	1,640	2,056	1,995	1,661	1,595	1,636	1,644	2,055	1,991	1,660	1,628	1,638	1,640
Observações	111	115	120	120	120	120	111	115	120	120	120	120	111	115	120	120	120	120

Fonte: Elaboração própria

Tabela 10 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – ROA

Variáveis Indep.	Modelo 4						Modelo 5						Modelo 6					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Constante	0,004	-0,008	0,013	-0,004	0,004	-0,004	0,004	-0,014	0,011	-0,007	0,003	0,002	-0,003	0,001	0,002	-0,020	0,001	-0,013
sig.	0,829	0,532	0,267	0,763	0,691	0,749	0,821	0,319	0,359	0,628	0,773	0,852	0,892	0,950	0,902	0,199	0,919	0,399
EENC	0,006	0,007	0,005	0,005	0,008	0,014	0,004	0,006	0,004	0,005	0,008	0,014	0,004	0,006	0,005	0,005	0,008	0,013
sig.	0,558	0,318	0,458	0,452	0,202	0,052	0,716	0,363	0,499	0,440	0,221	0,042	0,679	0,371	0,418	0,433	0,204	0,071
RA	0,003	0,019	0,036	0,039	0,024	0,035	0,002	0,016	0,036	0,038	0,024	0,036	0,002	0,020	0,034	0,037	0,024	0,033
sig.	0,823	0,095	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	0,899	0,157	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	0,900	0,084	<0,001	<0,001	0,002	0,001
VAB	0,145	0,079	0,053	0,065	0,080	0,074	0,150	0,086	0,054	0,063	0,081	0,062	0,150	0,080	0,053	0,063	0,079	0,075
sig.	<0,001	0,004	0,022	0,005	0,002	0,007	<0,001	0,002	0,025	0,009	0,002	0,027	<0,001	0,003	0,021	0,007	0,002	0,007
AF	0,031	0,031	0,013	0,024	0,030	0,019	0,031	0,030	0,013	0,026	0,030	0,021	0,032	0,030	0,014	0,026	0,030	0,020
sig.	0,046	0,006	0,154	0,020	0,001	0,055	0,049	0,007	0,136	0,016	0,002	0,034	0,044	0,008	0,112	0,013	0,001	0,052
EANC	-0,011	-0,013	-0,005	0,000	-0,007	0,004	-0,010	-0,014	-0,005	0,001	-0,007	0,005	-0,010	-0,012	-0,006	0,000	-0,007	0,004
sig.	0,224	0,081	0,446	0,983	0,240	0,596	0,246	0,068	0,460	0,891	0,239	0,458	0,240	0,107	0,351	0,986	0,231	0,595
LG	-0,007	-0,006	0,002	-0,030	-0,005	-0,046	0,000	-0,004	0,001	-0,033	-0,004	-0,048	-0,002	-0,004	-0,001	-0,034	-0,005	-0,045
sig.	0,847	0,716	0,848	0,140	0,762	0,002	0,992	0,823	0,926	0,111	0,812	0,001	0,956	0,793	0,922	0,094	0,748	0,003
GFF	-0,010	-0,006	-0,009	-0,016	-0,020	-0,017	-0,011	-0,007	-0,010	-0,017	-0,020	-0,016	-0,011	-0,005	-0,011	-0,018	-0,020	-0,019
sig.	0,043	0,243	0,057	0,013	0,006	0,064	0,035	0,187	0,040	0,010	0,006	0,084	0,030	0,284	0,026	0,007	0,005	0,043
Dummy(te)	0,027	0,026	0,018	0,034	0,027	0,042	0,025	0,015	0,016	0,033	0,025	0,058	0,019	0,026	0,012	0,027	0,026	0,036
sig.	0,137	0,072	0,177	0,015	0,037	0,003	0,335	0,429	0,378	0,071	0,127	0,002	0,238	0,059	0,323	0,046	0,032	0,009
Dummy(mcg)	-0,015	-0,003	-0,01	-0,016	-0,001	-0,015	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
sig.	0,314	0,821	0,363	0,182	0,940	0,204	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dummy(ceo)	-	-	-	-	-	-	-0,008	0,016	-0,003	-0,007	0,003	-0,034	-	-	-	-	-	-
sig.	-	-	-	-	-	-	0,785	0,418	0,866	0,719	0,880	0,089	-	-	-	-	-	-
Dummy(dim)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,006	-0,013	0,012	0,015	0,004	0,007
sig.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,717	0,345	0,353	0,262	0,760	0,610
Coef. Correlação	0,577	0,599	0,609	0,633	0,656	0,594	0,571	0,602	0,605	0,626	0,656	0,600	0,571	0,603	0,609	0,631	0,656	0,587
Coef. Determinação	0,332	0,358	0,371	0,401	0,430	0,353	0,326	0,362	0,366	0,392	0,430	0,360	0,327	0,364	0,371	0,398	0,430	0,345
Coef. Det. Ajustado	0,273	0,303	0,319	0,352	0,383	0,300	0,266	0,307	0,314	0,342	0,383	0,308	0,267	0,309	0,320	0,348	0,384	0,291
Durbin-Watson	2,023	1,759	1,905	1,943	1,830	2,169	2,002	1,738	1,893	1,935	1,835	2,060	2,026	1,768	1,907	1,956	1,840	2,139
Estatística F	5,589	6,517	7,206	8,169	9,221	6,664	5,432	6,623	7,065	7,864	9,224	6,887	5,442	6,664	7,213	8,072	9,238	6,432
p-value	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	2,148	2,014	1,662	1,602	1,639	1,642	2,664	2,116	2,262	2,065	2,051	2,119	2,073	2,003	1,727	1,614	1,635	1,641
Observações	111	115	120	120	120	120	111	115	120	120	120	120	111	115	120	120	120	120

Fonte: Elaboração própria

3.3.2. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - *proxy* o ROE

Considerando que, ROE (retorno dos capitais próprios) é uma métrica de cálculo a partir da divisão do lucro líquido pelos capitais próprios, isto é, permite identificar problemas ou apenas certificar que não existe nenhum desequilíbrio entre o lucro e os capitais próprios das empresas. Neste ponto 3.3.2, serão analisados os fatores explicativos do desempenho económico-financeiro das empresas em estudo, para o período de análise de 2012 a 2017, com o *proxy* o ROE. No ponto 3.3.2.1, será possível verificar a evolução, através do modelo global, dos modelos 1 a 6, com os dados médios do período em análise e no ponto 3.3.2.2, será analisado cada modelo por cada ano em estudo.

3.3.2.1. Modelo global - *proxy* o ROE

Tal como verificado no indicador de desempenho anterior, no modelo global foi possível verificar uma limitação para a utilização dos dados globais médios da amostra em investigação, o *Durbin-Watson*. Em todos os modelos o coeficiente de determinação ajustado (R^2_a) é muito reduzido, cerca de 18% apenas, enquanto o teste *Durbin-Watson* está compreendido entre 1,675 e 1,688, para uma amostra de 737 observações. Os resultados encontrados na Tabela 11, apresentam valores de R^2 compreendidos entre 0,178 e de 0,185 para o modelo 5. Tais resultados explicam que, apenas 18% da rentabilidade dos capitais próprios é explicada pelas variáveis independentes utilizadas nos modelos.

Analisando a Tabela 11, a variável $dummy_{te}$ (tipo de empresa); a variável $dummy_{prof}$ (profissionalização da gestão), estudada no modelo 2; a variável $dummy_{sg}$ (sucessão de gerações), estudada no modelo 3; o modelo de *Corporate Governance*, variável estudada no modelo 4; a variável $dummy_{ceo}$ (CEO), estudada no modelo 5 e a variável $dummy_{dim}$ (dimensão), estudada no modelo 6, são irrelevantes uma vez que, não são estatisticamente significativas.

Tabela 11 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como proxy ROE)

Variáveis Indep.	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Constante</i>	0,007	0,026	0,007	0,002	-0,017	0,005
<i>sig.</i>	0,715	0,240	0,718	0,894	0,394	0,840
EENC	0,020	0,020	0,020	0,019	0,018	0,020
<i>sig.</i>	0,037	0,037	0,038	0,047	0,056	0,037
RA	0,041	0,041	0,041	0,041	0,037	0,041
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001
VAB	0,303	0,295	0,303	0,306	0,321	0,303
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
AF	-0,003	-0,004	-0,003	-0,004	-0,005	-0,003
<i>sig.</i>	0,723	0,639	0,725	0,651	0,622	0,727
EANC	-0,032	-0,033	-0,032	-0,031	-0,033	-0,032
<i>sig.</i>	0,001	0,001	0,001	0,002	0,001	0,001
LG	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,003	-0,006
<i>sig.</i>	0,719	0,727	0,734	0,714	0,855	0,713
GFF	-0,031	-0,03	-0,032	-0,032	-0,033	-0,032
<i>sig.</i>	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
<i>Dummy(te)</i>	0,051	0,052	0,051	0,046	0,005	0,051
<i>sig.</i>	0,012	0,011	0,015	0,035	0,855	0,013
<i>Dummy(prof)</i>	-	-0,028	-	-	-	-
<i>sig.</i>	-	0,134	-	-	-	-
<i>Dummy(sg)</i>	-	-	0,005	-	-	-
<i>sig.</i>	-	-	0,845	-	-	-
<i>Dummy(mcg)</i>	-	-	-	0,075	-	-
<i>sig.</i>	-	-	-	0,011	-	-
<i>Dummy(ceo)</i>	-	-	-	-	0,075	-
<i>sig.</i>	-	-	-	-	0,011	-
<i>Dummy(dim)</i>	-	-	-	-	-	0,003
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	0,898
Coef. Correlação	0,422	0,425	0,422	0,423	0,43	0,422
Coef. Determinação	0,178	0,181	0,178	0,179	0,185	0,178
Coef. Det. Ajustado	0,169	0,170	0,168	0,169	0,175	0,168
<i>Durbin-Watson</i>	1,677	1,675	1,677	1,678	1,688	1,677
Estatística F	19,717	17,807	17,507	17,605	18,378	17,504
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,379	1,389	1,382	1,387	1,889	1,401
Observações	737	737	737	737	737	737

Fonte: Elaboração própria

3.3.2.2. Modelo para os anos em análise – proxy o ROE

Os resultados das regressões lineares anuais, encontram-se na Tabela 12 para os modelos de 1 a 3 e na Tabela 13 para os modelos de 4 a 6 associados à variável dependente ROE. Os modelos são estatisticamente significativos, onde o poder explicativo varia de um mínimo de 13,8%, para o modelo 2, no ano 2016 e máximo de 33,2%, também no modelo 2 mas no ano 2017. A estatística de *Durbin-Watson* varia entre 1,810 (modelo 3, ano 2013) e 2,480 (modelo 2, ano 2017).

Ao analisar a variável EENC, esta é estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5%, para os modelos de 1 a 6, para os anos de 2014 e 2017. Os restantes anos 2012, 2013, 2015 e 2016 não são estatisticamente significativos e apresenta sempre um sinal positivo, exceto no ano de 2015 que tem sinal negativo.

A variável RA, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para os modelos de 1 a 6 para os anos de 2014 e 2015. Para o ano de 2017 é uma variável estatisticamente significativa a um nível de significância *p-value* <0,001, os restantes anos 2012, 2013 e 2016 não são estatisticamente significativos. O sinal da variável é sempre positivo, à exceção do ano 2012 que tem sinal negativo.

A variável VAB, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para os modelos de 1 a 6 para os anos de 2014, 2015, 2016 e 2017 e o sinal da variável é sempre positivo. Para o ano de 2012 é uma variável estatisticamente significativa a um nível de significância *p-value* <0,001, o ano 2013 não é estatisticamente significativo. A variação em um ponto percentual no VAB, faz aumentar a rentabilidade dos capitais próprios em 0,521 no ano de 2012.

A variável AF, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para os modelos de 1 a 6 apenas para o ano de 2013. Os restantes anos 2012, 2014, 2015, 2016 e 2017 não são estatisticamente significativos. O sinal da variável é sempre positivo.

A variável EANC, apresenta sempre o sinal negativo e é estatisticamente significativa a um nível de significância *p-value* <0,001 para os modelos de 1 a 6 apenas para o ano de 2013. Os restantes anos 2012, 2014, 2015, 2016 e 2017 não são estatisticamente significativos. A variação em um ponto percentual na EANC, faz diminuir a rentabilidade dos capitais próprios em 0,089 no ano de 2013.

A variável LG, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para os modelos de 1 a 6 apenas para o ano de 2017. Os restantes anos 2012, 2013, 2014, 2015 e 2016 não são estatisticamente significativos. O sinal da variável é negativo exceto nos anos de 2012 e 2015.

A variável GFF, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para os modelos de 1 a 6 apenas para o ano de 2013. Os restantes anos 2012, 2014, 2015, 2016 e 2017 não são estatisticamente significativos. O sinal da variável é negativo exceto no ano de 2013 que apresenta sinal positivo.

A variável $dummy_{te}$ (tipo de empresa), sendo estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% apenas para o ano 2017, os restantes anos de 2012, 2013, 2014, 2015 e 2016 uma vez que apresentam significância estatística a um nível de significância superior a 5%, logo não significativa. Observa-se que o sinal da variável é consistente, apresentando sempre um sinal positivo, tal como expectável, na medida em que o desempenho económico-financeiro das empresas é melhor nas EF do que nas EnF.

A variável $dummy_{prof}$ (profissionalização da gestão), estudada no modelo 2, o ano de 2017 é estatisticamente significativo para um nível de significância de 5%, o sinal obtido é negativo, logo, diferente do previsto. Assim, a profissionalização da gestão não tem um impacto positivo no desempenho económico-financeiro, maior nas EF do que nas EnF.

A variável $dummy_{sg}$ (sucessão de gerações), estudada no modelo 3, não é estatisticamente significativa em nenhum dos anos do período de análise. Não podemos concluir se o desempenho é ou não positivamente influenciado pela sucessão de uma geração para a geração seguinte nas EF.

O modelo de *Corporate Governance*, variável estudada no modelo 4, não é estatisticamente significativa, assim como a relação obtida não é a expectável, pois era esperado obter uma relação positiva entre o facto de possuir modelo de *corporate governance* havia impacto positivo mais significativo nas EF do que nas EnF.

A variável $dummy_{ceo}$ (CEO), estudada no modelo 5, não é estatisticamente significativa em nenhum dos anos em estudo. Não podemos concluir se a existência de um CEO interno à família reduz o desempenho económico-financeiro da empresa.

A variável $dummy_{dim}$ (dimensão), é estudada no modelo 6, não é estatisticamente significativa em nenhuma das variáveis dependentes estudadas, logo não podemos concluir que as microempresas familiares apresentem um melhor desempenho económico-financeiro comparativamente com as pequenas e médias EF.

Tabela 12 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – ROE

Variáveis Indep.	Modelo 1						Modelo 2						Modelo 3					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	-0,017	-0,063	0,035	0,040	0,039	0,016	0,032	-0,011	0,047	0,033	0,034	0,063	-0,015	-0,064	0,030	0,044	0,037	0,016
<i>sig.</i>	0,725	0,145	0,338	0,272	0,291	0,564	0,574	0,830	0,269	0,466	0,453	0,065	0,748	0,139	0,408	0,219	0,316	0,576
EENC	0,013	0,027	0,039	-0,025	0,028	0,046	0,013	0,027	0,038	-0,026	0,028	0,051	0,011	0,026	0,037	-0,024	0,027	0,046
<i>sig.</i>	0,584	0,226	0,029	0,180	0,122	0,006	0,591	0,220	0,032	0,181	0,129	0,002	0,630	0,250	0,040	0,195	0,146	0,006
RA	-0,029	0,023	0,078	0,068	0,045	0,076	-0,027	0,029	0,079	0,068	0,045	0,075	-0,031	0,024	0,080	0,067	0,047	0,077
<i>sig.</i>	0,380	0,375	0,002	0,007	0,097	<0,001	0,421	0,269	0,002	0,007	0,099	<0,001	0,365	0,364	0,002	0,007	0,091	<0,001
VAB	0,521	0,110	0,219	0,197	0,171	0,202	0,494	0,084	0,211	0,201	0,172	0,190	0,521	0,110	0,219	0,192	0,171	0,202
<i>sig.</i>	<0,001	0,201	0,010	0,018	0,038	0,001	<0,001	0,331	0,015	0,018	0,039	0,001	<0,001	0,203	0,010	0,020	0,039	0,001
AF	0,041	0,080	0,032	0,003	0,005	0,011	0,037	0,078	0,031	0,003	0,005	0,008	0,037	0,081	0,038	-0,004	0,004	0,012
<i>sig.</i>	0,229	0,012	0,269	0,924	0,870	0,664	0,276	0,013	0,272	0,910	0,862	0,753	0,284	0,011	0,183	0,885	0,904	0,633
EANC	-0,029	-0,089	-0,030	-0,009	-0,030	-0,004	-0,030	-0,092	-0,032	-0,009	-0,030	-0,006	-0,027	-0,089	-0,030	-0,006	-0,031	-0,004
<i>sig.</i>	0,254	<0,001	0,114	0,624	0,125	0,810	0,226	<0,001	0,104	0,634	0,129	0,672	0,296	<0,001	0,114	0,734	0,115	0,798
LG	0,003	-0,028	-0,011	0,021	-0,021	-0,068	0,007	-0,037	-0,012	0,021	-0,021	-0,075	0,002	-0,023	-0,007	0,016	-0,016	-0,068
<i>sig.</i>	0,921	0,583	0,636	0,411	0,610	0,030	0,815	0,457	0,635	0,412	0,607	0,015	0,931	0,648	0,762	0,535	0,686	0,030
GFF	-3,195	3,018	-1,375	-1,487	-0,158	-1,925	-3,149	3,115	-1,306	-1,507	-0,145	-2,129	-3,183	3,052	-1,268	-1,715	-0,049	-1,950
<i>sig.</i>	0,052	0,009	0,306	0,309	0,928	0,077	0,053	0,006	0,334	0,306	0,935	0,047	0,053	0,008	0,344	0,242	0,978	0,075
<i>Dummy(te)</i>	0,069	0,053	0,025	0,025	0,045	0,064	0,070	0,056	0,025	0,025	0,045	0,064	0,073	0,049	0,018	0,035	0,041	0,062
<i>sig.</i>	0,154	0,248	0,484	0,507	0,242	0,027	0,148	0,218	0,480	0,503	0,243	0,024	0,134	0,292	0,623	0,356	0,293	0,037
<i>Dummy(prof)</i>	-	-	-	-	-	-	-0,072	-0,077	-0,019	0,010	0,006	-0,062	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>							0,106	0,076	0,574	0,787	0,852	0,021						
<i>Dummy(sg)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,043	0,032	0,062	-0,066	0,033	0,015
<i>sig.</i>													0,505	0,566	0,172	0,156	0,493	0,664
Coef. Correlação	0,569	0,519	0,567	0,480	0,451	0,594	0,583	0,539	0,569	0,48	0,451	0,62	0,571	0,521	0,577	0,494	0,455	0,595
Coef. Determinação	0,323	0,269	0,322	0,230	0,204	0,352	0,340	0,291	0,324	0,231	0,204	0,384	0,326	0,271	0,333	0,244	0,207	0,354
Coef. Det. Ajustado	0,274	0,214	0,273	0,175	0,146	0,304	0,285	0,230	0,269	0,168	0,138	0,332	0,270	0,209	0,279	0,183	0,142	0,299
<i>Durbin-Watson</i>	1,907	1,825	1,987	1,826	1,880	2,405	1,891	1,825	1,982	1,816	1,879	2,484	1,902	1,810	1,987	1,822	1,888	2,399
Estatística F	6,510	4,923	6,586	4,153	3,515	7,346	6,171	4,823	5,854	3,669	3,101	7,406	5,807	4,385	6,111	3,953	3,162	6,502
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,002	<0,001
Máximo VIF	1,448	1,999	1,610	1,494	1,794	1,943	1,450	2,001	1,627	1,498	1,794	1,944	1,471	2,011	1,610	1,476	1,800	1,975
Observações	118	116	120	120	119	117	118	116	120	120	119	117	118	116	120	120	119	117

Fonte: Elaboração própria

Tabela 13 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – ROE

Variáveis Indep.	Modelo 4						Modelo 5						Modelo 6					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	-0,012	-0,069	0,030	0,049	0,032	0,007	-0,002	-0,081	0,020	0,030	0,010	0,021	-0,001	-0,029	0,029	0,004	0,081	0,034
<i>sig.</i>	0,812	0,117	0,414	0,183	0,389	0,807	0,967	0,080	0,611	0,464	0,796	0,499	0,990	0,604	0,530	0,933	0,070	0,328
EENC	0,014	0,025	0,038	-0,026	0,027	0,042	0,014	0,024	0,037	-0,026	0,027	0,046	0,013	0,026	0,039	-0,026	0,030	0,046
<i>sig.</i>	0,560	0,262	0,034	0,170	0,138	0,011	0,568	0,292	0,039	0,170	0,133	0,006	0,593	0,244	0,029	0,164	0,101	0,005
RA	-0,025	0,020	0,074	0,071	0,044	0,075	-0,025	0,019	0,073	0,066	0,040	0,077	-0,030	0,021	0,078	0,067	0,047	0,079
<i>sig.</i>	0,465	0,465	0,004	0,005	0,106	<0,001	0,465	0,481	0,004	0,009	0,148	<0,001	0,372	0,417	0,002	0,008	0,087	<0,001
VAB	0,508	0,114	0,230	0,185	0,173	0,202	0,516	0,131	0,229	0,204	0,199	0,200	0,527	0,119	0,217	0,177	0,194	0,204
<i>sig.</i>	<0,001	0,187	0,008	0,026	0,037	0,001	<0,001	0,137	0,008	0,016	0,018	0,001	<0,001	0,168	0,012	0,035	0,020	0,001
AF	0,045	0,075	0,029	0,004	0,003	0,012	0,045	0,070	0,023	0,002	0,008	0,011	0,041	0,077	0,032	0,004	0,006	0,009
<i>sig.</i>	0,193	0,020	0,311	0,878	0,922	0,625	0,190	0,034	0,428	0,931	0,785	0,649	0,234	0,015	0,264	0,878	0,832	0,723
EANC	-0,028	-0,088	-0,030	-0,011	-0,029	-0,002	-0,028	-0,090	-0,030	-0,009	-0,030	-0,003	-0,028	-0,088	-0,031	-0,012	-0,028	-0,001
<i>sig.</i>	0,259	<0,001	0,122	0,549	0,150	0,902	0,276	<0,001	0,115	0,619	0,127	0,828	0,273	<0,001	0,114	0,532	0,158	0,973
LG	0,006	-0,025	-0,014	0,023	-0,019	-0,065	0,006	-0,016	-0,008	0,024	-0,011	-0,07	0,002	-0,023	-0,012	0,018	-0,015	-0,068
<i>sig.</i>	0,845	0,617	0,571	0,379	0,634	0,040	0,834	0,751	0,744	0,373	0,785	0,028	0,939	0,644	0,623	0,485	0,713	0,030
GFF	-2,920	2,885	-1,787	-1,096	-0,385	-1,815	-2,961	2,699	-1,762	-1,506	-0,313	-1,934	-3,199	2,981	-1,362	-1,512	0,135	-1,991
<i>sig.</i>	0,082	0,013	0,200	0,462	0,829	0,096	0,076	0,022	0,202	0,305	0,859	0,077	0,052	0,010	0,313	0,300	0,939	0,069
<i>Dummy(te)</i>	0,083	0,042	0,011	0,042	0,032	0,054	0,106	0,006	-0,018	0,008	-0,008	0,075	0,069	0,055	0,024	0,018	0,05	0,066
<i>sig.</i>	0,110	0,382	0,778	0,296	0,426	0,079	0,123	0,917	0,719	0,869	0,880	0,068	0,156	0,230	0,498	0,640	0,188	0,023
<i>Dummy(mcg)</i>	-0,034	0,029	0,037	-0,045	0,031	0,029	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>	0,445	0,482	0,266	0,206	0,364	0,262	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Dummy(ceo)</i>	-	-	-	-	-	-	-0,056	0,073	0,066	0,028	0,086	-0,016	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	-	0,448	0,279	0,228	0,611	0,133	0,717	-	-	-	-	-	-
<i>Dummy(dim)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,02	-0,044	0,007	0,052	-0,063	-0,025
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,681	0,348	0,845	0,191	0,102	0,393
Coef. Correlação	0,572	0,522	0,574	0,491	0,458	0,6	0,572	0,526	0,575	0,482	0,469	0,594	0,57	0,525	0,568	0,492	0,472	0,597
Coef. Determinação	0,327	0,272	0,330	0,242	0,210	0,360	0,327	0,277	0,331	0,232	0,220	0,353	0,324	0,275	0,322	0,242	0,223	0,357
Coef. Det. Ajustado	0,271	0,211	0,275	0,179	0,144	0,306	0,271	0,216	0,276	0,169	0,156	0,299	0,268	0,214	0,267	0,180	0,159	0,303
<i>Durbin-Watson</i>	1,906	1,839	1,970	1,793	1,903	2,360	1,888	1,846	2,042	1,831	1,859	2,397	1,902	1,845	1,987	1,912	1,823	2,399
Estatística F	5,830	4,411	6,007	3,892	3,212	6,688	5,828	4,515	6,043	3,696	3,416	6,492	5,761	4,470	5,808	3,908	3,474	6,595
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001
Máximo VIF	1,465	2,088	1,642	1,505	1,798	1,944	2,069	2,181	2,164	1,903	2,036	2,228	1,459	2,018	1,68	1,496	1,795	1,999
Observações	118	116	120	120	119	117	118	116	120	120	119	117	118	116	120	120	119	117

Fonte: Elaboração própria

3.3.3. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - *proxy* o FCF

Tendo em conta que, o FCF (*free cash flow*) visa analisar os recursos aplicados pelos investidores na empresa. Neste ponto 3.3.3, serão analisados os fatores explicativos do desempenho económico-financeiro das empresas em estudo, para o período de análise de 2012 a 2017, com o *proxy* o FCF. No ponto 3.3.3.1, será possível verificar a evolução, através do modelo global, dos modelos 1 a 6, com os dados médios do período em análise e no ponto 3.3.3.2, será analisado cada modelo por cada ano em estudo.

3.3.3.1. Modelo global - *proxy* o FCF

Os resultados encontrados na Tabela 14, apresentam valores de R^2 compreendidos entre 0,315 e 0,322 no modelo 2. Tais resultados explicam que, aproximadamente 32% dos fluxos de caixa são explicados pelas variáveis independentes utilizadas nos modelos. O coeficiente de determinação ajustado (R^2_a) está compreendido entre 30,7% e 31,4%, e o indicador *Durbin-Watson* apresenta valores compreendidos entre 1,208 e 1,222 para uma amostragem de 741 observações, o que indicia autocorrelação positiva. Por este facto foi feita análise aos modelos por ano de modo a verificar se a autocorrelação se mantém por ano.

Analisando a Tabela 14, a variável $dummy_{te}$ (tipo de empresa), é estatisticamente significativa, a um nível de significância $p-value < 0,001$ para todos os modelos e observa-se que o sinal da variável é positivo, tal como expetável, na medida em que o desempenho económico-financeiro das empresas é melhor nas EF do que nas EnF. A variável $dummy_{prof}$ (profissionalização da gestão), estudada no modelo 2, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 10%, apresentando sinal negativo. Logo, existem evidências que permitem concluir que a profissionalização da gestão tem um impacto negativo no desempenho económico-financeiro das EF em análise. A variável $dummy_{sg}$ (sucessão de gerações), estudada no modelo 3; o modelo de *Corporate Governance*, variável estudada no modelo 4; a variável $dummy_{ceo}$ (CEO), estudada no modelo 5 e a variável $dummy_{dim}$ (dimensão), estudada no modelo 6, são variáveis consideradas irrelevantes uma vez que, não são estatisticamente significativas.

Tabela 14 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como *proxy* FCF)

Variáveis Indep.		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Constante</i>		0,039	0,048	0,039	0,040	0,036	0,037
	<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
EENC		0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011
	<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
RA		0,028	0,028	0,028	0,028	0,027	0,028
	<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
VAB		0,091	0,087	0,092	0,090	0,094	0,091
	<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
AF		0,008	0,007	0,008	0,008	0,008	0,008
	<i>sig.</i>	0,005	0,009	0,004	0,004	0,007	0,005
EANC		0,001	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001
	<i>sig.</i>	0,754	0,936	0,817	0,817	0,778	0,800
LG		-0,013	-0,013	-0,012	-0,013	-0,012	-0,013
	<i>sig.</i>	0,002	0,002	0,004	0,002	0,003	0,002
GFF		-0,01	-0,009	-0,011	-0,009	-0,010	-0,010
	<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
<i>Dummy(te)</i>		0,034	0,035	0,032	0,036	0,029	0,034
	<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
<i>Dummy(prof)</i>		-	-0,014	-	-	-	-
	<i>sig.</i>	-	0,006	-	-	-	-
<i>Dummy(sg)</i>		-	-	0,015	-	-	-
	<i>sig.</i>	-	-	0,025	-	-	-
<i>Dummy(mcg)</i>		-	-	-	-0,005	-	-
	<i>sig.</i>	-	-	-	0,282	-	-
<i>Dummy(ceo)</i>		-	-	-	-	0,009	-
	<i>sig.</i>	-	-	-	-	0,236	-
<i>Dummy(dim)</i>		-	-	-	-	-	0,003
	<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	0,648
Coef. Correlação		0,561	0,568	0,566	0,562	0,563	0,562
Coef. Determinação		0,315	0,322	0,320	0,316	0,317	0,315
Coef. Det. Ajustado		0,308	0,314	0,312	0,308	0,308	0,307
<i>Durbin-Watson</i>		1,210	1,211	1,222	1,208	1,212	1,213
Estatística F		42,128	38,618	38,211	37,584	37,624	37,430
<i>p-value</i>		<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF		1,399	1,399	1,403	1,411	1,893	1,402
Observações		741	741	741	741	741	741

Fonte: Elaboração própria

3.3.3.2. Modelo para os anos em análise – proxy o FCF

Os resultados das regressões lineares anuais, encontram-se na Tabela 15 para os modelos de 1 a 3 e na Tabela 16 para os modelos de 4 a 6 associados à variável dependente FCF. Todos os modelos são estatisticamente significativos e tem um poder de explicação entre 34% e 47,2%. A estatística de *Durbin-Watson* varia entre 1,816 e 2,336.

Tomando em consideração o modelo 1, que relaciona as diferentes variáveis explicativas (independentes) financeiras ao nível do FCF, por ano, do período em análise, para todas as 148 empresas da amostra, observa-se que a EENC não é estatisticamente significativa (para um nível de significância de 5%) na maioria dos anos analisados com exceção de 2014 e 2017 em que apresenta um *p-value* de 0,023 e 0,014 respetivamente. Quanto ao sinal do coeficiente desta variável é positivo em todos os anos, exceto em 2013. De referir que este mesmo padrão se verifica nos restantes modelos (2 a 6).

Quanto à RA, esta é estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5% em todos os anos em análise e em todas as especificações dos modelos (de 1 a 6) com exceção do ano 2012, em que não é estatisticamente significativa.

Observa-se que o sinal da relação é positivo em qualquer dos anos analisados, o que significa que o aumento da RA contribuirá positivamente para o seu desempenho, medido pelos FCF. O coeficiente varia entre 0,007 (ano de 2012) e 0,048 (2017). A variação em um ponto percentual na RA, faz aumentar os fluxos de caixa em 0,048 no ano de 2017.

No que respeita ao VAB, esta é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% (sendo o *p-value* <0,001), para todos os modelos, em todos os anos exceto 2017 que não se revela uma variável significativa. O sinal da variável mantém-se positivo em todos os anos e modelos.

Em relação à AF, não é estatisticamente significativa nos anos 2013, 2014 e 2017 em todos os modelos e tem sinal negativo no ano de 2013.

A variável EANC, apenas é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para o ano de 2017, assim como aduz um sinal positivo.

A variável independente LG, apresenta sempre o sinal negativo e apresenta significância estatística a um nível de significância de 5% para o ano de 2017.

A variável independente de GFF, ostenta constantemente o sinal negativo e para os anos de 2012, 2013, 2014 e 2015 é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% para a variável FCF.

Em relação ao tipo de empresa (Dte), representada por uma *dummy*, em que assume o valor 1 se a empresa é familiar, é estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5% em todos os anos no modelo 1 considerando a variável dependente FCF.

Observa-se que o sinal da variável é consistente, apresentando sempre um sinal positivo, tal como expectável, na medida em que o desempenho económico-financeiro medido pelo FCF das empresas é melhor nas EF do que nas EnF.

No modelo 1, o coeficiente de determinação apresenta um mínimo de 0,391 em 2016 e um máximo de 0,504 no ano de 2013.

A variável *dummy*_{prof} (profissionalização da gestão), estudada no modelo 2, sendo que apresenta um nível de significância superior a 5%, em todos os anos, logo esta *dummy* é considerada não estatisticamente significativa na explicação ao nível do FCF. De notar que o sinal da variável é consistente em todos os anos, apresentando sempre um sinal negativo, à exceção do ano 2013 na variável FCF que tem sinal positivo, contudo estatisticamente não significativo. Logo, a profissionalização da gestão não tem um impacto positivo no desempenho económico-financeiro, maior nas EF do que nas EnF.

A variável *dummy*_{sg} (sucessão de gerações), estudada no modelo 3, apresenta um *p-value* >0.05, considerados não significativos. O coeficiente de determinação apresenta um mínimo de 0,401 em 2012 e um máximo de 0,516 no ano de 2013. Apuramos assim que o desempenho pode ser positivamente influenciado pela sucessão de uma geração para a seguinte nas EF, tal como expectável.

A variável *dummy*_{mCG} (modelo de *corporate governance*), estudada no modelo 4, não é estatisticamente significativa, assim como a relação obtida não é a expectável, pois era esperado obter uma relação positiva entre o facto de possuir modelo de *corporate governance* havia impacto positivo mais significativo nas EF do que nas EnF.

A variável *dummy*_{ceo} (CEO), estudada no modelo 5, apresenta um *p-value* >0.05, pelo que não é estatisticamente significativa. A variável *dummy*_{dim} (dimensão), estudada no modelo 6, não é estatisticamente significativa, assim como a relação obtida negativa não é a prevista nos anos de 2013, 2016 e 2017, pois era esperado que as microempresas familiares apresentassem um melhor desempenho económico-financeiro comparativamente com as pequenas e médias EF.

Tabela 15 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – FCF

Variáveis Indep.	Modelo 1						Modelo 2						Modelo 3					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	0,044	0,049	0,049	0,043	0,038	0,050	0,047	0,046	0,053	0,048	0,041	0,060	0,044	0,049	0,049	0,043	0,038	0,049
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
EENC	0,005	-0,001	0,010	0,009	0,008	0,014	0,005	-0,001	0,010	0,009	0,008	0,015	0,005	-0,001	0,010	0,009	0,008	0,014
<i>sig.</i>	0,288	0,801	0,023	0,107	0,142	0,014	0,293	0,813	0,027	0,106	0,139	0,009	0,297	0,085	0,025	0,100	0,144	0,013
RA	0,007	0,019	0,020	0,030	0,021	0,048	0,007	0,019	0,020	0,030	0,021	0,048	0,007	0,020	0,021	0,031	0,021	0,050
<i>sig.</i>	0,355	0,001	0,003	<0,001	<0,001	<0,001	0,343	0,002	0,003	<0,001	<0,001	<0,001	0,360	0,001	0,002	<0,001	<0,001	<0,001
VAB	0,133	0,146	0,106	0,128	0,086	0,038	0,131	0,151	0,104	0,126	0,085	0,036	0,133	0,149	0,107	0,130	0,087	0,038
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,109	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,125	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,103
AF	0,013	-0,006	0,004	0,016	0,017	0,012	0,013	-0,006	0,004	0,016	0,017	0,011	0,013	-0,006	0,005	0,017	0,018	0,014
<i>sig.</i>	0,028	0,123	0,513	0,046	0,041	0,149	0,030	0,123	0,533	0,051	0,043	0,167	0,030	0,131	0,421	0,035	0,037	0,103
EANC	0,001	-0,003	0,000	0,005	0,001	0,014	0,001	-0,002	-0,001	0,005	0,001	0,013	0,001	-0,003	0,000	0,005	0,001	0,013
<i>sig.</i>	0,844	0,488	0,919	0,336	0,804	0,018	0,879	0,541	0,863	0,360	0,816	0,023	0,839	0,430	0,946	0,370	0,870	0,020
LG	-0,008	0,010	-0,005	-0,010	-0,001	-0,022	-0,008	0,011	-0,005	-0,010	0,000	-0,023	-0,008	0,012	-0,004	-0,009	0,000	-0,022
<i>sig.</i>	0,241	0,234	0,420	0,167	0,963	0,051	0,253	0,210	0,426	0,166	0,975	0,041	0,242	0,167	0,458	0,204	0,979	0,046
GFF	-0,008	-0,009	-0,008	-0,014	-0,011	-0,012	-0,008	-0,009	-0,008	-0,014	-0,011	-0,012	-0,008	-0,01	-0,009	-0,015	-0,012	-0,014
<i>sig.</i>	0,015	0,005	0,029	0,014	0,133	0,123	0,020	0,004	0,043	0,019	0,144	0,129	0,020	0,002	0,018	0,010	0,104	0,084
<i>Dummy(te)</i>	0,024	0,023	0,024	0,029	0,039	0,025	0,024	0,023	0,024	0,029	0,039	0,026	0,024	0,020	0,022	0,027	0,036	0,021
<i>sig.</i>	0,029	0,005	0,010	0,011	0,001	0,033	0,029	0,006	0,009	0,011	0,001	0,026	0,031	0,014	0,020	0,020	0,002	0,069
<i>Dummy(prof)</i>	-	-	-	-	-	-	-0,004	0,005	-0,005	-0,006	-0,003	-0,015	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>							0,699	0,556	0,544	0,517	0,727	0,143						
<i>Dummy(sg)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,001	0,015	0,012	0,013	0,014	0,021
<i>sig.</i>													0,928	0,120	0,301	0,328	0,313	0,104
Coef. Correlação	0,633	0,710	0,642	0,643	0,626	0,638	0,634	0,711	0,643	0,645	0,626	0,647	0,633	0,718	0,646	0,648	0,630	0,649
Coef. Determinação	0,401	0,504	0,412	0,414	0,391	0,407	0,402	0,506	0,414	0,416	0,392	0,419	0,401	0,516	0,417	0,419	0,397	0,421
Coef. Det. Ajustado	0,355	0,464	0,368	0,370	0,345	0,362	0,350	0,460	0,365	0,367	0,340	0,369	0,349	0,472	0,369	0,370	0,346	0,372
<i>Durbin-Watson</i>	1,818	1,989	2,315	2,276	2,109	1,995	1,830	1,988	2,305	2,304	2,103	2,000	1,816	1,989	2,336	2,258	2,114	2,011
Estatística F	8,710	12,579	9,529	9,450	8,517	9,169	7,695	11,147	8,463	8,401	7,522	8,482	7,669	11,620	8,597	8,504	7,687	8,577
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,490	1,683	1,600	1,360	1,501	1,708	1,508	1,896	1,623	1,360	1,501	1,709	1,499	1,703	1,602	1,362	1,51	1,735
Observações	113	108	118	116	115	116	113	108	118	116	115	116	113	108	118	116	115	116

Fonte: Elaboração própria

Tabela 16 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – FCF

Variáveis Indep.	Modelo 4						Modelo 5						Modelo 6					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	0,040	0,046	0,051	0,045	0,041	0,053	0,040	0,046	0,050	0,041	0,034	0,049	0,042	0,057	0,046	0,043	0,044	0,055
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,002	<0,001	<0,001	0,001	0,001	<0,001
EENC	0,004	-0,002	0,010	0,009	0,008	0,015	0,005	-0,001	0,010	0,008	0,007	0,014	0,005	-0,001	0,010	0,009	0,008	0,014
<i>sig.</i>	0,399	0,678	0,021	0,106	0,118	0,009	0,298	0,741	0,023	0,131	0,193	0,017	0,284	0,072	0,021	0,108	0,142	0,015
RA	0,005	0,018	0,021	0,030	0,021	0,048	0,006	0,019	0,020	0,030	0,020	0,048	0,007	0,020	0,020	0,030	0,021	0,048
<i>sig.</i>	0,518	0,004	0,002	<0,001	<0,001	<0,001	0,432	0,002	0,003	<0,001	<0,001	<0,001	0,348	0,001	0,003	<0,001	<0,001	<0,001
VAB	0,139	0,152	0,104	0,127	0,085	0,037	0,134	0,148	0,106	0,129	0,090	0,038	0,132	0,146	0,105	0,128	0,088	0,039
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,117	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,115	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,102
AF	0,012	-0,007	0,004	0,016	0,017	0,012	0,013	-0,007	0,004	0,016	0,016	0,012	0,013	-0,007	0,005	0,016	0,017	0,011
<i>sig.</i>	0,042	0,081	0,513	0,050	0,039	0,148	0,035	0,106	0,500	0,052	0,068	0,156	0,027	0,093	0,477	0,047	0,052	0,172
EANC	0,002	-0,003	-0,001	0,004	0,001	0,013	0,001	-0,003	0,000	0,005	0,001	0,013	0,001	-0,002	-0,001	0,005	0,002	0,014
<i>sig.</i>	0,793	0,527	0,905	0,376	0,881	0,029	0,881	0,461	0,919	0,345	0,815	0,020	0,860	0,638	0,835	0,342	0,748	0,015
LG	-0,009	0,011	-0,005	-0,010	-0,001	-0,022	-0,008	0,011	-0,005	-0,009	0,002	-0,022	-0,008	0,011	-0,005	-0,010	0,001	-0,021
<i>sig.</i>	0,184	0,201	0,439	0,172	0,928	0,050	0,210	0,199	0,410	0,216	0,849	0,057	0,248	0,189	0,378	0,170	0,965	0,065
GFF	-0,009	-0,009	-0,008	-0,014	-0,01	-0,011	-0,009	-0,009	-0,008	-0,014	-0,011	-0,012	-0,008	-0,008	-0,008	-0,014	-0,01	-0,012
<i>sig.</i>	0,008	0,003	0,042	0,019	0,185	0,158	0,013	0,004	0,035	0,014	0,123	0,125	0,015	0,010	0,026	0,015	0,156	0,148
<i>Dummy(te)</i>	0,017	0,020	0,025	0,031	0,043	0,031	0,015	0,019	0,026	0,024	0,029	0,024	0,024	0,024	0,023	0,029	0,039	0,026
<i>sig.</i>	0,133	0,018	0,009	0,010	<0,001	0,013	0,320	0,080	0,051	0,117	0,049	0,149	0,030	0,003	0,013	0,012	0,001	0,028
<i>Dummy(mcg)</i>	0,015	0,009	-0,005	-0,005	-0,011	-0,014	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>	0,116	0,217	0,579	0,588	0,253	0,157	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Dummy(ceo)</i>	-	-	-	-	-	-	0,014	0,008	-0,003	0,007	0,015	0,002	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	-	0,378	0,499	0,834	0,652	0,326	0,930	-	-	-	-	-	-
<i>Dummy(dim)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,003	-0,012	0,005	0,001	-0,008	-0,008
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,806	0,128	0,582	0,949	0,497	0,490
Coef. Correlação	0,645	0,715	0,643	0,645	0,632	0,646	0,637	0,712	0,642	0,644	0,630	0,638	0,634	0,718	0,643	0,643	0,628	0,640
Coef. Determinação	0,415	0,512	0,413	0,416	0,399	0,418	0,406	0,506	0,412	0,415	0,397	0,407	0,402	0,516	0,413	0,414	0,394	0,409
Coef. Det. Ajustado	0,364	0,467	0,364	0,366	0,347	0,368	0,354	0,461	0,363	0,365	0,345	0,356	0,349	0,471	0,364	0,364	0,342	0,359
<i>Durbin-Watson</i>	1,851	2,013	2,300	2,268	2,036	1,962	1,827	2,022	2,305	2,288	2,122	1,997	1,820	1,971	2,309	2,277	2,096	1,976
Estatística F	8,133	11,413	8,451	8,377	7,740	8,455	7,813	11,171	8,401	8,360	7,677	8,076	7,679	11,597	8,450	8,322	7,584	8,164
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,492	1,754	1,602	1,360	1,506	1,709	1,990	1,821	2,227	2,032	1,916	2,339	1,499	1,684	1,665	1,363	1,509	1,714
Observações	113	108	118	116	115	116	113	108	118	116	115	116	113	108	118	116	115	116

Fonte: Elaboração própria

3.3.4. Fatores explicativos do desempenho económico-financeiro - *proxy* o EVA®

O indicador de desempenho EVA® (*economic value added*), tal como definido anteriormente, trata-se de um valor agregado que permite medir o valor criado por um agente económico. Neste ponto 3.3.4, serão analisados os fatores explicativos do desempenho económico-financeiro das empresas em estudo, para o período de análise de 2012 a 2017, com o *proxy* o EVA®. No ponto 3.3.4.1, será possível verificar a evolução, através do modelo global, dos modelos 1 a 6, com os dados médios do período em análise e no ponto 3.3.4.2, será analisado cada modelo por cada ano em estudo.

3.3.4.1. Modelo global - *proxy* o EVA®

Por fim, tal como nos modelos anteriores, também neste modelo global, foi possível verificar uma limitação para a utilização dos dados globais médios da amostra em investigação, o *Durbin-Watson*. Tendo em conta a dimensão da amostra, 735 observações, o indicador *Durbin-Watson* apresenta valores compreendidos entre 1,426 e 1,436 o que poderá resultar num teste inconclusivo na decisão sobre a independência dos resíduos, por este motivo, houve necessidade de analisar os modelos anualmente. Em todos os modelos o coeficiente de determinação ajustado (R^2_a) é muito reduzido, cerca de 19% apenas, para uma amostragem de 735 observações, o que indicia problemas de autocorrelação positiva. Assim, procedeu-se à análise dos modelos por ano, dentro do período de análise entre o ano de 2012 e 2017.

Analisando a Tabela 17, a variável $dummy_{te}$ (tipo de empresa), é estatisticamente significativa, a um nível de significância $p-value < 0,001$ para todos os modelos e observa-se que o sinal da variável é positivo, tal como expeável, na medida em que o desempenho económico-financeiro das empresas é melhor nas EF do que nas EnF. A variável $dummy_{prof}$ (profissionalização da gestão), estudada no modelo 2, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, apresentando sinal negativo. Logo, existem evidências que permitem concluir que a profissionalização da gestão tem um impacto negativo no desempenho económico-financeiro das EF em análise. Relativamente às variáveis $dummy_{sg}$ (sucessão de gerações), estudada no modelo 3; o modelo de *Corporate Governance*, variável estudada no modelo 4; a variável $dummy_{ceo}$ (CEO), estudada no modelo 5 e a variável $dummy_{dim}$ (dimensão), estudada no modelo 6, são variáveis consideradas irrelevantes uma vez que, não são estatisticamente significativas.

Tabela 17 – Resultados globais dos modelos da regressão linear (utilizando como *proxy* EVA®)

Variáveis Indep.	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Constante</i>	-0,016	-0,004	-0,016	-0,014	-0,013	-0,021
<i>sig.</i>	0,002	0,509	0,002	0,011	0,030	0,001
EENC	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
<i>sig.</i>	0,018	0,017	0,020	0,012	0,014	0,016
RA	0,029	0,028	0,029	0,029	0,029	0,028
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
VAB	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<i>sig.</i>	0,030	0,031	0,028	0,029	0,052	0,035
AF	0,006	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006
<i>sig.</i>	0,101	0,174	0,087	0,083	0,088	0,090
EANC	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005
<i>sig.</i>	0,111	0,058	0,102	0,082	0,113	0,077
LG	-0,024	-0,024	-0,023	-0,024	-0,025	-0,025
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
GFF	-0,005	-0,005	-0,006	-0,005	-0,005	-0,006
<i>sig.</i>	0,026	0,049	0,016	0,040	0,030	0,017
<i>Dummy</i> (te)	0,024	0,024	0,022	0,027	0,030	0,023
<i>sig.</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
<i>Dummy</i> (prof)	-	-0,017	-	-	-	-
<i>sig.</i>	-	0,002	-	-	-	-
<i>Dummy</i> (sg)	-	-	0,01	-	-	-
<i>sig.</i>	-	-	0,168	-	-	-
<i>Dummy</i> (mcg)	-	-	-	-0,008	-	-
<i>sig.</i>	-	-	-	0,121	-	-
<i>Dummy</i> (ceo)	-	-	-	-	-0,010	-
<i>sig.</i>	-	-	-	-	0,237	-
<i>Dummy</i> (dim)	-	-	-	-	-	0,008
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	0,174
Coef. Correlação	0,449	0,460	0,451	0,452	0,45	0,451
Coef. Determinação	0,201	0,212	0,203	0,204	0,203	0,203
Coef. Det. Ajustado	0,193	0,202	0,194	0,194	0,193	0,193
<i>Durbin-Watson</i>	1,426	1,436	1,431	1,428	1,428	1,435
Estatística F	22,874	21,669	20,569	20,640	20,500	20,562
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,389	1,402	1,390	1,402	1,900	1,415
Observações	735	735	735	735	735	735

Fonte: Elaboração própria

3.3.4.2. Modelo para os anos em análise – proxy o EVA®

Os resultados das regressões lineares anuais, encontram-se na Tabela 18 para os modelos de 1 a 3 e na Tabela 19 para os modelos de 4 a 6 associados à variável dependente EVA®. Os modelos são estatisticamente significativos, com poder de explicação (R^2_a) entre 33,1% e 42,9%. A estatística de *Durbin-Watson* varia entre 1,807 e 2,147, não apresentando problemas de autocorrelação por ano.

Como se pode observar, a variável EENC, não é estatisticamente significativa, sendo o sinal da variável positivo, em todos os anos em análise, à exceção do ano de 2013, em todos os modelos.

No que respeita à variável RA, esta é estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5%, nos modelos de 1 a 6, em todos os anos em análise, à exceção do ano 2012 que não se revela significativa. O sinal da variável é positivo e consistente.

Relativamente à variável VAB, esta tem sinal positivo e é estatisticamente significativa em todos os anos em análise para um nível de significância de 1%. A variação em um ponto percentual no VAB, faz aumentar a criação de valor em 0,143 no ano de 2012.

A variável AF, apenas se apresenta estatisticamente significativa, a um nível de significância de 5%, para os anos de 2013, 2014 na maioria dos anos com exceção de 2012 e 2016 em todos os modelos, em que o sinal é positivo.

Quanto à variável EANC, esta não é estatisticamente significativa, sendo apenas estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% no ano de 2013. O sinal desta variável é negativo em todos os anos analisados, à exceção de 2016, em todas as especificações do modelo de análise

Em relação à LG, esta apresenta sempre o sinal negativo e apresenta significância estatística em todos os modelos, mas só é estatisticamente significativa (para $\alpha \leq 5\%$) no ano de 2017.

Os GFF, ostentam constantemente o sinal negativo e em todos os anos é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%.

A variável *dummy_{te}* (tipo de empresa), estudada no modelo 1, é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, à exceção do ano de 2012 em que é não significativa. Observa-se que o sinal da variável é consistente, apresentando sempre um sinal positivo, tal como expetável, na medida em que o desempenho económico-financeiro das empresas é melhor nas EF do que nas EnF.

A variável *dummy_{prof}* (profissionalização da gestão), apenas no ano de 2017 é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, os restantes anos são irrelevantes, a variável *dummy_{te}* também é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, contudo o sinal obtido não é o previsto. De notar que o sinal da variável é consistente em todos os anos, apresentando sempre um sinal negativo. Logo, a profissionalização da gestão não tem um impacto positivo no desempenho económico-financeiro, maior nas EF do que nas EnF.

A variável $dummy_{sg}$ (sucessão de gerações), estudada no modelo 3, apresentam um p -value superior a 5%, considerados não significativos.

A variável $dummy_{mcg}$ (modelo de *Corporate Governance*), estudada no modelo 4, não é estatisticamente significativa, assim como a relação obtida não é a expectável, pois era esperado obter uma relação positiva entre o facto de possuir modelo de *Corporate Governance* havia impacto positivo mais significativo nas EF do que nas EnF.

A variável $dummy_{ceo}$ (ceo), estudada no modelo 5, apresenta um p -value superior a 5%, considerados não significativos.

A variável $dummy_{dim}$ (dimensão), estudada no modelo 6, não é estatisticamente significativa em nenhuma das variáveis dependentes estudadas, assim como a relação obtida negativa não é a prevista nos anos 2013, pois era esperado que as microempresas familiares apresentassem um melhor desempenho económico-financeiro comparativamente com as pequenas e médias EF.

Tabela 18 – Resultados dos modelos de 1 a 3 da regressão linear variável em análise – EVA®

Variáveis Indep.	Modelo 1						Modelo 2						Modelo 3					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	-0,003	-0,003	-0,003	-0,021	-0,010	-0,019	-0,002	0,002	0,002	-0,012	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,021	-0,010	-0,020
<i>sig.</i>	0,718	0,664	0,658	0,018	0,268	0,075	0,892	0,834	0,821	0,271	0,746	0,084	0,731	0,718	0,663	0,018	0,248	0,069
EENC	0,002	-0,002	0,002	0,003	0,003	0,011	0,002	-0,002	0,001	0,003	0,003	0,012	0,002	-0,002	0,002	0,003	0,003	0,011
<i>sig.</i>	0,731	0,647	0,633	0,539	0,543	0,113	0,735	0,623	0,702	0,524	0,498	0,075	0,682	0,624	0,676	0,558	0,552	0,112
RA	0,001	0,021	0,019	0,027	0,021	0,027	0,001	0,022	0,019	0,027	0,021	0,026	0,001	0,022	0,020	0,028	0,022	0,027
<i>sig.</i>	0,872	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,857	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,845	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001
VAB	0,143	0,076	0,103	0,129	0,078	0,078	0,141	0,068	0,098	0,125	0,078	0,075	0,143	0,080	0,102	0,129	0,078	0,079
<i>sig.</i>	<0,001	0,002	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001	0,008	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,001
AF	0,001	-0,010	-0,010	-0,004	0,012	-0,002	0,001	-0,010	-0,010	-0,004	0,012	-0,003	0,001	-0,010	-0,010	-0,004	0,013	-0,001
<i>sig.</i>	0,871	0,032	0,009	0,462	0,090	0,832	0,879	0,030	0,008	0,413	0,106	0,732	0,844	0,032	0,011	0,469	0,078	0,903
EANC	-0,003	-0,009	-0,006	-0,001	-0,005	0,002	-0,003	-0,010	-0,006	-0,001	-0,005	0,001	-0,003	-0,009	-0,006	-0,001	-0,005	0,002
<i>sig.</i>	0,650	0,028	0,140	0,874	0,291	0,727	0,631	0,020	0,112	0,795	0,259	0,807	0,607	0,027	0,154	0,851	0,256	0,759
LG	-0,008	0,006	0,001	-0,008	-0,008	-0,047	-0,008	0,004	0,001	-0,008	-0,008	-0,047	-0,008	0,008	0,002	-0,008	-0,008	-0,048
<i>sig.</i>	0,218	0,540	0,801	0,230	0,410	0,004	0,226	0,663	0,789	0,222	0,451	0,003	0,223	0,430	0,734	0,277	0,443	0,004
GFF	-0,011	-0,006	-0,011	-0,014	-0,016	-0,017	-0,01	-0,006	-0,010	-0,013	-0,015	-0,016	-0,011	-0,008	-0,011	-0,014	-0,016	-0,018
<i>sig.</i>	0,001	0,052	0,002	0,008	0,007	0,046	0,002	0,102	0,006	0,013	0,009	0,056	0,001	0,027	0,002	0,007	0,006	0,038
<i>Dummy(te)</i>	0,011	0,019	0,015	0,035	0,025	0,035	0,012	0,020	0,016	0,034	0,025	0,035	0,010	0,017	0,014	0,033	0,023	0,033
<i>sig.</i>	0,272	0,031	0,051	0,001	0,014	0,005	0,270	0,026	0,045	0,001	0,014	0,005	0,327	0,066	0,084	0,002	0,024	0,009
<i>Dummy(prof)</i>	-	-	-	-	-	-	-0,003	-0,009	-0,008	-0,012	-0,009	-0,022	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>							0,774	0,276	0,273	0,224	0,324	0,045						
<i>Dummy(sg)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,008	0,014	0,009	0,008	0,012	0,012
<i>sig.</i>													0,577	0,194	0,375	0,497	0,326	0,416
Coef. Correlação	0,632	0,647	0,682	0,667	0,637	0,616	0,632	0,652	0,687	0,673	0,642	0,634	0,633	0,654	0,685	0,669	0,642	0,619
Coef. Determinação	0,399	0,418	0,466	0,446	0,407	0,380	0,399	0,425	0,471	0,453	0,412	0,402	0,401	0,428	0,469	0,448	0,412	0,383
Coef. Det. Ajustado	0,352	0,374	0,428	0,407	0,365	0,335	0,346	0,375	0,429	0,409	0,365	0,353	0,348	0,378	0,426	0,404	0,365	0,333
<i>Durbin-Watson</i>	1,808	1,990	2,147	2,099	1,951	2,093	1,811	1,993	2,124	2,113	1,948	2,121	1,819	2,026	2,137	2,099	1,960	2,093
Estatística F	8,545	9,356	12,202	11,451	9,773	8,564	7,537	8,462	11,002	10,389	8,794	8,281	7,580	8,563	10,914	10,182	8,793	7,664
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,472	1,623	1,584	1,344	1,478	1,792	1,491	1,811	1,587	1,354	1,485	1,792	1,493	1,683	1,594	1,347	1,482	1,793
Observações	112	113	121	123	123	121	112	113	121	123	123	121	112	113	121	123	123	121

Fonte: Elaboração própria

Tabela 19 – Resultados dos modelos de 4 a 6 da regressão linear variável em análise – EVA®

Variáveis Indep.	Modelo 4						Modelo 5						Modelo 6					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Constante</i>	-0,005	-0,003	-0,001	-0,017	-0,009	-0,017	-0,003	-0,008	-0,003	-0,015	-0,013	-0,012	-0,004	0,001	-0,007	-0,029	-0,010	-0,024
<i>sig.</i>	0,611	0,718	0,835	0,060	0,295	0,124	0,760	0,391	0,693	0,134	0,186	0,304	0,745	0,918	0,444	0,013	0,366	0,081
EENC	0,001	-0,002	0,002	0,003	0,003	0,012	0,002	-0,002	0,002	0,003	0,003	0,012	0,002	-0,002	0,002	0,003	0,003	0,011
<i>sig.</i>	0,779	0,677	0,539	0,479	0,540	0,093	0,732	0,554	0,635	0,478	0,624	0,081	0,729	0,611	0,592	0,529	0,544	0,118
RA	0,000	0,022	0,020	0,028	0,021	0,026	0,001	0,021	0,019	0,028	0,021	0,028	0,001	0,021	0,019	0,027	0,021	0,026
<i>sig.</i>	0,974	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,871	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,869	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001
VAB	0,146	0,075	0,100	0,127	0,078	0,078	0,143	0,079	0,103	0,125	0,081	0,071	0,142	0,077	0,101	0,125	0,078	0,078
<i>sig.</i>	<0,001	0,003	<0,001	<0,001	<0,001	0,001	<0,001	0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,004	<0,001	0,002	<0,001	<0,001	<0,001	0,001
AF	0,002	-0,009	-0,010	-0,003	0,012	-0,002	0,001	-0,010	-0,010	-0,004	0,011	-0,001	0,002	-0,010	-0,010	-0,003	0,012	-0,002
<i>sig.</i>	0,836	0,039	0,012	0,542	0,091	0,834	0,874	0,023	0,010	0,468	0,123	0,950	0,867	0,029	0,011	0,494	0,091	0,858
EANC	-0,002	-0,009	-0,006	-0,002	-0,005	0,002	-0,003	-0,009	-0,006	-0,001	-0,005	0,002	-0,003	-0,009	-0,006	-0,001	-0,005	0,001
<i>sig.</i>	0,678	0,028	0,129	0,722	0,290	0,802	0,652	0,027	0,142	0,870	0,288	0,684	0,649	0,030	0,117	0,794	0,292	0,813
LG	-0,009	0,006	0,001	-0,008	-0,008	-0,049	-0,008	0,008	0,001	-0,009	-0,007	-0,05	-0,008	0,006	0,001	-0,009	-0,008	-0,047
<i>sig.</i>	0,189	0,564	0,769	0,236	0,410	0,003	0,226	0,399	0,804	0,174	0,534	0,002	0,222	0,507	0,875	0,191	0,410	0,004
GFF	-0,011	-0,006	-0,010	-0,013	-0,016	-0,016	-0,011	-0,007	-0,011	-0,013	-0,016	-0,016	-0,011	-0,006	-0,011	-0,014	-0,016	-0,018
<i>sig.</i>	0,001	0,065	0,004	0,013	0,007	0,057	0,002	0,041	0,003	0,011	0,006	0,070	0,002	0,070	0,002	0,007	0,007	0,041
<i>Dummy(te)</i>	0,009	0,020	0,018	0,039	0,025	0,038	0,012	0,01	0,015	0,044	0,018	0,049	0,011	0,020	0,014	0,033	0,025	0,034
<i>sig.</i>	0,441	0,034	0,029	<0,001	0,019	0,004	0,428	0,391	0,168	0,001	0,181	0,004	0,275	0,028	0,064	0,002	0,015	0,007
<i>Dummy(mcg)</i>	0,007	-0,002	-0,007	-0,013	-0,001	-0,008	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>	0,494	0,782	0,283	0,164	0,917	0,430	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Dummy(ceo)</i>	-	-	-	-	-	-	0,000	0,014	0,000	-0,016	0,011	-0,023	-	-	-	-	-	-
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	-	0,979	0,275	0,992	0,282	0,451	0,203	-	-	-	-	-	-
<i>Dummy(dim)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,001	-0,006	0,005	0,011	0,001	0,007
<i>sig.</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,940	0,452	0,502	0,294	0,932	0,573
Coef. Correlação	0,634	0,647	0,686	0,675	0,638	0,619	0,632	0,652	0,682	0,672	0,640	0,623	0,632	0,649	0,684	0,672	0,638	0,618
Coef. Determinação	0,402	0,419	0,471	0,455	0,407	0,383	0,399	0,425	0,466	0,451	0,410	0,389	0,399	0,422	0,468	0,451	0,407	0,381
Coef. Det. Ajustado	0,349	0,368	0,428	0,412	0,360	0,333	0,346	0,375	0,422	0,408	0,363	0,339	0,346	0,371	0,425	0,407	0,360	0,331
<i>Durbin-Watson</i>	1,807	1,981	2,136	2,092	1,950	2,110	1,807	2,040	2,146	2,072	1,951	2,034	1,808	1,974	2,140	2,114	1,954	2,094
Estatística F	7,609	8,251	10,991	10,483	8,613	7,657	7,522	8,466	10,749	10,323	8,718	7,838	7,523	8,345	10,844	10,312	8,612	7,602
<i>p-value</i>	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Máximo VIF	1,476	1,708	1,622	1,372	1,483	1,812	2,103	1,997	2,136	1,914	1,979	2,103	1,480	1,624	1,620	1,357	1,499	1,795
Observações	112	113	121	123	123	121	112	113	121	123	123	121	112	113	121	123	123	121

Fonte: Elaboração própria

3.4. Teste de hipóteses e discussão de resultados

Se seguida, procede-se ao teste de hipóteses e à discussão dos resultados, analisando as variáveis independentes e os seus impactos na equação matemática que descreve a relação dos coeficientes com as variáveis dependentes ROA, ROE, FCF e EVA®. Na Tabela 20 encontra-se o resumo dos sinais das variáveis explicativas, com os sinais reportados na literatura, os sinais esperados neste estudo e os sinais obtidos após análise dos dados anuais da amostra, para cada uma das *proxies* de desempenho em análise.

Tabela 20 – Resumo dos sinais das hipóteses

Hipóteses	Variável Dependente	Sinal literatura	Sinal esperado	Sinal obtido
1	ROA	(+)	(+)	(+)**
	ROE	(+)	(+)	(+)**
	FCF	n.a.	(+)	(+)**
	EVA®	n.a.	(+)	(+)**
2	ROA	(+)	(+)	(-)**
	ROE	(+)	(+)	(-)**
	FCF	n.a.	(+)	(-)
	EVA®	n.a.	(+)	(-)**
3	ROA	(+/-)	(+/-)	(+)**
	ROE	(+)	(+)	(+/-)
	FCF	n.a.	(+/-)	(+)
	EVA®	n.a.	(+/-)	(+)
4	ROA	(+/-)	(+)	(-)
	ROE	(+)	(+)	(+/-)
	FCF	n.a.	(+)	(+/-)
	EVA®	n.a.	(+)	(-)
5	ROA	(+)	(+/-)	(-)**
	ROE	(+)	(+)	(+/-)
	FCF	n.a.	(+/-)	(+)
	EVA®	n.a.	(+/-)	(+/-)
6	ROA	(+/-)	(+)	(+)
	ROE	(+)	(+)	(+/-)
	FCF	n.a.	(+)	(+/-)
	EVA®	n.a.	(+)	(+)

Nota: * Significativo 1%; ** Significativo 5%; *** Significativo 10%

Fonte: Elaboração própria

Analisando os resultados apresentados, na secção anterior, quanto à variável tipo de empresa, conciliando com a literatura e a globalidade dos estudos empíricos atuais consultados, demonstra-se que as empresas familiares da Região do Alto Douro Vinhateiro, comparando as EF com as EnF, tendem, em média e de acordo com os resultados obtidos, a apresentarem melhor desempenho económico-financeiro, corroborando com a hipótese 1. As EF desta região são, na sua maioria,

centenárias prevalecendo o conservadorismo. Os autores Chi et al. (2009) defendem que uma governança adequada resulta numa melhor condução da gestão da empresa e conseqüentemente favorecerá o desempenho económico-financeiro da mesma. Deste modo, esta conclusão garante a hipótese 1, assim como confirma o que alguns autores demonstraram nos seus estudos (v.g. Fitó et al., 2013; Santiago et al., 2019). Tal como Block et al. (2011), consegue-se comprovar a existência de uma relação positiva entre a estrutura do endividamento não corrente e o desempenho económico-financeiro das empresas em estudo. A variável rotação do ativo apresenta uma relação positiva, o que denota que quanto maior for, maior é a eficiência com que as empresas estão a gerar as suas vendas, esta variável tem um peso elevado na fórmula (8). Tais resultados vão de encontro aos obtidos por Fitó et al. (2013). A variável valor acrescentado bruto é extremamente significativa, assim como o sinal da variável é o expectável, apresentando sempre um sinal positivo. Deste modo, revela que um incremento de uma unidade do VAB da empresa, contribui positivamente para o incremento do desempenho destas. O resultado vai de encontro à conclusão de Lehmann e Wohlrabe (2013), que consideram o VAB como um agregado económico de previsão confiável. A variável autonomia financeira, apresenta uma relação inversa, significando que o ativo das empresas em estudo não é suficientemente financiada pelos capitais próprios das empresas, logo, poderá por em causa questões importantes como a continuidade e sobrevivência da empresa (Gozer et al., 2006). A variável estrutura do ativo não corrente, não se mostrou muito significativa nos modelos, pelo que, de acordo com Allen, Babus, e Carletti (2013) no estudo sobre a capacidade dos ativos, vencimento da dívida e risco sistémico, que descreve a estrutura de ativos não corrente como uma variável considerada irrelevante para o desempenho da empresa relativamente às dívidas de longo prazo. A variável liquidez geral, não é estatisticamente significativa na maioria dos modelos, assim como o sinal da variável em todos eles é negativo. Denota que quanto menor for a LG, os fundos utilizáveis pela empresa dificilmente cobrem as dívidas a curto prazo, pelo que poderá haver risco de problemas com a tesouraria. O resultado alcançado é diferente ao obtido por Tsuruta (2020) e Waldkirch (2020), que afirmam que a liquidez geral tem uma relação positiva no desempenho. A variável gastos financeiros de financiamento, é estatisticamente significativa na generalidade dos modelos, assim como o sinal da variável em todos os modelos, é maioritariamente negativo. O resultado alcançado não é igual ao obtido por Anderson e Reeb (2003). Pela análise aos resultados na Tabela 20, pode-se concluir que estes são corroborados pela literatura (v.g. Fitó et al., 2013; Santiago et al., 2019), em todas as variáveis dependentes analisadas, seja ROA, ROE, FCF e EVA®, corroborando assim a hipótese 1.

Quanto à variável profissionalização da gestão, esta não é estatisticamente significativa e o sinal apresentado é contrário ao espectável. Apresenta um coeficiente padronizado negativo sobre a variável dependente e contrariando os resultados obtidos pelos autores Madison et al. (2018). Verifica-se que, ao contrário do que se postulou na hipótese 2, as EF que adotaram a profissionalização na gestão não apresentam melhor desempenho económico-financeiro, declinando assim as expectativas. Assim, relativamente à hipótese 2, a mesma não pode ser validada, dado que

o sinal obtido não coincide com o sinal da literatura (v.g. Madison et al., 2018; Stewart & Hitt, 2012) e esperado, como é estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%, denota que as EF em estudo, com profissionalização na gestão apresentam um desempenho económico-financeiro pior face às EnF. Na hipótese 3, é apenas validada para no modelo com a variável dependente ROA. Neste modelo o desempenho financeiro é influenciado pela sucessão de uma geração para a seguinte nas EF, apresentando assim sinal ao esperado, sendo estatisticamente significativa a um nível de significância de 5% e idêntico ao reportado na literatura (v.g. Zybura et al., 2020; Tsuruta, 2020; Smith & Amoako-Adu, 1999), pelo que se valida a hipótese 3.

Relativamente à variável modelo de *corporate governance*, esta não é estatisticamente significativa e o sinal apresentado é contrário ao espectável. Este resultado está de acordo com o analisado no estudo realizado por Berg (2002), contrariando Al-ahdal et al. (2020) e Briano-Turrent e Poletti-Hughes (2017) que haviam concluído que a governança corporativa tem uma relação positiva com o desempenho das empresas. O impacto no desempenho económico-financeiro, quando existe um modelo de *corporate governance*, nas EF melhor do que nas EnF, associado à hipótese 4, não pode ser validado uma vez que a *dummy* associada não se revela estatisticamente significativa em nenhuma das variáveis *proxy* utilizadas para o desempenho, embora o sinal coincida com o da literatura (v.g. Berg, 2002; Briano-Turrent & Poletti-Hughes, 2017; Al-ahdal et al., 2020; Catapan & Douglas, 2014).

No que respeita à variável CEO, esta não é estatisticamente significativa, o sinal apresentado não é contrário ao espectável porque pretendia-se saber de que forma o CEO ser interno (familiar) tem influência no desempenho económico-financeiro. Além da influência ser moderada, o coeficiente do modelo, que testa esta variável, não é estatisticamente significativo. Estes resultados corroboram com os resultados obtidos por Anderson e Reeb (2003) e Tiscini e Raoli (2013), os quais também não validaram a hipótese de que o desempenho económico-financeiro das empresas é influenciado positivamente pelo facto da empresa ter um CEO externo. Embora, o coeficiente seja estatisticamente significativo, somente a um nível de significância de 8,9%, para o indicador ROA e o seu sinal ser contrário à literatura (v.g. Berg, 2002; Anderson & Reeb, 2003), rejeita-se a hipótese 5. Quanto à hipótese 6, em que se pretende comprovar que as EF consideradas microempresas apresentam um melhor desempenho económico-financeiro comparativamente às pequenas e médias EF, embora o sinal obtido coincida, quer com a literatura (v.g. Massis et al., 2013; Santos & Rodrigues, 2012), quer com o esperado, não se apresenta estatisticamente significativo em nenhuma das variáveis dependentes estudadas, seja ROA, ROE, FCF e EVA®. Assim a hipótese 6 não é validada, pelo que, a dimensão da EF (microempresas ou pequenas empresas) não afeta o seu desempenho.

Conclusões, Limitações, Linhas de Investigação Futuras

O presente estudo teve como preocupação a análise ao desempenho económico-financeiro das EF e EnF, viticultoras e produtoras de vinhos licorosos, da Região do Alto Douro Vinhateiro. A falha que se pretende colmatar na literatura encontrada, tem a ver com a especificidade de selecionar apenas um sector de atividade e a região onde estão inseridas as empresas da amostra.

Para alcançar os objetivos propostos, a pesquisa percorreu numa análise quantitativa e qualitativa. A análise dos dados através da regressão, procurou sustentar, através do modelo de regressão linear multivariada, os modelos econométricos estatisticamente significativos.

Utilizaram-se os indicadores convencionais, largamente aplicados na literatura como foi possível comprovar, denominado pelo ROA, ROE, FCF e EVA® e na expectativa de contrastar o desempenho económico-financeiro das EF e EnF da RADV.

Analisadas as variáveis de desempenho aqui testadas, pode-se concluir que, aqueles que exercem maioritariamente domínio positivo no desempenho económico-financeiro das empresas da amostra são: a estrutura do endividamento não corrente, a rotação do ativo, valor acrescentado bruto, a autonomia financeira, a estrutura do ativo não corrente e a sucessão de gerações. Relativamente à profissionalização da gestão, a existência de um modelo de *corporate governance*, a liquidez geral e os gastos financeiros de financiamento, apresentam uma relação negativa na determinação do desempenho económico-financeiro. Quanto à dimensão das empresas e o facto de existir um CEO interno na EF, ambas apresentam quer valores positivos quer negativos nos modelos e respetivos anos em análise, contudo sem significância estatística para o estudo.

Conciliando com a literatura e a globalidade dos estudos empíricos atuais, demonstra-se que as EF da Região do Alto Douro Vinhateiro tendem, em média, a apresentar melhores desempenhos económicos comparativamente às EnF, validando as previsões iniciais.

A principal limitação da presente investigação prende-se com a dificuldade na obtenção de dados financeiros e não financeiros suficientes e fiáveis. Constata-se uma enorme falha na comunicação com as empresas, primeiramente no que concerne à receptividade, os sócios, diretores, gerentes ou funcionários que atenderam as chamadas, revelaram alguma apreensão e desinteresse em responder ao inquérito; por conseguinte, quando questionados sobre o conceito de EF e como classificava a sua empresa, demonstraram alguma insipiência.

Os resultados também podem estar condicionados pela especificação menos apropriada de algumas das variáveis explicativas como o modelo de *Corporate Governance* e sucessão de gerações, em parte pelo método de recolhas de dados para a construção desta variável.

Como sugestão para investigações futuras, dar continuidade ao presente estudo, em termos de atualização do período de análise e comparar resultados.

Também apontamos, como linha de investigação futura, proceder-se à mesma investigação, de análise económico-financeiro das EF comparativamente às EnF, para outras regiões vitivinícolas existentes em Portugal e fazer uma análise comparativa aos resultados encontrados.

Não obstante, ressalta-se a necessidade em empreender novas pesquisas relacionadas com a atual situação gerada pelo novo coronavírus SARS-COV-2, uma vez que o impacto na economia é mundial, de salientar: estudar como o impacto da pandemia coronavírus no ecossistema da EF é abrangente e deve ser analisado numa perspetiva sistémica que considere a empresa, os acionistas e a família empresária (Familiares & Costa, 2020).

Seria também interessante refletir sobre o impacto climático nas operações vinícolas e a sua influência na *performance* das empresas deste sector de atividade e comparar entre regiões de Portugal.

Referências Bibliográficas

- Agostini, S. R. (2001). *Análise de Fatores Determinantes do Sucesso na Sucessão de Empresas Familiares de Médio Porte com Destaque na Economia Regional do Extremo Oeste de Santa Catarina: estudo de multicasos*. Universidade Federal de Santa Catarina Centro Sócio-Económico.
- Aguiar, Â. (2014). *Estrutura de capital e rendibilidade das 100 maiores empresas dos Açores*. Universidade dos Açores.
- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. S. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51(August 2019), 101083. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>
- Albino, C., & Costa, I. (2010). *Modelo de Gestão para Micro e Pequenas Empresas*. Instituto Universitário de Lisboa.
- Allen, F., Babus, A., & Carletti, E. (2013). Asset Commonality, Debt Maturity and Systemic Risk. *Discussion Paper Series*, 44(2), 0–11.
- Alves, A. (2010). *Informação sobre o valor acrescentado nos relatórios de sustentabilidade das empresas Portuguesas e Espanholas*. Universidade do Porto.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law and Economics*, 46(2), 653–684. <https://doi.org/10.1086/377115>
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30(September 2015), 113–132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.10.001>
- Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. (2003). Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16(3), 211–219. <https://doi.org/10.1177/08944865030160030601>
- Banco de Portugal. (2020). <https://www.bportugal.pt/node/574500?mlid=1339>
- Batista, D. F. F. (2016). *Rácios financeiros e a classificação do cliente : um estudo aplicado ao Millennium BCP*. <https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/30738>
- Becht, M., & Bolton, P. (2007). *Corporate Law and Governance*. 2(07). [https://doi.org/10.1016/S1574-0730\(07\)02012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0730(07)02012-9)
- Belmonte, V. A. B., & Freitas, W. R. S. (2013). Empresas familiares e a profissionalização da gestão: estudo de casos em empresas paulistas. *Revista de Administração Da UFSM*, 6(1), 71–90. <https://doi.org/10.5902/198346592465>
- Berg, B.-J. van den. (2002). Determinants of Firm Performance in Family Businesses. *Metal Finishing*, 100(5), 71. [https://doi.org/10.1016/S0026-0576\(02\)82006-2](https://doi.org/10.1016/S0026-0576(02)82006-2)

- Berzakova, V., Bartosova, V., & Kicova, E. (2015). *Modification of EVA in Value Based Management*. 26(15), 317–324. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00859-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00859-X)
- Block, J. H., Jaskiewicz, P., & Miller, D. (2011). Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 232–245. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.10.001>
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280–285. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.013>
- Briano-Turrent, G. D. C., & Poletti-Hughes, J. (2017). Corporate governance compliance of family and non-family listed firms in emerging markets: Evidence from Latin America. *Journal of Family Business Strategy*, 8(4), 237–247. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2017.10.001>
- Bukit, R. B., & Iskandar, T. M. (2009). Surplus free cash flow, earnings management and audit committee. *International Journal of Economics and Management*, 3(1), 204–233.
- Callado, C., André, A., Pinho, B. De, & Aurélio, M. (2014). Evidências De Isomorfismo Mimético Sobre Práticas De Gestão De Custos Entre Micro E Pequenas Empresas De Diferentes Setores De Atividade. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(2), 119–137.
- Campos, L., Pires, A. M. M., & Fernandes, P. O. (2015). *Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial*.
- Catapan, A., & Douglas, R. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho económico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137–164. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)
- CCDR-N. (2001). *Valores fundamentais do Alto Douro Vinhateiro Património Mundial*. <https://www.ccdr-n.pt/>
- Chi, W., Liu, C., & Wang, T. (2009). What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 5(1), 47–59. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2009.06.001>
- Chou, S. C., & Shih, C. J. (2020). Like father, like son? Diversification decision and related performance of family firm successors – Evidence from Taiwan. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 209–220. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.04.012>
- Conceição, M. T. M. M. da. (2020). *Determinantes do Risco de Credito de Empresas Nao Financeiras em Portugal. O Caso do Alojamento*. Universidade de Evora.
- Correia, S. I. F. (2013). *Determinantes do Desempenho Económico das Empresas Familiares Portuguesas: Será a Inovação Relevante?* Universidade do Porto.
- Correia, T. P. dos S. (2003). *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Familiares Portuguesas*. Universidade do Algarve.
- Costa, A. N. da. (2020). *A definição de Empresa Familiar*. <https://www.efconsulting.pt/2019/06/21/a-definicao-de-empresa-familiar-uniao-europeia/>
- Costa, J. F. D. (2015). *Conflitos Funcionais em Empresas Familiares, Proposta de Contributo para o Fomento da Criatividade*. Instituto Politécnico de Tomar.
- Cunha, M. P., Rego, A., Cunha, A. D., & Fernandes, F. (2017). *Como Liderar Empresas Familiares* (L. de Papel (Ed.); 1ª).

- Davidson, S. (1999). Community banks and eva. *Americ's Community Banker*, May, 36–37.
<http://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/10912254>
- Decreto-Lei n.º 81/2017 de 30 de junho, da Resolução do Conselho de Ministros n.º 42/2016, de 18 de agosto. *Diário da República: I série*, n.º 125 (2017)
- Durán, R. F., Lozano, M. B., & Yaman, S. (2016). Is Family Control Relevant for Corporate Cash Holding Policy? *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(9–10), 1325–1360.
<https://doi.org/10.1111/jbfa.12222>
- Familiars, A. E. (2020). *Como se caracterizam as Empresas Familiares*.
<https://empresasfamiliares.pt/>
- Familiars, E., & Costa, A. N. (2020). *O Impacto da Pandemia Coronavírus no Ecosistema da Empresa Familiar*. <https://doi.org/efconsulting.pt/2020/04/03/o-impacto-da-pandemia-coronavirus-no-ecossistema-da-empresa-familiar/>
- Fan, J. P. H., & Leung, W. S. C. (2020). The impact of ownership transferability on family firm governance and performance: The case of family trusts. *Journal of Corporate Finance*, 61(September), 101409. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.09.004>
- Fernandes, A., & Ussman, A. M. (2013). The learning ability of Portuguese small family businesses. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 17(1/2/3), 105.
<https://doi.org/10.1504/IJEIM.2013.055219>
- Fernandes, António B., Armada, M. J. R., & Rodrigues, L. M. P. L. (2005). Valuation of companies not quoted on the stock market. *In 3º International Finance Conference IFC 3. Hammamet - Tunisia*.
- Fernandes, António Borges. (2002). *Sobre a Avaliação de Empresas não cotadas na Bolsa pelo Método CVA*. Universidade do Minho.
- Fernandes, C., Vieira, E., Neiva, J., & Peguinho, C. (2016). *Análise Financeira - Teoria e Prática* (M. Robalo (Ed.); 4ª).
- Fitó, M. À., Moya, S., & Orgaz, N. (2013). The debate on rented assets capitalization: The economic impact on family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(4), 260–269.
<https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.10.001>
- Fortuna, M., & Maciel, R. (2018). *Estimação do Valor Acrescentado Bruto das Atividades Características do Turismo utilizando Contas Satélite – Açores. 04*.
- Gama, A. P. da. (2012). *Performance Empresarial - Conceito, abordagens e métodos de avaliação* (P. Editora (Ed.)).
- Gozer, I., Gimenes, R., Campos, G., Pricila, A., & Junior, R. (2006). *A Importância do Autofinanciamento para o Financiamento do Processo de Expansão das Cooperativas Agropecuárias*.
- Hamid, M. A., Abdullah, A., & Kamaruzzaman, N. A. (2015). Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms: Malaysian Evidence. *Procedia Economics and Finance*, 31(15), 44–55.
[https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01130-2](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01130-2)
- Hill, M. M., & Hill, A. (2008). *Investigação por Questionário* (E. Sílabo (Ed.)).
- IFC, C. F. I. (2008). Manual IFC de Governança Para Empresas Familiares. In I. F. Corporation (Ed.), *International Finance Corporation* (2ª).
http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/05bbcc80485831a18931e9fc046daa89/Portuguese_Family_Business_Final_2008.pdf?MOD=AJPERES&attachment=true&id=1335904808664

- Júnior, A. N. (2003). *Empresas Familiares e o Processo Sucessório*. Universidade Federal de Santa Catarina.
- King, R., & Peng, W. Q. (2013). The effect of industry characteristics on the control longevity of founding-family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(4), 281–295. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.10.004>
- Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis. The case of bidder returns. *Journal of Financial Economics*, 29(2), 315–335. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(91\)90005-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(91)90005-5)
- Leal, J. S. (2011). *Empresas Familiares - Reflexão sobre o seu Governo e Sucessão* (Issue Dezembro). Universidade Católica Portuguesa.
- Lehmann, R., & Wohlrabe, K. (2013). *Munich Personal RePEc Archive Sectoral gross value-added forecasts at the regional level: Is there any information gain? Sectoral gross value-added forecasts at the regional level: Is there any information gain? 46765*.
- Lin, C. M., Chen, Y. J., Hsieh, T. J., & Chien, I. H. (2019). Internationalization and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, 24(2), 154–160. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2018.02.002>
- Lisboa, I. (2018). Sucessão nas empresas familiares e o impacto no endividamento. *Revista de Gestão Dos Países de Língua Portuguesa*, 17.
- Luan, C. J., Chen, Y. Y., Huang, H. Y., & Wang, K. S. (2018). CEO succession decision in family businesses – A corporate governance perspective. *Asia Pacific Management Review*, 23(2), 130–136. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2017.03.003>
- Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., Rodrigues Junior, M. M., Silva, T. P. da, & Nakamura, W. T. (2017). Criação de Valor no Desempenho Econômico de Empresas Familiares e Não Familiares Brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(1), 94–112. <https://doi.org/10.18405/recfin20170106>
- Madison, K., Dasput, J. J., Turner, K., & Kellermanns, F. W. (2018). Family firm human resource practices: Investigating the effects of professionalization and bifurcation bias on performance. *Journal of Business Research*, 84(June 2017), 327–336. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.06.021>
- Maroco, J. (2018). *Análise Estatística com o SPSS Statistics* (ReportNumber (Ed.); 7ª).
- Marschner, P., Dutra, V., & Ceretta, P. (2019). Alavancagem financeira e rentabilidade nas empresas brasileiras listadas na B3. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 44–58. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019211>
- Martí, J., Menéndez-Requejo, S., & Rottke, O. M. (2013). The impact of venture capital on family businesses: Evidence from Spain. *Journal of World Business*, 48(3), 420–430. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2012.07.025>
- Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L. (2013). Dispersion of family ownership and the performance of small-to-medium size private family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 166–175. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.05.001>
- Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>
- Melo, P. de S. (2006). *Empresas Familiares - O Protocolo Familiar como um Processo* [Universidade

Católica Portuguesa]. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902007000300011>

- Moreira, O. A. F. (2016). *Empresas Familiares: aplicabilidade do modelo de Corporate Governance*. Universidade do Minho.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2005). *Prática Financeira I - Análise Económica & Financeira* (Lidel (Ed.); 2ª).
- Neves, J. C. (2000a). *Análise Financeira - Vol. I Técnicas Fundamentais* (T. Editora (Ed.); 12ª).
- Neves, J. C. (2000b). *Análise Financeira - Vol. II Avaliação do Desempenho Baseada no Valor* (T. Editora (Ed.); 1ª).
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (TextoEditores (Ed.); 2ª).
- Niehm, L. S., Miller, N. J., Shelley, M. C., & Fitzgerald, M. A. (2009). Small Family Business Survival: Strategies For Coping With Overlapping Family And Business Demands. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 14(03), 209–232. <https://doi.org/10.1142/S1084946709001314>
- Nordqvist, M., & Melin, L. (2002). The dynamics of family firms: An institutional perspective on corporate governance and strategic change. *Understanding the Small Family Business*, 94–109.
- OECD. (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20/OCDE. In *OECD*. <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>
- Olival, C. R. (2011). *Análise financeira: o caso da Opticentro*. <https://ubibliorum.ubi.pt/handle/10400.6/3024>
- Paupério, E., Romão, X., Vasconcelos, D., & Ferreira, T. (2020). Património Mundial - Alto Douro Vinhateiro. *Pedra & Cal*, 28–31. <https://unescoportugal.mne.gov.pt/pt/temas/proteger-o-nosso-patrimonio-e-promover-a-criatividade/patrimonio-mundial-em-portugal/alto-douro-vinhateiro>
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, 37(3), 33–46. http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1355
- Pires, V. C. da F. (2016). *A Performance das Empresas Familiares em Momentos de Crise*. Instituto Politécnico de Leiria.
- Porfírio, J. A., Felício, J. A., & Carrilho, T. (2020). Family business succession: Analysis of the drivers of success based on entrepreneurship theory. *Journal of Business Research*, 115(June 2019), 250–257. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.054>
- PwC, P. (2016). *Pesquisa Global sobre Empresas Familiares*. <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/pes/2017/pesquisa-global-empresas-familiares-2016.html>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Rutkowska-Ziarko, A. (2015). The Influence of Profitability Ratios and Company Size on Profitability and Investment Risk in the Capital Market. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 15(1), 151–161. <https://doi.org/10.1515/fofi-2015-0025>
- Saksonova, S. (2013). Approaches to Improving Asset Structure Management in Commercial Banks. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 99, 877–885. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.10.560>

- Santiago, A., Pandey, S., & Manalac, M. T. (2019). Family presence, family firm reputation and perceived financial performance: Empirical evidence from the Philippines. *Journal of Family Business Strategy*, 10(1), 49–56. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2019.02.002>
- Santos, D. (2014). Alavancagem e Desempenho Financeiro: Uma Análise Comparativa. *Revista de Administração e Contabilidade*, September. <http://www.fat.edu.br/reacfat.com.br/index.php/reac/article/view/96>
- Santos, D., & Rodrigues, S. (2012). *Estrutura de Capital e Determinantes do Desempenho Financeiro das Empresas Sustentáveis da BM&FBOVESPA*.
- Setiadharmas, S., & Muslichah, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 06(04). <https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000298>
- Sharma, A. K., & Kumar, S. (2010). *Effectiveness of Economic Value Added (EVA) and Conventional Performance Measures - Evidences from India*. 1(1), 60–78.
- Sharma, P. (2004). An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family Firm Institute, Inc*, XVII(1).
- Sharma, P., Chrisman, J., & Chua, J. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1), 35. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1997.00001.x>
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. In *Instituto Português de Corporate Governance*.
- Silva, Ariádine, & Valle, M. (2008). Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 201–229. <https://doi.org/10.1590/s1415-65552008000100010>
- Silva, Alini da, Floriani, R., & Hein, N. (2013). Influência do Desempenho Econômico Financeiro nas Inovações Tecnológicas de Empresas Brasileiras de Capital Aberto da Construção Civil. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53(9), 1689–1699.
- Sindhu, M. I. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16–23.
- Smith, B. F., & Amoako-Adu, B. (1999). Management succession and financial performance of family controlled firms. *Journal of Corporate Finance*, 5(4), 341–368. [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(99\)00010-3](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(99)00010-3)
- Stewart, A., & Hitt, M. A. (2012). Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business?: Modes of Professionalization in Family Firms. *Family Business Review*, 25(1), 58–86. <https://doi.org/10.1177/0894486511421665>
- Tiscini, R., & Raoli, E. (2013). Stock option plan practices in family firms: The idiosyncratic private benefits approach. *Journal of Family Business Strategy*, 4(2), 93–105. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.03.001>
- Tsuruta, D. (2020). Japan's elderly small business managers: Performance and succession. *Journal of Asian Economics*, 66(September 2019), 101147. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2019.101147>
- Unesco. (2020). *Património Mundial - Alto Douro Vinhateiro*. Unesco. <https://unescoportugal.mne.gov.pt/pt/temas/proteger-o-nosso-patrimonio-e-promover-a-criatividade/patrimonio-mundial-em-portugal/alto-douro-vinhateiro>

- Urquidy, M., Barceló, J., & Boza, M. (2018). The Impact of Economic and Financial Management Practices on the Performance of Mexican Micro-Enterprises: A Multivariate Analysis. *Review of Business Management*, 319–337. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20i3.3518>
- Ussman, A. M. (2004). *Empresas Familiares* (Sílabo (Ed.); 1ª).
- Waldkirch, M. (2020). Non-family CEOs in family firms: Spotting gaps and challenging assumptions for a future research agenda. *Journal of Family Business Strategy*, 11(1), 100305. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2019.100305>
- Weng, T. C., & Chi, H. Y. (2019). Family succession and business diversification: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 53(September 2018), 56–81. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.09.001>
- Wielsma, A. J., & Brunninge, O. (2019). “Who am I? Who are we?” Understanding the impact of family business identity on the development of individual and family identity in business families. *Journal of Family Business Strategy*, 10(1), 38–48. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2019.01.006>
- Xavier, D. O., Souza, A. A. de, & Avelar, E. A. (2020). Determinantes do Desempenho Económico-Financeiro de Operadoras de Planos de Saúde. *Revista de Administração e Inovação Hospitalar*, 16(1), 48–67.
- Xavier, R. (2017). *Sucessão Familiar na Empresa, A empresa familiar como objeto da sucessão mortis causa* (U. Católica (Ed.)).
- Xiang, D., Chen, J., Tripe, D., & Zhang, N. (2019). Family firms, sustainable innovation and financing cost: Evidence from Chinese hi-tech small and medium-sized enterprises. *Technological Forecasting and Social Change*, 144(March 2018), 499–511. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.02.021>
- Zagd, C., & Melld, G. R. de. (2005). A Influência da Liquidez na Rentabilidade das Empresas Listadas no Índice Bovespa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 38, 7–19.
- Zybura, J., Zybura, N., Ahrens, J. P., & Woywode, M. (2020). Innovation in the post-succession phase of family firms: Family CEO successors and leadership constellations as resources. *Journal of Family Business Strategy*, 100336. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2020.100336>

Apêndice I – Questionário às empresas familiares *versus* empresas não familiares

QUESTIONÁRIO ÀS EMPRESAS FAMILIARES VS EMPRESAS NÃO FAMILIARES

Este questionário insere-se na dissertação de mestrado, cujo objetivo é analisar o desempenho económico-financeiro das empresas familiares vs empresas não familiares da Região do Alto Douro Vinhateiro. **Importa ressaltar que toda a informação aqui tratada é confidencial e única-exclusivamente para fins académicos.**

NIPC	E-MAIL	MORADA	CÓDIGO POSTAL	LOCALIDADE
NOME EMPRESA		TELEFONE	MEIO CONTATO	DATA ENTREVISTA

Questão n.º 1 – Considera a sua empresa como sendo familiar ou não familiar?

Empresa Familiar Empresa Não Familiar

Questão n.º 2 – Como classifica a sua empresa?

	1 – Sim	2 – Não
Mais de 50% do capital social é detido pela família fundadora	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Proprietários ou membros da família trabalham na empresa como gestores ou membros do conselho de administração	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
A 2ª geração já está incorporada na empresa, com a intenção de uma sucessão bem-sucedida, ou seja, filhos ou sobrinhos são sócios ou trabalhadores	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Possui na sua empresa um modelo de <i>Corporate Governance</i> ³	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
No período de análise (entre o ano de 2012 e o ano de 2017), ocorreu a sucessão para uma nova geração	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

³ Segundo OCDE, o modelo do *Corporate Governance* especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa – o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes – e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais.

Questão n.º 3 – Do Quadro Europeu de Qualificações, indique a última formação obtida pelo principal gestor da empresa.

- Ensino Não Superior (Nível 1 – 2º Ciclo Ensino Básico)
- Ensino Não Superior (Nível 2 – 3º Ciclo Ensino Básico)
- Ensino Não Superior (Nível 3 – Secundário)
- Ensino Não Superior (Nível 4 – Pós Secundário Dupla certificação)
- Ensino Superior (Nível 5 – Pós Secundário – Especializado)
- Ensino Superior (Nível 6 – Licenciatura)
- Ensino Superior (Nível 7 – Mestrado)
- Ensino Superior (Nível 8 – Doutoramento)

Questão n.º 4 – O atual diretor executivo (*Chief executive officer*) é interno ou externo à empresa?

- Interno (Familiar) Externo (Não Familiar)
-

Apêndice II – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas, por ano

Tabela A. 1 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2012

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	121	-29	35	0,36	7,816
ROE (%)	121	-294	771	2,36	79,147
FCF	121	-283571,18	2174090,40	116876,8834	312146,1827
EVA®	120	-617485,62	1948549,26	-28225,3324	231034,4995
EENC	120	0,00	0,99	0,3859	0,35381
RA	121	0,00	1,35	0,3002	0,24477
VAB	111	-47778,17	2857988,35	50177,9996	270068,7171
AF	121	0,00	1,00	0,4326	0,23532
EANC	121	0,00	0,98	0,4856	0,26903
LG	120	0,07	91,07	5,7055	13,92481
GFF	121	0,00	687753,17	40965,0347	106637,7230
Nº empregados	111	1	41	8,84	9,239
RLE	121	-795190,97	2077341,47	-7147,3695	241814,6099
CP	121	3068,97	20556680,91	1101043,592	2411633,508
AT	121	24392,17	44913573,28	2991568,383	5980203,400
VN	121	0,00	32599266,82	1045779,483	3494709,364
ROLI	121	-578654,82	2133692,12	29616,9800	244608,4294
WACC	121	-0,06	0,50	0,1138	0,10579
N válido (listwise)	111				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Nº empregados: número de empregados; RLE: resultado líquido do exercício; CP: capital próprio; AT: ativo total; VN: volume de negócios; ROLI: resultado operacional líquido de imposto; WACC: *weighted average cost of capital*; N: número de observações válidas.

Fonte: Elaboração própria

Tabela A. 2 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2013

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	119	-23	21%	0,68	6,502
ROE (%)	119	-569	992	3,83	108,264
FCF	119	-163818,65	1831164,86	139571,9636	300289,1278
EVA®	116	-726746,27	597420,72	-16403,7166	149298,7356
EENC	116	0,00	1,00	0,4131	0,35858
RA	119	0,00	1,31	0,3117	0,26803
VAB	112	-51053,44	181353,51	28367,3141	28909,26520
AF	119	0,01	1,00	0,4225	0,24706
EANC	119	0,00	0,96	0,4933	0,26748
LG	115	0,08	43,84	4,5591	7,83636
GFF	119	0,00	641268,28	41859,8172	100374,5129
Nº empregados	112	1	42	9,15	9,549
RLE	119	-614916,38	1103780,41	15744,9266	184110,9111
CP	119	3238,54	20825511,72	1185079,390	2636661,520
AT	119	5000,00	60878757,80	3296372,983	7023751,025
VN	119	0,00	34965900,23	1181975,684	3791518,670
ROLI	119	-600338,68	942619,35	45420,0763	186787,7378
WACC	119	-0,11	0,16	0,116172	1,031426
N válido (listwise)	110				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Nº empregados: número de empregados; RLE: resultado líquido do exercício; CP: capital próprio; AT: ativo total; VN: volume de negócios; ROLI: resultado operacional líquido de imposto; WACC: *weighted average cost of capital*; N: número de observações válidas.

Fonte: Elaboração própria

Tabela A. 3 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2014

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	131	-54	79	1,70	10,486
ROE (%)	131	-3620	546	-59,47	471,495
FCF	131	-304836,21	2127603,78	140385,2156	330637,8119
EVA®	129	-854753,21	819895,50	-24323,3516	174078,7332
EENC	129	0,00	1,00	0,4236	0,36500
RA	131	0,00	5,58	0,3731	0,54633
VAB	122	-91543,88	192247,46	25229,1392	27399,2317
AF	131	0,00	1,00	0,4468	0,25464
EANC	131	0,00	0,94	0,4710	0,27379
LG	128	0,10	399,19	9,4688	36,93137
GFF	131	0,00	565012,96	35954,5371	83664,73434
Nº empregados	122	1	46	8,71	9,116
RLE	131	-618230,78	1362684,72	16729,1139	199898,3054
CP	131	0,01	21449937,92	1314518,887	2852847,765
AT	131	0,01	65272191,39	3202071,877	7142784,316
VN	131	0,00	36393884,08	1150910,880	3738192,43
ROLI	131	-601738,71	1259202,87	40356,5622	200945,7155
WACC	131	-0,14	0,50	0,0693	0,08533
N válido (listwise)	120				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Nº empregados: número de empregados; RLE: resultado líquido do exercício; CP: capital próprio; AT: ativo total; VN: volume de negócios; ROLI: resultado operacional líquido de imposto; WACC: *weighted average cost of capital*; N: número de observações válidas.

Fonte: Elaboração própria

Tabela A. 4 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2015

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	127	-19	42	2,59	7,052
ROE (%)	127	-147	254	7,24	34,547
FCF	127	-348994,63	2994950,42	162375,4054	385587,6213
EVA®	126	-1278053,09	1427073,21	-8057,3895	237640,1162
EENC	126	0,00	1,00	0,4100	0,35596
RA	127	0,00	3,18	0,4005	0,40069
VAB	119	-7045,06	231189,13	32404,3900	28979,77400
AF	127	0,03	1,00	0,4544	0,24414
EANC	127	0,00	0,95	0,4763	0,27084
LG	125	0,08	108,24	5,3516	11,85169
GFF	127	0,00	508318,52	28120,3350	67525,08031
Nº empregados	119	1	55	9,20	10,033
RLE	127	-1538968,92	2406196,49	39542,1120	302916,8938
CP	127	5000,00	21989646,97	1398096,364	3074951,855
AT	127	5000,00	54140670,28	3186972,496	6486315,925
VN	127	0,00	44439568,53	1312261,325	4405439,514
ROLI	127	-123949938	2044674,82	56061,4139	278115,1020
WACC	127	-0,17	0,51	0,084	0,08094
N válido (listwise)	118				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Nº empregados: número de empregados; RLE: resultado líquido do exercício; CP: capital próprio; AT: ativo total; VN: volume de negócios; ROLI: resultado operacional líquido de imposto; WACC: *weighted average cost of capital*; N: número de observações válidas.

Fonte: Elaboração própria

Tabela A. 5 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2016

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	129	-17	33	3,45	6,285
ROE (%)	129	-1525	11161	78,52	994,168
FCF	129	-250321,85	2084092,91	182515,1288	360130,1096
EVA®	128	-1001000,71	752821,45	20925,5014	163950,4895
EENC	128	0,00	1,00	0,3971	0,35498
RA	129	0,00	2,39	0,4029	0,35969
VAB	119	-3457,16	128538,24	31835,2787	24209,32154
AF	129	0,00	1,00	0,4573	0,25448
EANC	129	0,00	0,95	0,4706	0,25570
LG	127	0,10	53,50	5,1222	8,21427
GFF	129	0,00	383907,95	21103,4502	50289,57663
Nº empregados	119	1	65	9,80	10,880
RLE	129	-498143,44	1292506,55	74202,4029	211689,1184
CP	129	231,67	22861394,07	1455427,823	3246863,414
AT	129	5000,00	48963791,54	3111942,066	6199415,183
VN	129	0,00	46574590,55	1403340,377	4605740,499
ROLI	129	-485805,77	1129976,37	84514,6316	211253,3235
WACC	129	-0,16	0,10	0,1040	0,541876
N válido (listwise)	118				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Nº empregados: número de empregados; RLE: resultado líquido do exercício; CP: capital próprio; AT: ativo total; VN: volume de negócios; ROLI: resultado operacional líquido de imposto; WACC: *weighted average cost of capital*; N: número de observações válidas.

Fonte: Elaboração própria

Tabela A. 6 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas para o ano de 2017

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA (%)	131	-36	25	2,89	7,408
ROE (%)	131	-55	1950	23,11	171,075
FCF	131	-113480,23	1955280,37	213033,9269	383709,0096
EVA®	131	-778525,96	660664,73	32458,9071	177481,7082
EENC	131	0,00	1,00	0,4156	0,33966
RA	131	0,00	2,27	0,3701	0,30781
VAB	121	-31816,24	123216,70	33926,2341	25678,51091
AF	131	0,01	0,98	0,4741	0,25504
EANC	131	0,00	0,95	0,4692	0,24705
LG	130	0,08	56,90	5,5463	9,59834
GFF	131	0,00	361252,38	19773,4120	46897,45583
Nº empregados	121	1	76	10,31	12,175
RLE	131	-294774,16	1049624,75	97563,3118	232694,8876
CP	131	1427,81	23061914,40	1680837,766	3500068,952
AT	131	20500,09	56398195,68	3495612,847	6813969,231
VN	131	0,00	46078446,81	1480299,117	4568150,507
ROLI	131	-283173,07	961182,19	104239,8228	228201,1455
WACC1	131	-0,20	5,28	0,1483	0,62108
N válido (listwise)	120				

Legenda: ROA: rentabilidade do ativo; ROE: rentabilidade do capital próprio; FCF: *free cash flow*; EVA®: *economic value added*; EENC: estrutura de endividamento não corrente; RA: rotação do ativo; VAB: produtividade da mão-de-obra (valor acrescentado bruto); AF: autonomia financeira; EANC: estrutura do ativo não corrente; LG: liquidez geral; GFF: gastos financeiros de financiamento; Nº empregados: número de empregados; RLE: resultado líquido do exercício; CP: capital próprio; AT: ativo total; VN: volume de negócios; ROLI: resultado operacional líquido de imposto; WACC: *weighted average cost of capital*; N: número de observações válidas.

Fonte: Elaboração própria