



## **Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares**

**Luciana de Jesus Pestana**

**Dissertação de Mestrado**

**Mestrado em Contabilidade e Finanças**

**Porto – 2017**

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO  
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



# **Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares**

**Luciana de Jesus Pestana**

**Dissertação de Mestrado**  
**apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto**  
**para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação**  
**do Professor Doutor Luís Pereira Gomes e coorientação**  
**da Professora Doutora Isabel Cristina Lopes**

Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri

**Porto – 2017**

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO**  
**INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

## Resumo

As empresas familiares representam o modelo de organização predominante nas economias a nível mundial. A compreensão das expectativas destas empresas permite melhorar a monitoração dos seus comportamentos e do seu desempenho. O envolvimento da família nos negócios influencia a determinação de metas e objetivos distintos que tenham por base a preservação da continuidade da empresa na família.

A propriedade privada limita seriamente o recurso ao capital externo, determinando que estas empresas, na maior parte das vezes, tenham de confiar nos recursos internos e/ou nos recursos familiares para satisfazerem as suas necessidades de capital. Ainda assim, o receio de perder o controlo empresarial justifica que as empresas familiares prefiram empregar níveis de dívida relativamente superiores, de modo a limitar as tentativas de aquisição por parte dos acionistas externos.

Neste contexto, o objetivo principal desta dissertação é estudar duas teorias sobre a estrutura de capitais nas empresas familiares portuguesas, designadamente, a teoria *Trade-Off* (TOT) – para identificar se estas empresas estipulam metas de endividamento que lhes permitam compensar os custos da dívida com os benefícios fiscais emergentes – e a teoria *Pecking Order* (POT) – para verificar se estas empresas dão preferência à utilização dos recursos internos, em detrimento da emissão de dívida e da emissão de ações.

Para o feito, foi selecionada uma amostra final constituída por 4.952 empresas familiares sediadas em Portugal com atividade no período compreendido entre 2009 e 2016.

O estudo recorreu a modelos estáticos de painel e a modelos dinâmicos de painel, compreendendo testes individuais a cada uma das teorias em estudo e um teste conjunto comparativo do desempenho da TOT e da POT nas referidas empresas.

As principais conclusões evidenciam que as decisões sobre a estrutura de capitais das empresas familiares portuguesas adaptam-se relativamente bem aos pressupostos da TOT. Os reduzidos custos de agência nestas empresas, resultantes da maior convergência de interesses entre proprietários e gestores, por um lado, e, por outro, dos menores problemas de assimetria de informação entre proprietários/gestores e credores, contribuem para a contração de dívidas menos onerosas e com maior facilidade. Mas apesar do défice de fundos não apresentar um impacto considerável sobre as variações no endividamento, o teste conjunto sugere que ambas as teorias explicam parte da estrutura de capitais das empresas familiares portuguesas, concluindo-se que a TOT e a POT não são mutuamente exclusivas.

**Palavras-chave:** Empresas Familiares, Estrutura de Capitais, Teoria *Trade-Off*, Teoria *Pecking Order*.

## **Abstract**

Family businesses represent the predominant model of organization in economies worldwide. Understanding the expectations of these companies allows to improve the monitoring of your behavior and performance. Family involvement in business influences the determination of distinct goals and objectives that are based on preserving the continuity of the business in the family.

Private property severely limits the use of external capital by requiring that these firms, in most cases, have to rely on internal resources and/or family resources to meet their capital needs. Still, fears of losing corporate control justify family firms choosing to employ relatively higher debt levels in order to limit their acquisition efforts by outside shareholders.

In this context, the main objective of this dissertation is to study two theories on capital structure in Portuguese family firms, namely the Trade-Off theory (TOT) - to identify whether these companies stipulate indebtedness targets that allow them to offset debt costs with emerging tax benefits - and the Pecking Order theory (POT) - to verify whether these companies give preference to the use of internal resources rather than issuing debt and issuing shares.

For this purpose, a final sample of 4.952 family companies based in Portugal with activity in the period between 2009 and 2016 was selected.

The study used static panel models and dynamic panel models, comprising individual tests of each of the theories being studied and a comparative test of the performance of TOT and POT in these companies.

The main conclusions shows that the decisions on the capital structure of Portuguese family-owned companies adapt relatively well to TOT assumptions. The low agency costs in these companies, resulting from the greater convergence of interests between owners and managers, on the one hand, and on the other hand, the smaller problems of asymmetry of information between owners/managers and creditors, contribute to the contraction of less onerous debts and with greater ease. But while the financial deficit does not have a considerable impact on changes in indebtedness, the joint test suggests that both theories explain part of the capital structure of Portuguese family firms, concluding that TOT and POT are not mutually exclusive.

**Key Words:** Family Business; Capital Structure; Trade-Off Theory; Pecking Order Theory

## Dedicatória

*Aos meus Pais.*

## Agradecimentos

A finalização desta dissertação só foi possível devido ao apoio e contributo de várias pessoas. Deste modo, quero manifestar o mais sincero agradecimento:

Ao Professor Doutor Luís Gomes, orientador da dissertação. Como orientador e como pessoa, foi um pilar fundamental nesta longa jornada. Os seus sábios conselhos, dedicação, prontidão imediata e transmissão de conhecimentos mantiveram-me constantemente focada e empenhada na elaboração deste estudo. Muito obrigada por tudo.

À Professora Doutora Cristina Lopes, coorientadora da dissertação, pela constante disponibilidade e apoio prestado na parte empírica.

À Professora Doutora Ana Maria Bandeira, coordenadora do Mestrado em Contabilidade e Finanças, pelas recomendações e partilha de experiências.

Aos meus pais, Filomena e Joaquim pela proteção e amor incondicional demonstrados ao longo de toda a minha vida. Sem a vossa ajuda nada disto seria possível.

Ao Xavier Barradas, por toda a paciência e auxílio. Nestes últimos anos, em que a parte académica ganhou um peso substancial na minha vida, nunca deixaste de acreditar nas minhas capacidades nem permitiste que eu desistisse mesmo quando as dificuldades eram muitas.

Ao meus irmãos, tia e avó pela motivação e palavras de apoio.

Ao Carlos Barradas pela leitura crítica da dissertação.

À Joana Sousa e ao Tiago Rodrigues por me receberem de braços abertos todas as vezes que me deslocava ao Porto.

A todos os meus colegas de mestrado, principalmente ao Carlos Figueira e à Tomásia Ornelas, os meus companheiros de casa. Apesar das nossas desavenças e discussões, a amizade prevaleceu e mantém-se ainda mais forte. Obrigada pelos vossos conselhos e principalmente, obrigada pela vossa amizade.

Para finalizar, quero reconhecer as palavras de incentivo de todos os meus familiares e amigos. Quaisquer palavras serão insuficientes para poder agradecer convenientemente.

A todos o meu profundo obrigada.

## Lista de Abreviaturas

AEF – Associação de Empresas Familiares

BvD – *Bureau Van Dijk*

CE- Comissão Europeia

CMPC – Custo Médio Ponderado do Capital

CP – Capital Próprio

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

GLS – *Generalized Least Squares*

GMM – *Generalized Method of Moments*

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

IV – *Instrumental Variable*

LM – *Lagrange Multiplier*

LSDV – *Least Squares Dummy Variables*

M&M – Modigliani e Miller

OLS – *Ordinary Least Squares*

PE – Parlamento Europeu

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

POT – *Pecking Order Theory*

PWC – PricewaterhouseCoopers

RAI – Resultado Antes de Imposto

RLP – Resultado Líquido do Período

SABI – Sistema de Análise e Balanços Ibéricos

TIC – Tecnologias da Informação e da Comunicação

TOT – *Trade-Off Theory*

UE – União Europeia

VAL – Valor Atual Líquido

V.M.- Valor de Mercado

**Variáveis Independentes:**

BOCEFC – Baixas Oportunidades de Crescimento Elevados Fluxos de Caixa

DEF – Défice de Fundos

EOCBFC – Elevadas Oportunidades de Crescimento Baixos Fluxos de Caixa

FC – Fluxo de Caixa

ID – Idade

OBND – Outros Benefícios Fiscais não relacionados com a Dívida

OC – Oportunidades de Crescimento

REND – Rendibilidade

TANG – Tangibilidade

TEI – Taxa Efetiva de Imposto

TH – Tamanho

# Índice Geral

Resumo .....	iii
Abstract .....	iv
Dedicatória .....	v
Agradecimentos.....	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
Índice Geral .....	ix
Índice de Tabelas .....	xi
Índice de Apêndices .....	xii
Introdução.....	1
Capítulo I – Revisão da Literatura.....	4
1.1 As Empresas Familiares .....	5
1.1.1 Importância das Empresas Familiares .....	5
1.1.2 Definição de Empresas Familiares.....	6
1.1.3 Diferenças entre Empresas Familiares e Empresas não Familiares .....	7
1.1.4 Características das Empresas Familiares.....	8
1.1.5 Cultura nas Empresas Familiares .....	9
1.1.6 Sucessão nas Empresas Familiares .....	10
1.1.7 Gestão nas Empresas Familiares .....	11
1.1.7.1 Organismos Reguladores.....	12
1.1.7.2 <i>Corporate Governance</i> .....	13
1.1.8 Vantagens e Desvantagens das Empresas Familiares.....	14
1.1.9 Desafios Colocados às Empresas Familiares.....	16
1.2 Estrutura de Capitais .....	17
1.2.1 A Teoria Tradicional.....	18
1.2.2 Modigliani e Miller – 1958.....	19
1.2.3 Modigliani e Miller – 1963.....	21
1.2.4 Teoria <i>Trade-Off</i> .....	23
1.2.5 Teoria <i>Pecking Order</i> .....	24

1.3 Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares.....	26
1.3.1 Perspetiva dos Custos de Agência.....	27
1.3.2 <i>Trade-Off versus Pecking Order</i> - Evidência Empírica nas Empresas Familiares ...	28
Capítulo II – Estudo Empírico.....	33
2.1 Objetivo .....	34
2.2 Teste à Teoria <i>Trade-Off</i> .....	34
2.2.1 Variáveis e Hipóteses de Investigação .....	36
2.3 Teste à Teoria <i>Pecking Order</i> .....	40
2.3.1 Variáveis e Hipóteses de Investigação .....	41
2.4 Teste Conjunto.....	46
2.4.1 Hipóteses de Investigação .....	46
2.5 Procedimento Econométrico – Dados em Painel .....	47
2.5.1 Modelos Estáticos de Painel .....	48
2.5.2 Modelos Dinâmicos de Painel .....	49
2.6 Amostra e Dados .....	52
2.6.1 Descrição da Amostra .....	52
2.6.2 Análise de Correlação entre as Variáveis .....	53
2.6.3 Escolha das <i>Proxies</i> para os Modelos .....	57
2.6.4 Estatísticas Descritivas.....	58
2.7 Resultados e Discussão .....	59
2.7.1 Teoria <i>Trade-Off</i> .....	59
2.7.2 Teoria <i>Pecking Order</i> .....	63
2.7.3 Teste Conjunto .....	68
Conclusão.....	72
Referências Bibliográficas .....	76
Apêndice.....	85

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Descrição das Variáveis Independentes.....	43
Tabela 2- Descrição das Variáveis <i>Dummy</i> .....	45
Tabela 3 - Constituição da Amostra .....	53
Tabela 4 - Matriz de Correlações de <i>Pearson</i> dos Determinantes de Financiamento da TOT no Modelo de Ajustamento Parcial.....	54
Tabela 5 - Matriz de Correlações de <i>Pearson</i> dos Determinantes de Financiamento da POT..	56
Tabela 6 - Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> para as Variáveis do Modelo de Shyam-Sunder e Myers .....	57
Tabela 7 - Estatísticas Descritivas das Variáveis .....	59
Tabela 8 - Modelo de Ajustamento Parcial .....	60
Tabela 9 - Verificação das Hipóteses de Investigação da TOT .....	63
Tabela 10 - Impacto do Défice de Fundos nas Variações do Endividamento .....	64
Tabela 11 - Determinantes de Financiamento da POT – Dívida Total .....	66
Tabela 12 - Determinantes de Financiamento da POT – Dívida de Curto Prazo .....	66
Tabela 13 - Determinantes de Financiamento da POT – <i>Debt-to-Equity</i> .....	67
Tabela 14 - Verificação das Hipóteses de Investigação da POT.....	68
Tabela 15 - Teste Conjunto.....	69
Tabela 16 - Verificação das Hipóteses de Investigação do Teste Conjunto .....	70

## Índice de Apêndices

Apêndice 1 - Descrição das <i>Proxies</i> do Rácio de Endividamento .....	86
Apêndice 2 - Estimação do Melhor Modelo da TOT - Dívida Total.....	88
Apêndice 3 - Estimação do Melhor Modelo da TOT - Dívida de Curto Prazo .....	89
Apêndice 4 - Estimação do Melhor Modelo da TOT - <i>Debt-to-Equity</i> .....	90
Apêndice 5 - Estimação do Melhor Modelo da POT - Dívida Total .....	91
Apêndice 6 - Estimação do Melhor Modelo da POT - Dívida de Curto Prazo .....	92
Apêndice 7 - Estimação do Melhor Modelo da POT - <i>Debt-to-Equity</i> .....	93

## Introdução

A tomada de decisão sobre a estrutura de capitais das empresas apresenta-se como um tema de investigação relevante na área das finanças empresariais. O modo como as empresas financiam as suas atividades e os novos projetos de investimento tem recebido muita atenção ao longo do tempo, embora os padrões de financiamento adotados pelas empresas familiares ainda estejam longe de respostas definitivas.

As empresas familiares são essenciais para a economia mundial, como fonte de criação de emprego, crescimento económico e desenvolvimento de regiões menos atrativas (Parlamento Europeu (PE), 2015). A sustentabilidade associada a comportamentos de risco cautelosos e o desejo de manter o controlo da empresa na família ao longo das gerações, restringe a disponibilização de recursos financeiros neste tipo de empresas (Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017).

As empresas de cariz familiar são normalmente afetadas pela dualidade de objetivos, que se refletem na renúncia à emissão de ações e na conjugação das finanças familiares com as empresariais (Csákné & Karmazin, 2016). Neste contexto, os fatores não económicos apresentam-se com grande relevância, originando, eventualmente, diferenças no uso das fontes de financiamento e no processo de tomada de decisão (Mohamadi, 2012; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017)

Segundo Gersick (2015), com a evolução dos estudos, as empresas familiares passam a olhar mais para o futuro, analisando as vantagens das oportunidades que poderão surgir. Assim, empresas familiares sustentáveis e que investem no futuro são essenciais para o desenvolvimento de um país. Dada a importância e as características das referidas empresas, torna-se relevante estudar as suas decisões sobre a estrutura de capital. Esta foi a motivação para abordar o tema escolhido nesta dissertação.

O propósito essencial das teorias sobre a estrutura de capital é compreender e explicar os fatores que contribuem para as decisões de financiamento das empresas. De entre as diversas teorias desenvolvidas na literatura financeira, protagonizaram-se a TOT e a POT, que serão objeto de estudo nesta dissertação. O principal objetivo de investigação do estudo empírico é perceber se as empresas familiares portuguesas tomam as decisões de financiamento em ordem a um nível ótimo de endividamento, convergindo com o previsto pela TOT, ou se preferem esgotar os fundos internos antes de recorrer a fontes externas de financiamento (emissão de títulos de dívida e/ou emissão de ações), corroborando os pressupostos da POT.

Para alcançar o objetivo de investigação recorre-se à metodologia de dados em painel, que compreende modelos estáticos e modelos dinâmicos de painel. O teste da TOT segue o modelo de ajustamento parcial da dívida usando o estimador GMM (*Generalized Method of Moments*) *system* de Blundell e Bond (1998), considerado a forma mais eficiente e com maior utilidade prática em estudos idênticos, em que a estimação dos coeficientes do modelo tem em conta a existência de autocorrelação, devido à presença da variável desfasada, e a heterogeneidade representada pelos efeitos individuais do painel (Baltagi, 2005). No caso da POT consideram-se dois modelos. O modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999), relativamente ao impacto do défice de fundos na variação do endividamento, recorrendo a uma regressão OLS (*Ordinary*

*Least Squares*); e, o modelo para a relação entre a dívida e os determinantes de financiamento (fluxo de caixa, idade, elevadas oportunidades de crescimento e baixos fluxos de caixa e, ainda, baixas oportunidades de crescimentos e elevados fluxos de caixa), recorrendo à aplicação de modelos estáticos de painel: uma regressão OLS, um modelo de efeitos fixos e um modelo de efeitos aleatórios. Por sua vez, o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios foram calculados através do estimador White (1980) em que a estimação dos erros-padrão dos coeficientes tem em conta a possível existência de heterocedasticidade. No intuito de testar a robustez dos resultados, aplica-se um teste conjunto às duas teorias em análise, recorrendo novamente ao estimador *GMM system*.

A estrutura desta dissertação está organizada em dois capítulos, o primeiro dedicado à revisão da literatura e o segundo dedicado ao estudo empírico.

Por sua vez, a revisão da literatura divide-se em três partes, começando por descrever a essência das empresas familiares, o processo de sucessão e de gestão, as vantagens e as desvantagens associadas a estas entidades e os desafios colocados à sua sustentabilidade e sobrevivência. A segunda parte descreve as teorias TOT e POT no âmbito da estrutura de capital. A terceira parte explora a evidência empírica, nacional e internacional, sobre a estrutura de capital das empresas familiares.

O estudo empírico divide-se em cinco partes, iniciando com a exposição do objetivo. A segunda parte descreve os testes empíricos individuais, à TOT e à POT, e o teste conjunto. Em seguida abordam-se os procedimentos econométricos subjacentes aos testes descritos. Na quarta parte caracteriza-se a amostra e os dados. Seguidamente apresenta-se e discutem-se os resultados empíricos do estudo.

Finalmente, a dissertação destaca as principais conclusões, bem como as limitações do trabalho e algumas sugestões para futura investigação.

## Capítulo I – Revisão da Literatura

## 1.1 As Empresas Familiares

Alguns trabalhos desenvolvidos nas ciências sociais, em particular nas ciências económicas e empresariais, procuraram estudar a temática da "empresa familiar" como um modelo empresarial importante no tecido económico de uma determinada sociedade e na vitalidade económica de um dado país. A autora Ussman (2004) destaca que, desde a Revolução Industrial, o papel das famílias na sociedade não sofreu grandes alterações. Por outro lado, Steier, Chrisman e Chua (2004) sustentam que a influência da família nos negócios não é exclusiva deste tipo de empresas, uma vez que a família é um interveniente ativo na sociedade em qualquer tipo de organização empresarial. Efetivamente, muitas das grandes empresas (e multinacionais) nasceram no contexto familiar, enquanto nicho de ação empreendedora que possibilita e potencia todo um conjunto de oportunidades e benefícios únicos para o desenvolvimento de uma determinada atividade (Gallo & Ribeiro, 1996).

Com a evolução dos estudos nesta área, a perspetiva futura do negócio é cada vez mais tida em conta, tornando as famílias mais conhecedoras dos custos e dos benefícios da eventual continuação deste modelo de negócio, guiados por um conjunto de regras que permitem uma boa colaboração (Gersick, 2015).

Os pontos seguintes ajudam a compreendermos as particularidades e a importância destas empresas familiares.

### 1.1.1 Importância das Empresas Familiares

As empresas familiares fazem parte das economias de todos os países, contribuindo para a criação de valor e estabilidade a longo prazo. Estas empresas são responsáveis por grande parte da transmissão de conhecimento e de experiência e são impulsionadoras da competitividade. Além do forte contributo no combate ao desemprego, principalmente nas regiões menos industrializadas e menos atrativas da União Europeia (UE), as empresas familiares são importantes para atrair mão-de-obra jovem e qualificada, detendo, assim, o envelhecimento e o despovoamento dessas áreas (PE, 2015).

Cerca de 85% das empresas europeias têm cariz familiar e 60% dos postos de trabalho no setor privado estão ocupados nestas empresas (PE, 2015). Com frequência, as empresas familiares são equiparadas às Pequenas e Médias Empresas (PME), embora existam grandes multinacionais de cariz familiar (Martins, 1999). Ainda assim, grande parte das empresas familiares são PME e, segundo Peter Villax<sup>1</sup>(2017), 95% das PME são empresas com características familiares. Em Portugal existem cerca de 100.000 PME ativas, de entre as quais 60% a 80% assumem características de empresas familiares (Villax, 2017).

---

<sup>1</sup> Presidente da Associação das Empresas Familiares (AEF).

A unidade industrial é o tipo de organização mais frequente nas empresas familiares, apesar de estarem presentes em praticamente todos os setores de atividade, contribuindo com 60% a 70% para o Produto Interno Bruto (PIB) nacional e com 70% a 80% para a criação de postos de trabalho (Villax, 2017). Por isso, pode considerar-se que as empresas familiares com traços de estabilidade e expectativas de crescimento são essenciais para o desenvolvimento da economia e do país.

### 1.1.2 Definição de Empresas Familiares

A definição de empresa familiar é um dos maiores obstáculos para os investigadores nesta área, uma vez que não existe um conceito capaz de descrever a complexidade, a essência e as particularidades deste tipo de empresas, nem capaz de ser aceite universalmente pelos estudiosos. Astrachan, Klein e Smyrnios (2002, p.45) citaram Handler (1989) a propósito deste desafio: *“defining the family firm is the first and most obvious challenge facing family business researchers”*.

Ainda assim, Ussman (2004, p.20) define empresa familiar “como aquela em que propriedade (ainda que parcial) e controlo estão nas mãos de um grupo unido por relações de parentesco (podendo tratar-se de uma ou mais famílias a formar tal grupo)”<sup>2</sup>. Donnelley (1988) considerou como empresa familiar aquela que está ligada a uma família há pelo menos duas gerações e em que a mesma exerce influência através dos seus interesses e objetivos. Gallo e Ribeiro (1996) consideram que uma empresa é familiar quando existir um forte elo de ligação, seja a nível cultural ou valores partilhados, entre a empresa e uma família. No entanto, os autores admitem que esta definição seria muito complexa no momento da classificação, uma vez que não é possível quantificar o nível cultural nem os valores transmitidos<sup>3</sup>.

Em 1999, Chua, Chrisman e Sharma tentaram encontrar uma definição unânime de empresa familiar, revendo mais de 250 artigos na área. Os autores identificaram dois tipos de definições, umas teóricas e outras operacionais. O primeiro tipo de definição deve conter a essência que distingue estas das outras empresas; o segundo tipo de definição indica apenas as características observáveis e mensuráveis que as diferencia das outras empresas. Nestes termos, Chua, Chrisman e Sharma (1999) propõem uma definição segundo a qual as empresas familiares são governadas e/ou geridas por membros de uma família, ou de um pequeno número de famílias, de forma sustentável entre as gerações futuras.

---

<sup>2</sup> Aqui podem incluir-se empresas multifamiliares que, segundo Steier, Chrisman e Chua (2015), têm recebido pouca atenção na literatura. Estas empresas são menos comuns e mais complexas, dada a existência de diferentes visões e culturas entre as famílias (Pieper *et al*, 2015).

<sup>3</sup> Astrachan, Klein e Smyrnios (2002) criaram o *F-PEC scale*, que representa um instrumento de medição do nível da influência familiar na empresa, através de três dimensões: o poder, a cultura e a experiência. Ainda de acordo com Astrachan, Klein e Smyrnios (2002, 2005), este instrumento pode contribuir para a definição de empresas familiares.

Em 2009, num estudo realizado pela Comissão Europeia (CE), foram identificadas mais de 90 definições para empresas familiares. Todavia, a falta de operacionalidade atribuída a quase todas as definições torna a sua utilidade prática mais difícil (CE, 2009). Ainda assim, o estudo considera que uma empresa, de qualquer dimensão, é familiar se:

- a) a pessoa que fundou ou adquiriu a empresa (ou o seu cônjuge, seus pais, filhos ou os respetivos herdeiros diretos) detém a maioria dos direitos de voto;
- b) pelo menos um representante da família está envolvido na gestão ou administração da empresa;
- c) tratando-se de uma empresa cotada, a pessoa que fundou ou adquiriu a mesma (ou a respetiva família) possui 25% dos direitos de voto, através de ações ou quotas detidas, e há pelo menos um membro da família no conselho de administração ou gerência. (PricewaterhouseCoopers (PWC), 2016, p.32).

Importa realçar que esta definição não é juridicamente vinculativa e que, segundo o PE (2015), a falta de uma definição concreta, simples e harmonizada dificulta a comparação entre os estados membros da UE, podendo atrasar o processo de decisão política e implicar que as necessidades destas empresas não sejam devidamente atendidas.

Apesar da diversidade, pode concluir-se que a propriedade e posse da empresa, a responsabilidade pela gestão e a continuidade e evolução futura são critérios unânimes na maioria das definições (Martins, 1999).

### **1.1.3 Diferenças entre Empresas Familiares e Empresas não Familiares**

Apesar de ainda não existir uma definição aceite universalmente de empresa familiar, na perspetiva de Steier, Chrisman e Chua (2004) deve salientar-se que a influência da família na empresa afeta a tomada de decisão, a cultura, a inovação, os problemas de agência e o processo de sucessão, sendo estes fatores diferenciadores das empresas não familiares.

As diferenças existentes entre as empresas familiares e as empresas não familiares não estão relacionadas com a importância de umas em detrimento das outras, mas sim com as metas estipuladas por cada uma delas (Chrisman *et al.*, 2013). As empresas familiares têm os mesmos objetivos que as suas contrapartes não familiares, nomeadamente, atingir elevada quota de mercado, obtenção de lucro, expansão da atividade para novos mercados, melhoria da qualidade, satisfação de clientes e obtenção de reputação.

Contudo, as empresas familiares têm de contar com a influência direta da família nos negócios, para além do desejo de manter a propriedade na esfera familiar ao longo das gerações (Ussman, 2004). Por isso, estas empresas são impulsionadas em primeiro lugar pelas emoções e só depois pela

economia, enquanto para as empresas não familiares a economia tem maior relevância (Carlock & Ward, 2010).

Segundo Steier, Chrisman e Chua (2004), o que distingue empresas familiares de empresas não familiares é a capacidade que a família tem para influenciar as decisões e os comportamentos dentro das empresas. Para Chrisman *et al.* (2013) essa distinção baseia-se nos objetivos, nos estilos de governança e nos recursos disponibilizados pelas relações familiares com a empresa. De um modo geral, Davis (1983 como citado em Chami, 2001, p.4) refere que o que distingue verdadeiramente estes dois tipos de organizações “*is the level of trust and altruism, commitment, long-range planning, and love for the firm*”.

### 1.1.4 Características das Empresas Familiares

O envolvimento da família nos negócios determina que os objetivos da empresa sejam influenciados pela relação família-empresa. Por isso, a influência da família proporciona às empresas familiares características distintas de outros tipos de empresas, nomeadamente grande concentração de objetivos não económicos que refletem as necessidades e desejos da família (Chrisman *et al.*, 2012; Daspit *et al.*, 2017):

- **conflitualidade:** as empresas familiares têm mais partes interessadas com maior nível de relacionamento entre elas (Gallo & Ribeiro, 1996), provocando grande complexidade na tomada de decisão (Ussman, 1996, 2004). Normalmente, os conflitos advêm da rivalidade entre irmãos, do desejo de se diferenciarem dos seus pais, da discórdia conjugal, de choques de identidade, da dispersão da propriedade entre os membros da família, da transferência dos problemas familiares para a empresa e de conflitos de interesses entre a família e a empresa (Donnelley, 1988; Ussman, 1996, 2004; Kellermanns & Eddleston, 2004). O altruísmo, apesar de constituir uma característica importante no relacionamento entre os membros da família, influencia o relacionamento nestas empresas (Chami, 2001; Chrisman, Chua & Litz, 2004; Kellermanns & Eddleston, 2004; Chrisman *et al.*, 2012). Segundo um estudo da PWC (2014), o potencial conflito constitui uma das razões para tão poucas empresas familiares sobreviverem para além da segunda ou da terceira geração. No entanto, conflitos bem resolvidos criam vantagens ao nível da competitividade e desempenho (Ussman, 2004; Kellermanns & Eddleston, 2004);
- **lealdade dos trabalhadores para com a família proprietária e entre os membros da família:** o tratamento familiar dado aos colaboradores, familiares ou não, motiva a criação de um sentimento de lealdade, mesmo quando existem problemas (Kepner, 1983; Ussman, 1996, 2004; Chami, 2001);
- **reputação:** as dívidas contraídas pelas empresas familiares são muitas vezes pagas pela fortuna familiar, cujo nome serve de garantia para os credores (Ussman, 1996, 2004);

- fechada a capital estranho à família: as empresas familiares preferem meios de financiamento que não diluam o controlo familiar (Ussman, 2004; CE, 2009). Conforme refere Ussman (1996, pag.22), “a empresa é assunto da família e assim continuará”;
- perspectiva de longo prazo: nestas empresas, a criação de valores e de tradições é mais continuada ao longo das gerações (Ussman, 2004);
- nepotismo excessivo (Donnelley, 1988; Kepner, 1983; Ussman, 1996, 2004; Chami, 2001; Neves, 2001);
- falta de profissionalização na gestão (Neves, 2001; Ussman, 2004; Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), 2014);
- prudência e comportamento avesso ao risco (CE, 2009; PWC, 2016);
- evolução: a evolução e o desenvolvimento das empresas familiares estão interligados com as necessidades dos membros da família (Gallo & Ribeiro, 1996);
- pequenas, mais antigas e demasiado tradicionais (Gallo & Ribeiro, 1996; Ussman, 1996).

### 1.1.5 Cultura nas Empresas Familiares

A cultura é definida através da partilha de experiências, de conhecimentos, de valores e de crenças que se experienciam. Por outras palavras, Ussman (2004, pág. 76) define cultura como “a forma tradicional e voluntariamente partilhada de pensar e agir”.

A cultura da empresa familiar está relacionada com a propriedade, o poder e os valores da família, em que as suas raízes foram desenvolvidas no seio familiar, antes da criação da empresa (Casimiro, 2008). Mais concretamente, Gallo e Ribeiro (1996) esperam que na cultura destas empresas surjam valores relacionados com o tipo e nível de crescimento e de risco, com as características dos sócios, com as formas de exercer e de atribuir poder, bem como com a forma de garantir harmonia entre os proprietários, a família e os trabalhadores.

Nas empresas familiares, a cultura é um elemento impulsionador da competitividade face aos concorrentes, tornando-se essencial para a continuidade e sobrevivência destas empresas (Martins, 1999; Ussman, 2004; Zahra, Hayton & Salvato, 2004).

Na envolvente do ciclo de vida das empresas familiares podem identificar-se três padrões culturais: (i) a cultura paternalista, (ii) a participativa e (iii) a profissional (Ussman, 2004). Conforme descreve a autora, a cultura paternalista é comum nas empresas conduzidas pelo fundador que promove o bem-estar da família e dos empregados. A cultura participativa é típica da segunda geração, onde há uma descentralização do poder, mas a influência do fundador ainda está muito presente. A cultura profissional é frequente na terceira e seguintes gerações, em que a família começa a ceder parte do capital e a permitir a entrada de gestores profissionais na empresa.

### 1.1.6 Sucessão nas Empresas Familiares

As empresas familiares são a forma de organização predominante e a sua continuidade é fulcral para a economia, sendo a sucessão um dos temas mais abordados.

Segundo Ussman (2004), o processo de sucessão pode ser definido pela substituição do poder e controlo da empresa (propriedade de uma família) pela geração seguinte e pode acontecer nos mais variados níveis hierárquicos. Trata-se de um processo lento que requer a preparação de um plano antes de o sucessor assumir a gestão da empresa, representando uma etapa fundamental, tanto na sobrevivência como na continuidade da mesma (Martins, 1999; Daspit *et al.*, 2016).

A disposição de um plano de sucessão eficaz permite criar condições de sucesso para a próxima geração, nomeadamente no correto alinhamento das metas da família e da empresa a médio e a longo prazo. Contudo, apenas 15% das empresas familiares planeiam o processo de sucessão e 43% não dispõem de qualquer plano (PWC, 2016).

De acordo com Neves (2001), a sucessão pode dever-se à idade avançada do fundador, à incapacidade do mesmo para continuar na empresa ou à necessidade de uma estrutura diferente para a organização crescer e se desenvolver. Segundo o autor, a sucessão pode assumir quatro formas: (i) a transferência da propriedade/controlo para os herdeiros, (ii) a venda da empresa a membros familiares ou (iii) aos gestores profissionais e (iv) a venda a terceiros. A venda ou a liquidação do negócio familiar costuma acontecer quando a empresa é gerida e controlada por um membro não pertencente à família ou quando a empresa está numa geração em que o controlo se encontra muito disperso (Chrisman *et al.*, 2013).

O estudo realizado pela PWC (2016) sugere que, apesar de as empresas familiares apresentarem um histórico de longevidade, em média sobrevivem apenas a três gerações e somente 3% ultrapassam a geração seguinte. Ussman (2004) aponta algumas causas para o desaparecimento das empresas familiares: (i) falta de herdeiros e motivação para continuar, (ii) erros fulcrais no que toca à mudança, diversificação e tomada de decisão, (iii) insistência em manter o controlo total na família e (iv) falta de capital para compensar o crescimento da empresa.

No momento da sucessão nem todas as partes ficam completamente satisfeitas. Elegendo um membro da família poderia prejudicar-se o desempenho da empresa, enquanto que optando por um indivíduo externo poderia melhorar-se a performance, embora a família pudesse lidar mal com a escolha (Steier, Chrisman & Chua, 2004).

Todavia, quando as relações entre o titular da empresa e o seu sucessor são baseadas na confiança, lealdade e respeito, motivam a redução das assimetrias de informação e proporcionam aptidões ao sucessor para lidar com as adversidades dos negócios (Daspit *et al.*, 2016).

Apesar do processo de sucessão constituir a maior causa de fracasso, a verdade é que se tem tornado numa mais-valia para as empresas que preparam atempadamente esta fase, compreendendo e gerindo potenciais conflitos de modo a assegurar a continuação do negócio.

### 1.1.7 Gestão nas Empresas Familiares

No contexto das empresas familiares associa-se o controlo da propriedade e a gestão das mesmas a um único indivíduo ou a um grupo de indivíduos com interesses idênticos. No entanto, Zellweger e Kammerlander (2015) destacam que a propriedade e gestão das empresas familiares podem estar concentradas num grupo de pessoas com interesses heterogéneos.

A gestão destas empresas tem como principal objetivo minimizar os conflitos entre a família e a empresa, exigindo clareza na resolução de problemas, de modo a encontrar soluções viáveis à continuação da organização (Ussman, 2004; Sarbah & Xiao, 2015). Por isso, a gestão deve ser capaz de olhar para além da ótica tradicional, dado que as direções convencionais não são suficientes para que estas empresas consigam prosperar num mundo cada vez mais competitivo (Martins, 1999; Ussman, 2004).

Normalmente, a literatura evidencia um modelo que resume o ciclo e vida das empresas familiares e que caracteriza o seu crescimento:

- primeiro estágio – controlo por um empresário: nesta fase a empresa ainda é propriedade do seu fundador que também a gere, sem influência dos sócios/acionistas;
- segundo estágio – parceria entre irmãos: a propriedade e gestão da empresa já foram transferidas/herdadas para os filhos;
- terceiro estágio – consórcio de primos: esta fase é mais frequente na terceira geração, onde o controlo está dissipado entre vários membros da família.

Geralmente, no primeiro estágio de vida das empresas familiares, enquanto geridas pelos fundadores, os aspetos da governação são essencialmente informais e não existem muitos conflitos (Sarbah & Xiao, 2015). À medida que o ciclo de vida aumenta, e com ele mais membros se vão juntando à empresa, novos ideais e interesses vão surgindo, suscitando novos problemas e desafios de gestão (Sarbah & Xiao, 2015).

Para Ussman (2004) é essencial institucionalizar a empresa familiar, incorporando meios que racionalizem uma gestão profissional. Se, por um lado, a família não deve sair drasticamente da direção da empresa, por outro lado, a entrada de diretivos externos trará a objetividade que, eventualmente, faltava. A autora aponta a gestão estratégica como forma de institucionalizar as empresas familiares, uma vez que este processo passa pela implementação de objetivos, de modo a aproveitar os melhores recursos disponíveis internamente, e a garantir a satisfação das necessidades familiares, de forma a coexistirem harmoniosamente empresa e família.

A profissionalização da gestão nas empresas de cariz familiar é um assunto muito debatido atualmente por ser reconhecido como imprescindível para o seu desenvolvimento e crescimento sustentável (Ussman, 2004). O processo de formalização<sup>4</sup> requer delegação de responsabilidades

---

<sup>4</sup> Um inquérito realizado pela PWC (2016) indica que 43% das empresas familiares definiram a profissionalização da gestão como a maior prioridade para os próximos 5 anos. Contudo são as empresas mais jovens que encaram a profissionalização de forma mais acentuada.

em indivíduos preparados e com conhecimentos para assumir os potenciais compromissos empresarias.

A contratação de membros externos à família é outro assunto fundamental para a boa gestão da empresa. Porém, existe relutância na contratação de gestores, sendo comum servirem apenas de mediadores informais sem aproveitamento das suas capacidades (Gallo & Ribeiro, 1996). Por outro lado, o facto de as empresas familiares serem reconhecidas por alguns constrangimentos (empresas problemáticas, com desenvolvimento limitado pelo domínio da família, com existência de nepotismo e atividades tradicionais, com falta de autonomia dos membros externos para a tomada de decisão) determina que muitos gestores profissionais externos as excluam do seu leque de preferências (Ussman, 2004).

Pelo exposto, conclui-se que o aumento das gerações familiares e a continuação do cariz familiar da empresa reclamam a criação de organismos que regulem as relações entre a família e a empresa.

### 1.1.7.1 Organismos Reguladores

Existem mecanismos que podem ajudar na racionalização da relação família-empresa, nomeadamente, o Conselho de Família, o Protocolo Familiar, as Entidades Intermédias (à família e/ou empresa), os Escritórios de Família (*Family Offices*) ou as *Family Trust/Foundation* (Ussman, 2004; Zellweger & Kammerlander, 2015):

- o Conselho de Família<sup>5</sup> tem como funções debater os objetivos da empresa, os valores e propósitos familiares, as situações conflituosas e o relacionamento da família com a empresa (e vice-versa). Também planeia as assembleias familiares e discute as questões atuais dos negócios, propriedade e direção da empresa (Ussman, 2004);
- o Protocolo Familiar representa um conjunto de normas éticas e comportamentais para regular as relações entre a família e a empresa, contemplando os valores da empresa e da família, as normas de trabalho para os membros da família, as contratações e remunerações dos colaboradores, as regras de compra e venda do capital, o desenvolvimento estratégico e a gestão do património, os processos de sucessão, os órgãos de governo e o seu funcionamento (Gallo & Ribeiro, 1996; Martins, 1999; Ussman, 2004);
- as Entidades Intermédias podem participar nos conselhos de família e na elaboração do protocolo, servindo de apoio na resolução de conflitos, sem interferir nas decisões tomadas pelos participantes (Ussman, 2004);
- os *Family Offices* são orientados para o aconselhamento, mediação e supervisionamento dos Conselhos de Família (PWC, 2016);

---

<sup>5</sup> O Conselho de Família é eleito pela assembleia familiar e constitui o órgão de criação e gestão do Protocolo Familiar.

- a partilha de riqueza como responsabilidade social gera bons negócios e novas oportunidades (Caspar, Dias & Elstrodt, 2010; Zellweger & Kammerlander, 2015). Portanto, as empresas familiares devem criar *Family Trust/Foundation* como forma de comprometimento com o negócio, de promoção dos valores familiares ao longo das gerações, de proteção da riqueza e minimização dos impostos (Caspar, Dias & Elstrodt, 2010).

Para além destes organismos, um estilo adequado de *governance* ajuda a promover um desenvolvimento económico sustentável, através do desempenho empresarial e do acesso ao capital externo (Sarbah & Xiao, 2015).

### **1.1.7.2 Corporate Governance**

Muitas empresas familiares decidiram prevenir conflitos pela criação de uma estrutura organizacional que melhore a competitividade e que torne a informação transparente entre os atuais e os potenciais *stakeholders* (Brenes, Madrigal & Requena, 2011).

O Governo das Sociedades (*Corporate Governance*) é um estilo de governança muito usado atualmente. A origem do estilo teve como aspetos relevantes a separação entre propriedade e gestão e o alinhamento de interesses entre administradores, acionistas e *stakeholders* (Silva *et al.*, 2006). Contudo, outros fatores têm emergido, tais como a globalização, a internacionalização da economia – e consequentemente das empresas –, o desenvolvimento dos mercados de capitais e o desenvolvimento das Tecnologias de Informação e Comunicação (TIC).

Nas empresas familiares, o governo das sociedades cria uma estrutura capaz de definir funções e delegar responsabilidades, assim como orientações imparciais sobre a contratação de membros familiares e não familiares (Sarbah & Xiao, 2015). Além disso, direciona as famílias no desenvolvimento dos seus negócios e das suas consequências, pondo em prática as políticas adequadas para gerir a complexidade das relações entre a família e a empresa. Por último, fomenta a distribuição equitativa de poder. Ainda assim, importa definir e clarificar os papéis e as responsabilidades das várias partes interessadas (Brenes, Madrigal & Requena, 2011).

Não obstante, Sarbah e Xiao (2015) destacam que este estilo de governança também acarreta algumas desvantagens, nomeadamente, funções adicionais na auditoria, nomeação de comités, remuneração e novas contratações de diretores, especialmente não executivos.

Apesar de tudo, o governo das sociedades influencia uma tomada de decisão mais aberta e justa, aumentando a reputação da empresa, reduzindo os problemas relativos à assimetria de informação e o risco de investimento por parte das famílias e monitoriza as ações dos gestores e diretores, diminuindo os problemas de agência (Sarbah & Xiao, 2015).

### 1.1.8 Vantagens e Desvantagens das Empresas Familiares

O envolvimento da família nos negócios pode afetar o desempenho das empresas, uma vez que os objetivos, o estilo de governança e os recursos destas entidades motivam diferentes comportamentos que poderão resultar em vantagens ou desvantagens (Daspit *et al.*, 2017).

Quanto às vantagens, salientam-se:

- tomada de decisão rápida, eficaz e objetiva<sup>6</sup> (Tagiuri & Davis, 1996);
- lealdade familiar e confiança mútua (Donnelley, 1988; Tagiuri & Davis, 1996; Gallo & Ribeiro, 1996; Ussman, 1996, 2004; IPCG, 2014), permitindo a permanência dos postos de trabalho<sup>7</sup>. A lealdade dos empregados e gestores que não fazem parte da família também é significativa nestas empresas (Donnelley, 1988). Os detentores do capital possuem confiança baseada nas relações familiares e na partilha de valores;
- facilidade de comunicação entre os detentores de capital (Tagiuri & Davis, 1996; Gallo & Ribeiro, 1996; IPCG, 2014);
- transferência dos valores familiares para o meio empresarial, fortalecendo o sentido de missão nos funcionários (Tagiuri & Davis, 1996; IPCG, 2014);
- maior nível de liberdade e independência e menor pressão competitiva de quem trabalha para a família (Ussman, 2004);
- maior nível de dedicação e sacrifício pessoal na realização de tarefas e na consecução dos objetivos (Gallo & Ribeiro, 1996);
- maiores ganhos financeiros pelos membros da família quando a empresa acarreta despesas que seriam do forro pessoal de cada um (Ussman, 2004);
- orgulho, prestígio, reputação e autoridade reconhecida (Donnelley, 1988; Gallo & Ribeiro, 1996; Ussman, 1996, 2004; IPCG, 2014). O incremento da quota de mercado no tempo representa um motivo de orgulho para os seus fundadores e para as gerações futuras (Ussman, 1996 e 2004). A reputação da família serve frequentemente de garantia a empréstimos bancários (Donnelley, 1988; Ussman, 1996, 2004; IPCG, 2014);
- a convivência com o seio familiar e a partilha de experiências e conhecimentos proporcionam uma forma de aprendizagem exclusiva (Ussman, 2004) e os meios para complementar fraquezas e enfrentar adversidades (Tagiuri & Davis, 1996);
- melhoria das relações familiares e união da família ao longo das gerações pelo bem-estar do negócio (Ussman, 2004);
- recursos únicos disponibilizados pela família<sup>8</sup> (Donnelley, 1988; Ussman, 2004);
- orientação para o longo prazo (Donnelley, 1988; Ussman, 1996, 2004; IPCG, 2014). As ações que garantem lucros futuros são privilegiadas relativamente àquelas que garantem

---

<sup>6</sup> Contudo, a constante interação da família com a empresa torna a tomada de decisão mais complexa (Gallo & Ribeiro, 1996; Ussman, 2004).

<sup>7</sup> Todavia, esta situação pode causar falta de competitividade (Ussman, 1996, 2004).

<sup>8</sup> Nem sempre se trata de meios financeiros, na medida em que muitas empresas transferem gestores competentes para outras empresas do grupo com maiores dificuldades (Donnelley, 1988).

resultados imediatos (Ussman, 1996, 2004). Estas empresas mantêm um compromisso de longo prazo com os *stakeholders* e com a comunidade onde operam (IPCG, 2014);

- unificação de interesses entre proprietários e gestores (Donnelley, 1988; Gallo & Ribeiro 1996);
- maior resistência a crises (IPCG, 2014).

Os autores Gallo e Ribeiro (1996) destacam quatro “armadilhas” que as empresas familiares podem enfrentar ao longo da vida:

- Primeira armadilha: confundir o ser proprietário com o ter capacidade adequada para dirigir a empresa. O simples facto de a empresa pertencer a uma determinada família não significa que os membros e os potenciais herdeiros tenham capacidade para assegurar todas as funções que os cargos de topo exigem;
- Segunda armadilha: confundir as regras de mercado dos fluxos económicos. Frequentemente, estas empresas tendem a remunerar os membros da família acima do mercado e a pagar dividendos aos acionistas abaixo do considerado normal;
- Terceira armadilha: confundir os laços familiares com os laços contratuais. Regularmente, nestas empresas os membros familiares recebem acima daquilo que contribuíram;
- Quarta armadilha: atrasar o processo de sucessão. A sucessão é um processo muito complexo e duradouro que requer sacrifícios tanto da família como da empresa. Todavia, existe falta de preparação para este processo que será inevitável.

Estas armadilhas são muito importantes e retratam algumas das características mais evidentes das empresas familiares. Mas a pior consiste em julgar-se imunizado a essas armadilhas.

Quanto às desvantagens, salientam-se:

- conflitos de interesses entre a família e a empresa (Kepner, 1983; Donnelley, 1988; Tagiuri & Davis, 1996; Ussman, 2004). Muitas empresas colocam o bem-estar da família acima dos objetivos económicos da empresa;
- a convivência em comum mostra as debilidades de todos os envolvidos, podendo surgir situações de falta de confiança devido a incidentes passados (Tagiuri & Davis, 1996);
- comunicação pouco objetiva e, por vezes, distorcida, podendo até mesmo aparecerem hostilidades (Tagiuri & Davis, 1996);
- surgimento de rivalidades entre parentes (Tagiuri & Davis, 1996);
- falta de disciplina quanto ao destino dos lucros e no desempenho dos setores de atividade (Donnelley, 1988). Por vezes, os lucros são redirecionados para investimentos despropositados<sup>9</sup>;
- reação tardia às novas oportunidades de crescimento impostas pelo mercado (Donnelley, 1988). A falta de preparação de alguns colaboradores familiares pode atrasar a resposta às

---

<sup>9</sup> No entanto, em muitas empresas familiares não se distribuem os resultados, uma vez que o dinheiro deve manter-se para assegurar as próximas gerações (Ussman, 2004).

- mudanças do meio e dificultar a tomada de decisão quando surgem novas oportunidades de investimento (Martins, 1999);
- limitações ao crescimento (Ussman, 2004; IPCG, 2014). O facto de as empresas familiares estarem fechadas à entrada de capital estranho à família – por acarretar perda de domínio – restringe o crescimento empresarial (Ussman, 2004; CE, 2009). A propriedade privada limita o acesso ao capital, obrigando a empresa a confiar nas fontes internas para financiar os investimentos (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a);
  - falta de profissionalização na gestão (Neves, 2001; Ussman, 2004; IPCG, 2014).

### 1.1.9 Desafios Colocados às Empresas Familiares

As empresas familiares têm que lidar com as incertezas do mundo dos negócios, para além dos problemas que advêm do seio familiar, tornando a tomada de decisão mais complexa nestas empresas (Ussman, 1996).

As relações, que começaram por ser simples e baseadas na confiança, tornam-se mais complexas à medida que aumenta o número de pessoas envolvidas e a geração evolui (Gallo & Ribeiro, 1996). A forte carga emocional ligada a estas empresas deve ser gerida de modo a controlar os problemas familiares que muitas vezes são transferidos para o negócio (Ussman, 1996).

A imagem negativa que as empresas familiares têm no mercado de trabalho, em termos de crescimento profissional, resulta do elevado nepotismo e paternalismo, em que os membros não familiares serão preteridos aos familiares (CE, 2009).

A questão da sucessão é analisada por diversos autores como a maior preocupação das empresas familiares, por ser um processo complexo e com demasiadas implicações (Handler, 1994; Gallo & Ribeiro, 1996; Martins, 1999; Ussman, 2004).

Neste contexto, o IPCG (2014) destaca os principais desafios que as empresas familiares enfrentam: (i) fazer com que a Assembleia de Família e o Protocolo de Família funcionem eficazmente, (ii) gerir as necessidades de liquidez tanto da família como da empresa, (iii) ultrapassar o processo de sucessão, (iv) equilibrar a gestão familiar com a gestão profissional, (v) impedir que os problemas familiares sejam transferidos para o seio empresarial, (vi) gerir as relações entre os membros da família e os restantes trabalhadores da empresa e (vii) unificar as estratégias empresariais com as familiares.

Complementarmente, a AEF<sup>10</sup> indica as seguintes preocupações: (i) financiar as atividades sem diluir o controlo familiar, (ii) resolver dificuldades financeiras resultantes da mudança de geração, (iii) ultrapassar a relutância dos seniores em abdicar do controlo, (iv) encontrar e preparar o futuro sucessor e (v) profissionalizar a gestão.

---

<sup>10</sup> <http://www.empresasfamiliares.pt/o-que-e-uma-empresa-familiar?article=291-desafios-colocados-as-empresas-familiares>

Gallo e Ribeiro (1996) focam a internacionalização como outro problema das empresas familiares, uma vez que requer mudanças nos níveis organizacionais e culturais.

O recrutamento e retenção de mão-de-obra qualificada (CE, 2009; PWC, 2016; Villax, 2017), por um lado, e, por outro, a falta de empreendedorismo, de qualificação para a gestão e de investigação (CE, 2009) também são problemas típicos das empresas familiares.

O facto de estas empresas serem avessas ao risco e preferirem meios de financiamento que não diluam o controlo da família na empresa limita os investimentos que diversificariam a riqueza da família (Caspar, Dias & Elstrodt, 2010). É por isso que as empresas bem-sucedidas são normalmente multinacionais que renovam as suas carteiras no tempo, de modo a preservar bons investimentos (Caspar, Dias & Elstrodt, 2010).

Segundo Donnelley (1988), as principais fraquezas de uma empresa familiar podem ser contornadas através do controlo do nepotismo, de barreiras à contratação de membros da família, de incentivos ao bom desempenho de parentes e da avaliação dos administradores membros da família. Apesar das adversidades e mudanças a todos os níveis, as empresas familiares continuam a mostrar vitalidade e ambição, sendo exemplo de casos de sucesso, tanto a nível nacional como internacional.

## 1.2 Estrutura de Capitais

A estrutura de capitais é um tema relevante na área financeira que continua a suscitar inúmeros trabalhos de investigação, quer ao nível da otimização, quer ao nível dos determinantes da tomada de decisão empresarial.

A estrutura de capitais é definida pela conjugação de capitais próprios e de capitais alheios a que a empresa recorre para fazer face aos seus interesses e às suas necessidades de financiamento.

Quando a empresa é exclusivamente financiada por capitais próprios, os fluxos de tesouraria pertencem aos acionistas; de outro modo, quando é financiada pela emissão de dívida, os fluxos de tesouraria são repartidos entre os detentores da dívida (na parte de menor risco) e os detentores do capital (na parte de maior risco) (Brealey & Myers, 1998). Ainda segundo estes autores (p. 447), a estrutura de capitais é definida pela “composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa”. Complementarmente, Vieito e Maquieira (2013, p.249) adiantam que “entende-se por estrutura de capital de uma empresa o peso relativo que o valor de mercado da sua dívida e do seu capital próprio têm no capital total dessa instituição”.

A forma como as empresas se financiam, os fatores que suscitam tais decisões e o modo como essas escolhas afetam a economia são questões fundamentais que têm sido discutidas ao longo do tempo (Frank & Goyal, 2005). Várias teorias financeiras foram surgindo para explicar os fatores que influenciam as decisões sobre a estrutura de capitais das empresas, destacando-se pela importância – e, por conseguinte, para a presente dissertação – a TOT e a POT.

Para enquadrar o desenvolvimento desta temática, numa fase prévia será abordada a Teoria Tradicional – que está na origem das teorias sobre a estrutura de capitais – e os trabalhos de Modigliani e Miller (M&M) – que impulsionaram a teoria financeira moderna.

### 1.2.1 A Teoria Tradicional

A teoria tradicional foi introduzida por Durand (1952) através do artigo “*Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*” que apresentou fundamentos plausíveis a respeito da existência de uma estrutura ótima de capital, resultante da conjugação do capital alheio e do capital próprio, que maximiza o valor da empresa e, conseqüentemente, minimiza o Custo Médio Ponderado do Capital<sup>11</sup> (CMPC). Esta taxa calcula-se pela média ponderada (pelo peso dos respetivos capitais) do custo do capital próprio e do custo do capital alheio. À medida que as empresas vão substituindo o capital próprio pelo capital alheio, os acionistas exigirão um retorno superior pelos capitais investidos, proporcional ao aumento do nível de risco.

Os tradicionalistas defendem que um grau de endividamento moderado pode aumentar a rentabilidade do capital próprio (Gama, 2000) e, conseqüentemente, o valor da empresa. Brealey e Myers (1998) apontam dois argumentos a favor da teoria tradicional:

- os investidores de uma empresa moderadamente endividada poderão classificar o risco financeiro de forma distinta, despertando apenas quando o endividamento se torna excessivo, aceitando uma taxa de rentabilidade inferior àquela que deveriam;
- os mercados de capitais são imperfeitos, sendo as ações das empresas endividadas transacionadas com um prémio em relação ao valor em mercados perfeitos.

Segundo os mesmos autores, as imperfeições do mercado tornam o endividamento pessoal dispendioso e arriscado, levando os investidores a recorrer ao investimento em ações de empresas endividadas, suportando o prémio pago pelas mesmas. No entanto, afirmam que este argumento não está completo, uma vez que para as pessoas recorrerem às ações das empresas endividadas devem estar insatisfeitas com o mercado.

Contrariamente a esta posição, em 1958 M&M revolucionaram a teoria tradicional, admitindo que os mercados de capitais são perfeitos e que o valor da empresa não é afetado pela estrutura de capitais. Os autores fundamentaram a sua análise em duas perspetivas: (i) uma baseada na ausência de impostos sobre os lucros (1958) e outra baseada na existência de impostos sobre os lucros (1963). As teorias de M&M foram consideradas pioneiras sobre a estrutura de capitais das empresas.

---

<sup>11</sup> Segundo Brealey e Myers (1998), o CMPC é usado para determinar o Valor Atual Líquido (VAL) dos projetos de investimento que não alteram o nível de risco da empresa.

## 1.2.2 Modigliani e Miller – 1958

O artigo de M&M (1958) “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, em que defenderam a proposição da irrelevância da estrutura de capitais na determinação do valor de uma empresa, revolucionou a teoria tradicional e impulsionou a designada moderna teoria financeira. O modelo de M&M pressupõe que o mercado de capitais é perfeito e que as decisões de financiamento são irrelevantes, baseando-se num conjunto de pressupostos:

- o mercado de capitais é perfeito: os preços dos ativos refletem toda a informação disponível no mercado, os títulos são divisíveis, todos os agentes possuem a mesma informação em simultâneo, não existem custos de transação e emissão de títulos nem subsídios;
- não existem impostos sobre o rendimento das pessoas nem das empresas;
- ausência de risco de incumprimento e de custos de falência;
- tanto os indivíduos com as empresas podem contratar ou conceder empréstimos à mesma taxa de juro isenta de risco;
- as empresas podem ser classificadas por classes de rendimento e/ou risco equivalentes. As ações das empresas que pertençam à mesma classe terão o mesmo nível de risco e de retorno;
- a empresa emite apenas dois tipos de instrumentos financeiros, ações (capital próprio) e obrigações (dívida isenta de risco);
- os investidores possuem condutas racionais, preferindo maximizar o seu bem-estar e, conseqüentemente, a sua riqueza;
- os investidores possuem perspectivas homogêneas quanto ao resultado futuro, sendo o EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) uma variável aleatória e subjetiva;
- o EBIT é perpétuo e constante, pelo que a taxa de crescimento dos resultados é nula;
- inexistência de problemas de agência, assumindo que o interesse dos gestores é maximizar a riqueza dos acionistas.

Os pressupostos de M&M podem ser vistos na perspectiva da arbitragem, em que os investidores venderão as ações de uma empresa sobreavaliada e comprarão ações de uma empresa subavaliada sempre que o valor de duas empresas – dentro de uma mesma classe de rendimento – for diferente (Gama, 2000; Esperança & Matias, 2009).

M&M apresentam três<sup>12</sup> proposições acerca da irrelevância da estrutura de capitais.

---

<sup>12</sup> Normalmente, apenas são consideradas e discutidas as duas primeiras proposições, sendo a terceira de natureza normativa (Esperança & Matias, 2009).

**Proposição I:**

A proposição I estipula que num mercado perfeito o valor da empresa é independente do seu nível de endividamento e que o CMPC é constante e independente da sua estrutura. Neste sentido, a estrutura de financiamento não tem qualquer influência sobre a riqueza dos acionistas (Gama, 2000).

Segundo Brealey e Myers (1998), a proposição I não é apenas admissível na conjugação de dívida e de capital próprio, mas também em qualquer combinação de instrumentos financeiros, supondo que uma empresa pode recorrer a qualquer decisão de financiamento sem se preocupar com a origem do dinheiro.

M&M ainda afirmam que a estrutura de capitais continua a ser irrelevante mesmo considerando que a dívida contém riscos.

O valor de mercado de qualquer empresa resulta da atualização dos resultados (designados *cash-flows*) esperados no futuro à taxa de rendibilidade associada à sua classe de risco (Bastos, 2016).

A partir desta proposição resulta que o valor de mercado de uma empresa endividada é exatamente o mesmo se a empresa não recorrer ao endividamento:

$$V_u = V_l \quad (1)$$

em que  $V_u$  é o valor de mercado da empresa não endividada e  $V_l$  é o valor de mercado da empresa endividada. Por conseguinte, o valor da empresa depende apenas da sua capacidade para gerar *cash-flows* futuros e da sua política de investimento (Vieito & Maquieira, 2013).

**Proposição II:**

A proposição II determina que a taxa de rendibilidade esperada do capital próprio sobe à medida que o endividamento aumenta. Isto significa que os acionistas exigem uma taxa de retorno superior em compensação do aumento do risco financeiro decorrente do aumento do grau de endividamento.

A partir desta proposição resulta que o custo do capital próprio de uma empresa endividada é igual à taxa de rendibilidade esperada para a ação da empresa sem endividamento adicionada de um prémio de risco financeiro:

$$r_{cp\ l} = r_{cp\ u} + \frac{D}{CP} (r_{cp\ u} - r_d) \quad (2)$$

em que  $r_{cp\ l}$  é o custo do capital próprio de uma empresa endividada,  $r_{cp\ u}$  é o custo do capital próprio de uma empresa não endividada,  $D$  é o valor de mercado do capital alheio,  $CP$  é o valor de mercado do capital próprio,  $\frac{D}{CP}$  é o rácio de endividamento e  $r_d$  é o custo do capital alheio.

### **Proposição III:**

A proposição III baseia-se nas duas proposições anteriores e define uma regra para a otimização da política de investimentos da empresa, estipulando que a taxa de rendibilidade exigida num projeto tem de ser igual ou superior à taxa de atualização ajustada ao nível de risco a que a empresa pertence. Além disso, ainda defendem que a forma de financiamento do investimento é irrelevante para o valor da empresa.

Recorde-se que as proposições de M&M consideram mercados de capitais perfeitos, mas Brealey e Myers (1998, p.462) alertam que os mercados “de forma geral funcionam bem, mas não são 100% perfeitos em 100% do tempo. Portanto, M&M devem estar errados algumas vezes, em alguns lugares”.

Ao longo das últimas décadas surgiram vários trabalhos de investigação sobre as proposições de M&M, nomeadamente a questionar a irrelevância da estrutura de capitais, comprovando algumas falhas no modelo de 1958.

### **1.2.3 Modigliani e Miller – 1963**

No intuito de corrigir a ausência de impostos apresentada no modelo inicial, M&M (1963) publicaram o artigo “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” em que reconhecem o efeito da fiscalidade na determinação do valor da empresa. Este modelo de M&M admite a existência de benefícios fiscais resultantes da dedução dos encargos financeiros aos lucros, concluindo que a política de endividamento não é irrelevante na definição do valor da empresa nem do CMPC.

Nesta perspetiva pode presumir-se que à medida que o endividamento da empresa aumenta, o valor da empresa – e, conseqüentemente, a riqueza dos acionistas – também aumentam, insinuando que a estrutura de capitais ótima resulta do financiamento integral por capitais alheios (Gama, 2000).

Alguns autores denotam que a correção de M&M em 1963 aproxima esta teoria à visão tradicional. Porém, o modelo de M&M considera o efeito do endividamento sobre o custo do capital pelo facto de os juros serem fiscalmente dedutíveis; enquanto na teoria tradicional, o impacto do endividamento na redução do custo de capital é relacionado com o efeito financeiro do endividamento (Gama, 2000; Esperança & Matias, 2009).

Esta teoria continua a assumir a existência de classes de rendibilidade/risco equivalentes, na medida em que a arbitragem garante o equilíbrio automático do mercado (Gama, 2000). Contudo, as imperfeições do mercado impedem que isto aconteça.

**Proposição I com Impostos:**

A proposição I com impostos estipula que o valor de mercado da empresa endividada é igual ao valor de mercado da empresa não endividada acrescido dos benefícios fiscais do endividamento:

$$V_l = V_u + t \times D \quad (3)$$

em que  $t$  é a taxa de imposto sobre os lucros e  $t \times D$  é a poupança fiscal dos juros da dívida. Segundo esta proposição, à medida que o endividamento aumenta, o valor de mercado da empresa também aumenta.

**Proposição II com Impostos:**

A proposição II com impostos determina que à medida que o endividamento da empresa aumenta, o risco financeiro também aumenta, portanto, os acionistas exigirão rendibilidades superiores para o capital próprio, descontado pelo benefício fiscal do endividamento:

$$r_{cp\ l} = r_{cp\ u} + \frac{D}{CP} (r_{cp\ u} - r_d) * (1 - t) \quad (4)$$

De acordo com esta proposição é expectável que o custo do capital próprio aumente com o aumento do endividamento.

**Proposição III com Impostos:**

A proposição III com impostos sugere que à medida que a empresa aumenta o nível de endividamento, o CMPC diminui, uma vez que os benefícios fiscais da dívida não são completamente compensados pelo aumento do seu custo.

Nos termos da teoria de M&M com impostos, a empresa obterá vantagens ao elevar o uso de capitais alheios, em detrimento dos capitais próprios. Porém o endividamento a 100% (na estrutura de capitais) não é praticável, na medida em que uma empresa totalmente endividada teria de estar falida (Brealey & Myers, 1998). Ainda assim, M&M admitem que, apesar das vantagens fiscais provenientes do endividamento, a empresa não deve endividar-se a 100%, para que disponha de flexibilidade na escolha de financiamento adequado a qualquer eventualidade.

Apesar de M&M (1963) considerarem a existência de benefícios fiscais, deixaram de parte os custos adicionais do endividamento, tais como os custos de falência, os custos de agência, os impostos sobre o rendimento e outras formas de proteção dos lucros (Esperança & Matias, 2009).

Posteriormente ao artigo de M&M (1963) surgiram outros trabalhos na procura da estrutura de capitais ótima, que resulta da combinação dos benefícios proporcionados pelo endividamento e dos custos de falência, e que vieram a definir a TOT.

#### **1.2.4 Teoria *Trade-Off***

O recurso ao capital alheio origina vantagens, conforme exposto no artigo de M&M (1963), mas também condicionantes à sobrevivência da empresa, quando usado desadequadamente. O efeito fiscal proveniente do endividamento conduz a um aumento do nível da dívida, mas, conseqüentemente, agrava a probabilidade de incumprimento, de tensões financeiras e de falência.

Conseqüentemente foram surgindo novos trabalhos apresentados por Robichek e Myers (1966), Kraus e Litzenberger (1973), Miller (1977) e Myers (1984), que defendem a otimização da estrutura de capitais através da conjugação dos benefícios fiscais e dos custos associados à dívida. Não obstante, o trabalho de M&M foi essencial para o surgimento desta teoria, cujos defensores (Frank & Goyal, 2005) tendem para um comportamento racional de otimização.

Os custos de falência – ou custos de insolvência financeira – ocorrem a partir do momento em que a empresa não consegue fazer face aos seus compromissos financeiros e começa a entrar em incumprimento. Esses custos podem ser diretos, tais como despesas legais e administrativas associadas a um processo de falência; ou indiretos, sendo difíceis de quantificar, mas que podem resultar de quebras no volume de vendas, de deterioração da imagem da empresa, da perda de clientes e/ou fornecedores e do agravamento/impossibilidade de acesso ao crédito (Altman, 1984 como citado em Gama, 2000).

Para além destes, existem ainda outros custos associados, como é o caso dos problemas de redistribuição de riqueza entre os acionistas e os obrigacionistas, que originam os designados custos de agência. Os custos de agência, criados pelos conflitos de interesses entre os detentores do capital e detentores da dívida, influenciam a disposição para o endividamento e afetam gravemente a empresa numa situação de possível falência (Vieito & Maquieira, 2013).

Todos estes custos afetam os resultados e o valor da empresa, para além de interferirem com as expectativas dos seus *stakeholders*. Portanto, constata-se que os custos de insolvência financeira acarretam maior risco para a empresa e limitam a sua capacidade de endividamento.

Segundo Miller (1977), as empresas obtêm benefícios fiscais pelo recurso ao endividamento, na medida em que os encargos financeiros podem ser deduzidos ao imposto a pagar. Por isso, elevadas taxas de imposto proporcionam maiores benefícios fiscais e, assim, estimulam maiores níveis de dívida.

Nesse contexto, Brealey e Myers (1998) defendem que as empresas com excessivo endividamento, e simultaneamente maiores encargos financeiros, deveriam emitir ações, restringir a política de dividendos e reequilibrar a estrutura de capitais.

DeAngelo e Masulis (1980) introduziram o efeito de outros benefícios fiscais não relacionados com dívida, como é o caso das depreciações, do crédito ao investimento, das contribuições para fundos de pensões e das despesas com Investigação e Desenvolvimento (I&D). De acordo com os autores, a dedução fiscal dos créditos tributários provenientes de depreciação e de investimento atua como um substituto das vantagens fiscais resultantes da dívida, pelo que as empresas com elevados benefícios fiscais não relacionados com o endividamento recorrem menos à dívida.

Considerando a TOT conclui-se que as empresas procuram atingir uma determinada estrutura de capitais otimizada, na qual os benefícios fiscais da dívida compensam os custos associados ao endividamento.

### **1.2.5 Teoria *Pecking Order***

A existência de assimetria de informação, baseada na presunção de que os gestores têm mais informação do que os investidores e que todos os intervenientes têm consciência disso (Harris & Raviv, 1991; Brealey & Myers, 1998; Gama, 2000; Bastos, 2016), motivou, em meados dos anos 80, uma nova corrente<sup>13</sup> que evidencia a preferência das empresas por financiamento interno. Consequentemente, a assimetria de informação afeta as escolhas entre financiamento interno e financiamento externo, e entre a emissão de ações e a emissão de dívida (Brealey & Myers, 1998). Neste contexto surgiu a teoria da hierarquização das fontes de financiamento, sugerida inicialmente por Donaldson (1961) e posteriormente desenvolvida por Myers e Majluf (1984) e por Myers (1984), através da qual argumentam que as empresas não possuem uma estrutura de capitais ótima e que os rácios de endividamento observados refletem as necessidades da empresa por financiamento externo.

Donaldson (1961) realçou que as empresas visam a manutenção de uma taxa de crescimento proporcional à capacidade de gerar fundos internamente (Myers, 1984 como citado em Gama, 2000). No entanto, essas descobertas não tiveram acolhimento por falta de evidências suficientes (Gama, 2000).

A POT propõe a seguinte hierarquia das fontes de financiamento (Myers, 1984; Brealey & Myers, 1998):

- 1º as empresas preferem o autofinanciamento;
- 2º as empresas ajustam os objetivos do rácio de distribuição de dividendos às oportunidades de investimento;

---

<sup>13</sup> Segundo o autor Gama (2000) é Myers (1984) que propõe o termo *Pecking Order* ao referir-se ao seu trabalho com Majluf (1984).

3º a alteração dos fundos internos resulta das políticas de dividendos, das flutuações imprevisíveis na rentabilidade e nas oportunidades de investimento. Quando os fundos internos são superiores às necessidades de financiamento, as empresas abatem a dívida ou investem em valores mobiliários negociáveis; quando os fundos internos são inferiores às necessidades, as empresas usam primeiramente o saldo de tesouraria ou vendem a carteira de valores mobiliários negociáveis;

4º sendo necessária a utilização de fundos externos, as empresas começam por emitir dívida, depois títulos híbridos (obrigações convertíveis) e só por último recorrem à emissão de ações.

Sintetizando, esta teoria pressupõe uma hierarquia na escolha das fontes de financiamento<sup>14</sup>, em que o autofinanciamento surge em primeiro lugar – principalmente criado por lucros retidos – e em que as empresas preferem emitir títulos de dívida face à emissão de ações quando é necessária a utilização de recursos externos.

Esta hierarquia decorre de os gestores não quererem sujeitar-se à disciplina do mercado de capitais e à assimetria de informação existente nos mercados financeiros, sendo o financiamento por recursos internos preferível e menos arriscado, comparativamente ao financiamento por capital externo (Myers & Majluf, 1984; Frank & Goyal, 2005).

Segundo Vieito e Maqueira (2013), esta teoria implica também que as empresas possuam políticas de dividendos consistentes a longo prazo com as necessidades futuras de financiamento de projetos de investimento. Além disso, a teoria explica porque as empresas mais lucrativas e com mais oportunidades de investimento normalmente recorrerem menos ao endividamento (Myers, 1984; Brealey & Myers, 1998).

A assimetria de informação e a não sujeição dos gestores aos mercados financeiros motivam a criação de uma “folga financeira<sup>15</sup>”. As empresas com folgas financeiras elevadas recorrem menos a fundos externos, porque os gestores não querem emitir ações a curto prazo para financiar investimentos com VAL positivo (Vieito & Maqueira, 2013; Bastos, 2016). No entanto, a folga financeira também pode acarretar problemas, dado que os gestores podem usar os excedentes de tesouraria, destinados ao pagamento dos acionistas, de forma incorreta (Brealey & Myers, 1998). Entretanto, o valor da folga financeira desaparece quando a empresa comunica aos investidores as suas oportunidades de investimento e o valor real dos seus ativos (Bastos, 2016).

---

<sup>14</sup> Segundo Harris e Raviv (1991), os autores Brennan e Kraus (1987), Noe (1988) e Constatinides e Grundy (1989) contestam a POT através de outros modelos semelhantes ao proposto por Myers e Majluf (1984). Além disso, Brealey e Myers (1998) expõe que esta teoria não está completamente correta, porque não justifica o motivo pelo qual algumas empresas optam pela emissão de ações quando poderiam recorrer à dívida.

<sup>15</sup> *Financial slack* significa “posse de recursos financeiros sob a forma de dinheiro em bancos e/ou títulos negociáveis em carteira” (Bastos, 2016, p.191).

### 1.3 Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares

O principal objetivo das várias teorias sobre a estrutura de capitais passa por tentar explicar os fatores que contribuem para as decisões de financiamento das empresas. Vários estudos sobre a estrutura de capitais e a tomada de decisão de financiamento das empresas têm sido abordados exaustivamente ao longo dos anos, mas as conclusões ainda são heterogêneas.

De acordo com Keasey, Martinez e Pindado (2015), as decisões de financiamento das empresas familiares têm sido relativamente ignoradas. No entanto, Gottardo e Moisello (2014) afirmam que, apesar dos padrões de financiamento adotados por estas empresas ainda não estarem efetivamente esclarecidos, a investigação sobre esta matéria está a tornar-se cada vez mais relevante.

As empresas familiares são consideradas diferentes, na medida em que as suas características peculiares – tais como a presença da família na empresa, a aversão ao risco e o desejo de continuação do negócio na família – influenciam o seu comportamento financeiro (Correia, 2003; López-García & Sánchez-Andújar, 2007; Bauweraerts & Colot, 2012; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012; Gottardo & Moisello, 2014; Vieira, 2014). Com efeito, as decisões de financiamento destas empresas são refletidas pela dualidade de objetivos, ou seja, o facto de combinarem objetivos económicos com objetivos não económicos pode influenciar as suas escolhas de financiamento e a sua estrutura financeira (Mohamadi, 2012; Csákné & Karmazin, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017).

Os resultados do estudo realizado em Itália por Gottardo e Moisello (2014) mostram que as empresas familiares não são apenas afetadas pelo fator económico nem financeiro, mas também pelos fatores propriedade e governança. Grande parte da literatura científica também conclui que a conjugação do controlo da família com os objetivos e preferências dos proprietários/gestores representa um determinante importante do comportamento financeiro destas empresas (Vilaseca, 1995a; Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2001; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007; Croci, Doukas & Gonenc, 2011; Rita, 2011; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012).

No entanto, o facto de as suas decisões de financiamento serem guiadas pelo desejo de manter a propriedade na família (Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2001; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & García, 2009) condiciona fortemente a entrada de terceiros no capital das empresas.

A maior parte dos problemas das empresas familiares está relacionada com a estrutura de capitais, por serem caracterizadas entidades de capital fechado. Além disso, sendo em maioria PME, o acesso ao capital externo torna-se limitado (Bjuggren, Duggal & Giang, 2012). Segundo Gallo, Tàpies e Cappuyns (2004), as empresas familiares têm uma “lógica financeira” própria, dado que o padrão específico da propriedade pode afetar as políticas e o financiamento, bem como a capacidade de obter recursos externos.

### 1.3.1 Perspetiva dos Custos de Agência

Muitos trabalhos de investigação, ao longo de vários anos, têm discutido os problemas de agência no seio das organizações. Jensen e Meckling (1976) detetaram a importância dos custos de agência nas empresas e desenvolveram a teoria baseada nos conflitos de interesses provenientes da separação entre a propriedade e a gestão; mais concretamente, nas divergências de interesses entre o principal (*stakeholder*) e o agente (gestor). Segundo os autores (p. 5), a relação de agência é definida como “*a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*”. Significa que, de uma forma geral, as partes interessadas agem de maneira a maximizar a sua utilidade individual, criando divergências de interesses que originam tensões e, portanto, custos de agência.

No contexto da teoria de agência, as empresas familiares são consideradas mais eficientes porquanto, na maior parte dos casos, o principal e o agente são a mesma pessoa, ou pessoas com interesses homogêneos. A literatura evidencia que estas organizações têm custos de agência inferiores devido ao maior alinhamento de interesses entre os membros da família (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a,b; Corbetta & Salvato, 2004; Steier, Chrisman & Chua, 2004; López-García & Sánchez-Andújar, 2007; Tahir, Sabir & Shah, 2016; Woodman, 2017). Além disso, Mohamadi (2012) também justifica custos de agência inferiores nas empresas familiares devido à sua aversão ao risco, à preservação dos laços sociais e à detenção de dívidas menos onerosas, pelo facto de os credores conhecerem e identificarem a imagem e reputação, tanto da família como da empresa. Pode ser tentador concluir-se que as empresas familiares possuem custos de agência reduzidos, ou até mesmo nulos, que implicariam uma relação negativa entre a propriedade familiar e o endividamento. No entanto, problemas emergentes da propriedade enraizada, da assimetria de informação e do altruísmo criam a necessidade de monitorização.

Vários trabalhos realizados neste domínio afirmam que as empresas familiares estão sujeitas a conflitos que afetam a tomada de decisão e ameaçam a sua sobrevivência. Alguns autores salientam que nos primeiros estágios de vida destas empresas os custos de agência são mais baixos; mas à medida que a empresa cresce e que as gerações futuras vão sendo integradas no negócio os interesses tornam-se cada vez mais heterogêneos e complexos, originando um aumento dos custos de agência (Corbetta & Salvato, 2004; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & García, 2009; Zellweger & Kammerlander, 2015; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017; Woodman, 2017).

O altruísmo também pode causar problemas de agência nas empresas familiares (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a,b; Chrisman, Chua & Litz, 2004), através de comportamentos impróprios que influenciam a estrutura de incentivos da organização. Argumenta-se que, devido ao altruísmo assimétrico, os proprietários costumam ser mais generosos e condescendentes com membros executivos familiares do que com os não familiares, em relação aos resultados e ao desempenho (Woodman, 2017). Contudo, Schulze, Lubatkin e Dino (2003b) afirmam que os membros não

familiares também recebem incentivos no intuito de melhorarem o desempenho e o profissionalismo na empresa.

Gomez-Mejia, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001) mostraram que as empresas familiares espanholas têm custos de agência superiores às empresas não familiares, na medida em que as organizações de cariz familiar são relutantes em demitir membros da família incompetentes.

Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) analisaram a influência do controlo familiar na política de dividendos, na estrutura de capitais e na estrutura do Conselho de empresas australianas, tendo identificado índices de pagamento de dividendos e de dívida mais elevados com a intenção de mitigar os problemas de agência e a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte da família.

Do exposto decorre que a não separação de propriedade e da gestão nas empresas familiares implica menores custos de agência e, conseqüentemente, menos endividamento; no entanto, existem evidências de que estas empresas estão sujeitas a conflitos que afetam a tomada de decisão e tendem a aumentar o endividamento como meio de monitorização.

### **1.3.2 Trade-Off versus Pecking Order - Evidência Empírica nas Empresas Familiares**

As decisões de financiamento têm merecido atenção pela investigação no intuito de analisar a estrutura de capitais das empresas através de diversas teorias, de entre as quais se destacam a TOT e a POT.

Apesar de os temas relacionados com as empresas familiares e com a respetiva estrutura de capitais terem vindo a ganhar importância, ainda poucos estudos analisaram as decisões de financiamento destas empresas através de metodologias comparativas (López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; Bauweraerts & Colot, 2012; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012, 2016). No contexto destas empresas, as decisões de financiamento requerem atenção especial, uma vez que são influenciadas tanto pelos objetivos familiares como pelos objetivos empresariais.

Os desequilíbrios de liquidez são, geralmente, resolvidos pelas finanças dos familiares através da realocação de recursos (CE, 2009; Csákné & Karmazin, 2016). Apesar de o capital dos proprietários não constituir sempre a primeira escolha (PWC, 2016), as empresas familiares recorrem a este financiamento porque as outras modalidades são onerosas ou estão inacessíveis.

Num inquérito realizado pela PWC (2016) foi apurado que estas empresas pretendem financiar o seu crescimento através do capital dos proprietários, seguido dos empréstimos bancários e, posteriormente, através do capital de terceiros.

Nas empresas familiares que já operam no mercado com sucesso, os principais recursos consistem no financiamento por via de lucros reinvestidos, nos empréstimos bancários de curto prazo e nas poupanças da família (Csákné & Karmazin, 2016).

As empresas familiares tendem a evitar parceiros como instituições financeiras ou investidores do mercado de capitais que não fazem parte da família (Gallo, Tàpies & Cappuyns, 2004). Consequentemente podem procurar mais capital alheio, de modo a limitar a influência e a tentativa de aquisição por parte de acionistas externos (Bjuggren, Duggal & Giang, 2012). Porém, a maior aversão ao risco e a maior convergência de interesses determinam que estas organizações empreguem níveis de dívida mais baixos (Ampenberger *et al.*, 2013).

Conclui-se que as empresas familiares pretendem preservar o controlo da família nos negócios, por um lado, e, por outro, que precisam de capital para prosperar e competir no mercado. Portanto, existem evidências de níveis inferiores de dívida nestas empresas, de modo a evitar risco de falência, (correlacionada com) perda de controlo do negócio e perda da riqueza socioemocional (Mishra & McConaughy, 1999; Gallo, Tàpies & Cappuyns, 2004; Mohamadi, 2012; Ampenberger *et al.*, 2013; Mehboob, Tahir & Hussain, 2015). Por conseguinte, foram também encontrados níveis superiores de dívida nestas empresas, devido à relutância em abrir o capital a membros externos à família que conduziria à partilha de controlo da empresa (King & Santor, 2008; Setia-Atmaja, Tanewski & Skully, 2009; Rita, 2011; Bjuggren, Duggal & Giang, 2012; Gottardo & Moisello, 2014; Vieira, 2014; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017; Ramalho, Rita & Silva, s.d.). Ainda assim, Keasey, Martinez e Pindado (2015) argumentaram que as empresas familiares estão mais propensas para emitir dívida de baixo custo e não investir em projetos de alto risco, devido às suas carteiras não diversificadas de *shareholders*.

As famílias fundadoras encaram a empresa como um ativo que será transmitido ao longo das gerações futuras (Chami, 1999). Enquanto alguns proprietários/gestores são mais cautelosos em relação à dívida, de modo a minimizar a interferência de agentes externos (Mishra & McConaughy, 1999; Gallo, Tàpies & Cappuyns, 2004; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007; Ampenberger *et al.*, 2013), outros preferem a dívida face à emissão de capital, de modo a manter o controlo da empresa na família (López-García & Sánchez-Andújar, 2007; King & Santor, 2008; Gottardo & Moisello, 2014; Keasey, Martinez & Pindado, 2015; Ramalho, Rita & Silva, s.d.).

Quanto à predominância das teorias TOT ou POT nas decisões de financiamento, as evidências internacionais mostram resultados mistos, sugerindo que as empresas familiares tanto podem optar por estabelecer níveis de dívida ótimos como optar por definir uma hierarquia das fontes de financiamento.

Mehboob, Tahir e Hussain (2015) analisaram as políticas de endividamento e de dividendos em 34 empresas dos setores químico e farmacêutico desde 2004 a 2013 no Uganda, usando dados em painel. Os autores concluíram que as empresas familiares podem ajustar-se mais rapidamente a um rácio de endividamento ótimo, embora os resultados empíricos confirmem que a POT fornece uma explicação útil para a estrutura de capitais.

Tahir, Sabir e Shah (2016) replicaram o mesmo estudo em 208 empresas familiares e não familiares cotadas no Uganda no período 2002-2013. Os resultados indicaram fraca aplicação da POT e maior velocidade de ajustamento da dívida para o nível ótimo nas empresas familiares.

Romano, Tanewski e Smyrniotis (2001) e Ampenberger *et al.* (2013) estudaram o mercado alemão, onde aplicaram questionários a 5.000 empresários e a uma amostra de 660 empresas industriais cotadas, respetivamente, tendo ambos concluído que a POT proporciona melhor explicação sobre as decisões de financiamento das empresas familiares.

Gottardo e Moisello (2014) analisaram o mercado italiano, selecionaram uma amostra constituída por 2.077 empresas familiares e outra por 929 empresas não familiares não cotadas entre 2001 e 2010. Usando a metodologia *cross-section* e dados em painel, os autores concluíram que o primeiro grupo evitou abrir o capital a indivíduos não membros da família devido ao receio de perder o controlo empresarial.

Bauweraerts e Colot (2012) pretenderam distinguir o comportamento financeiro das empresas familiares e das empresas não familiares na Bélgica, através do estudo de uma amostra de 210 empresas privadas no período 2002-2010. Utilizando dados em painel, os resultados<sup>16</sup> mostram que as empresas familiares parecem adotar uma meta de endividamento através da emissão de ações.

Mohamadi (2012) analisou o financiamento das empresas familiares no mercado sueco através da aplicação de um questionário, identificando uma preferência por fontes internas e por dívida, corroborando os pressupostos da POT.

López-García e Sanchez-Andújar (2007), Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente e Castrillo (2007) e Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente e García (2009) concluíram que as empresas familiares do mercado espanhol também seguem uma ordem de preferências quanto ao financiamento, em consonância com os pressupostos da POT. Noutro estudo, realizado através de dados em painel com 2.093 empresas privadas no mesmo mercado entre 2000 e 2008, Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017) verificaram que as empresas familiares recorrem mais ao endividamento e que as pequenas empresas ajustam o seu nível de endividamento para o ótimo mais rapidamente do que as médias e grandes empresas familiares.

Croci, Doukas e Gonenc (2011) analisaram um conjunto expandido de dados de países da Europa ocidental e constataram que os mercados de crédito preferem conceder dívida de longo prazo às empresas familiares, por considerarem as decisões de financiamento destas empresas menos arriscadas. Os resultados também mostraram que as empresas familiares preferem financiar-se através de dívida e que são relutantes à emissão de ações.

No caso português, o reduzido número de estudos sobre a estrutura de capitais das empresas familiares também fornece resultados contraditórios. Correia (2003) verificou que a reputação está inversamente relacionada com o nível de dívida, e que as empresas de maior dimensão e as que já ultrapassaram a primeira geração apresentam rácios de endividamento superiores. Rita (2011) analisou o fator propriedade e as decisões de financiamento numa amostra de 21.420 empresas familiares e de 4.401 empresas não familiares, concluindo que as primeiras detêm mais dívida de

---

<sup>16</sup> Os autores consideraram uma provisão, designada por “juros nocionais”, para o capital próprio desde 2006 e salientam que esse mecanismo pode afetar as escolhas de financiamento no mercado belga. Este instrumento permite às empresas deduzirem juro fictício quando recorrem ao investimento através de capitais próprios e reduz os custos de assistência financeira. (<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+WQ+P-2010-3082+0+DOC+XML+V0//PT>)

longo prazo. Ramalho, Rita e Silva (s.d.) estudaram a influência da propriedade familiar nas decisões de financiamento através de dados em painel em 4.752 empresas familiares e em 4.468 empresas não familiares no período 2006-2012. Os resultados salientam que os efeitos da propriedade familiar estão de acordo com a POT. As evidências sugerem que as empresas familiares têm rácios de endividamento mais elevados, justificando-se pelo facto de apresentarem maior estabilidade e reputação que motivam condições de crédito mais favoráveis.

Por outro lado, Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012) analisaram 614 PME familiares e 240 PME não familiares usando a metodologia de dados em painel. Os autores notaram que as empresas familiares ajustam mais rapidamente o nível de endividamento para o ótimo e que as decisões de financiamento destas empresas estão mais próximas dos pressupostos da TOT. Os resultados também evidenciam que as empresas familiares utilizam mais dívida de longo prazo para financiar os seus défices. Em 2016, os mesmos autores estenderam o estudo precedente para analisar um conjunto alargado de empresas familiares de diversos tamanhos e idades. Os resultados mostraram que as empresas mais jovens e de pequena dimensão estão mais próximas da POT, enquanto a TOT fornece uma explicação útil para as decisões de financiamento das empresas mais antigas e de grande dimensão.

Considerando a revisão empírica descrita podem sintetizar-se as seguintes conclusões:

- as características únicas destas empresas – tais como sustentabilidade a longo prazo, desejo de manter o controlo na família, aversão ao risco – fazem com que recorram em primeira instância aos fundos internos, limitando o potencial crescimento da empresa (Mishra & McConaughy, 1999; Gallo, Tàpies & Cappuyns, 2004; Romano, Tanewski & Smyrnios, 2001; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007; López-García & Sanchez-Andújar, 2007; Mohamadi, 2012; Mehboob, Tahir & Hussain, 2015; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017);
- os proprietários/gestores preferem recorrer à dívida face ao capital externo, com receio de perder o controlo da empresa e para evitar tentativas de aquisição por parte dos acionistas externos (López-García & Sanchez-Andújar, 2007; King & Santor, 2008; Croci, Doukas & Gonenc, 2011; Bjuggren, Duggal & Giang, 2012; Gottardo & Moisello, 2014; Mehboob, Tahir & Hussain, 2015);
- a presença do proprietário e da família na empresa tem um impacto sobre as decisões de financiamento (Vilaseca, 1995a; Mishra & McConaughy, 1999; Romano, Tanewski & Smyrnios, 2001; Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & García, 2009; Croci, Doukas & Gonenc, 2011; Rita, 2011; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012, 2016; Ampenberger *et al.*, 2013; Gottardo & Moisello, 2014; Keasey, Martinez & Pindado, 2015; Ramalho, Rita & Silva, s.d.);
- a maior parte das empresas familiares tendem a ajustar o seu rácio de endividamento para o nível ótimo (López-García & Sanchez-Andújar, 2007; Bauweraerts & Colot, 2012; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012, 2016; Mehboob, Tahir & Hussain, 2015; Tahir, Sabir & Shah, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017).

Pelo exposto, as decisões de financiamento das empresas familiares são orientadas de modo a manter o controle da família e a limitar a interferência de agentes externos. Para isso, tendem a explorar primeiramente os recursos internos – de modo a financiarem novos investimentos – e quando os fundos internos são insuficientes preferem emitir dívida em vez de ações. No entanto, também podem concentrar-se em atingir um nível de endividamento ótimo, no qual conjugam os benefícios da relação entre nível e custo.

.

## Capítulo II – Estudo Empírico

## 2.1 Objetivo

Conforme exposto, o reduzido número de estudos, internacionais e nacionais, sobre a estrutura de capitais das empresas familiares geraram resultados variados. Constituindo estas empresas o modelo relevante de sustentabilidade das economias a nível mundial, torna-se importante perceber as características e os fatores que afetam a sua tomada de decisão sobre as opções de financiamento.

Assim, o principal objetivo desta dissertação consiste em analisar o financiamento das empresas familiares portuguesas, considerando as principais teorias sobre a estrutura de capitais, nomeadamente a TOT e a POT. Mais especificamente, pretende-se verificar se as empresas familiares portuguesas procuram (i) atingir uma estrutura de endividamento ótima, revertendo o seu nível de dívida real para o nível alvo, como previsto pela TOT, ou (ii) financiar as suas necessidades de capital através dos fundos gerados internamente. Neste caso, só quando as empresas esgotam os fundos internos é que recorrem ao financiamento externo, sendo o financiamento através da emissão de ações preterido ao financiamento através da emissão de dívida, como previsto pela POT.

## 2.2 Teste à Teoria *Trade-Off*

Myers (1984), ao abordar a TOT, afirmou que as empresas revertem continuamente o seu endividamento real para um endividamento alvo (*target*). Os custos de transação e de ajustamento do nível atual da dívida para o *target* impedem que as empresas atinjam completamente o endividamento ótimo, acabando por realizar apenas um ajuste parcial. Por isso, este estudo empírico seguiu o procedimento descrito por Shyam-Sunder e Myers (1999), Fama e French (2002), Sogorb-Mira e López-Garcia (2003), Dang (2005), López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007), López-Garcia e Sogorb-Mira (2008), Serrasqueiro e Nunes (2010), Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011), Bauweraerts e Colot (2012), Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016), e Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017) para testar a TOT. Pretendeu-se analisar a variação do rácio de endividamento em direção ao *target*, utilizando o modelo de ajustamento parcial, e verificar a velocidade desse ajustamento. O modelo de ajuste parcial é dado por:

$$D_{it} - D_{it-1} = \lambda_{it} (D_{it}^* - D_{it-1}) \quad (5)$$

Resolvendo em ordem a  $D_{it}$ , o nível de endividamento atual é definido por:

$$D_{it} = \lambda_{it} D_{it}^* + (1 - \lambda_{it}) D_{it-1} \quad (6)$$

em que,  $D_{it}$  é o nível de endividamento observado da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $D_{it-1}$  é o nível de endividamento observado da empresa  $i$  no período anterior  $t - 1$ ,  $D_{it}^*$  é o nível de endividamento ótimo da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $\lambda_{it}$  é a velocidade de ajustamento do nível real da dívida para o *target* e  $(1 - \lambda_{it})$  são os custos de ajustamento.

Segundo Frank e Goyal (2009), muitos são os autores que utilizam mais do que uma variável dependente nos estudos econométricos, de modo a enriquecer as conclusões através do confronto de resultados. Neste contexto, esta dissertação utiliza como indicadores de endividamento, a partir das variadas *proxies* apresentadas do apêndice 1, o rácio de endividamento total ( $D_{it}$ ), o rácio de endividamento de curto prazo ( $D_{it\ cp}$ ) e o logaritmo neperiano do *Debt-to-Equity Ratio* ( $D_{it\ ln}$ ):

$$D_{it} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}} \quad D_{it\ cp} = \frac{\text{Passivo cp}}{\text{Ativo Total}} \quad D_{it\ ln} = \ln\left(\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Capital Próprio}}\right)$$

A equação (6) estabelece em que medida o ajustamento do nível de endividamento entre  $t - 1$  e  $t$  depende do coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$ . De acordo com as pressuposições da TOT, o coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$  deve apresentar valores entre 0 e 1. Os custos de transação e de ajustamento são inversamente relacionados com  $\lambda_{it}$ . Assim, se  $\lambda_{it} > 0$ , a empresa ajusta, aumentando ou diminuindo, seu nível de endividamento para atingir o *target*; se  $\lambda_{it} < 1$ , a empresa alcança parcialmente o ótimo devido à existência de custos de transação positivos; se  $\lambda_{it} > 1$ , ocorre um excesso de ajustamento e a empresa tem mais endividamento do que o necessário; se  $\lambda_{it} = 1$ , existe um ajustamento completo e a empresa está constantemente no seu nível de endividamento ótimo ( $D_{it} = D_{it}^*$ ). Nesta situação atinga-se o “mundo perfeito” de M&M, onde não existem custos de transação nem assimetrias de informação. Finalmente, se  $\lambda_{it} = 0$ , não existe qualquer tipo de ajustamento do nível real da dívida e, desta forma, o nível de endividamento atual é igual ao do período imediatamente anterior ( $D_{it} = D_{it-1}$ ). Neste caso, a empresa não procura atingir o endividamento ótimo e não se verifica a TOT.

Para estimar a equação (6) é necessário encontrar o rácio de endividamento ótimo. No entanto, aquele não é diretamente observável, sendo, portanto, fundamental recorrer a uma *proxy* para a sua determinação. Conforme referem Fama e French (2002), Sogorb-Mira e López-Garcia (2003), Dang (2005), López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007), López-Garcia e Sogorb-Mira (2008), Serrasqueiro e Nunes (2010), Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011), Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016) e Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017), o endividamento ótimo pode ser calculado através dos determinantes de financiamento que, por evidência empírica da TOT, afetam a estrutura de capitais das empresas. Nestes termos, o rácio de endividamento ótimo é dado por:

$$D_{it}^* = \alpha + \sum_{k=1}^m \varphi_k Z_{kit} + n_i + v_{it} \quad (7)$$

em que,  $\alpha$  representa a constante da regressão,  $Z_{kit}$  são os determinantes da dívida  $k$  da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $\varphi_k$  são os coeficientes de cada determinante  $k$ ,  $n_i$  são os efeitos individuais específicos das empresas, que não são diretamente observáveis pelos determinantes de endividamento, e  $v_{it}$  é o termo de perturbação aleatória, que se assume ter distribuição normal (média zero e variância constante), o qual captura possíveis erros de medição nas variáveis independentes do modelo e nas variáveis ou relações que tenham sido omitidas.

Após a estipulação do rácio de endividamento ótimo, podem juntar-se as equações (6) e (7), dando origem ao modelo de ajustamento parcial, considerando os determinantes que, de acordo com esta teoria, influenciam as decisões de financiamento sobre a estrutura de capitais das empresas. Substituindo a equação (7) na equação (6) e reorganizando os termos:

$$D_{it} = \lambda_{it}\alpha + \delta_{it}D_{it-1} + \sum_{k=1}^m \beta_k Z_{kit} + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

em que,  $\delta_{it} = (1 - \lambda_{it})$ ,  $\beta_k = (\lambda_{it}\varphi_k)$ ,  $\theta_i = (\lambda_{it}n_i)$  e  $\varepsilon_{it} = (\lambda_{it}v_{it})$ . Dada esta equação, definem-se a seguir os determinantes de financiamento, que influenciam a tomada de decisão das empresas, e as hipóteses de investigação subjacentes.

### 2.2.1 Variáveis e Hipóteses de Investigação

A TOT prevê que as empresas ajustam continuamente o rácio de dívida real para um nível ótimo, no qual existe uma compensação entre os benefícios fiscais e os custos associados à dívida (Myers, 1984). Além disso, sempre que as empresas ajustam o seu rácio de endividamento deparam-se com custos de transação que impedem um ajustamento completo da dívida ao *target* (López-García & Sogorb-Mira, 2008; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017). Desta forma, custos de transação mais baixos proporcionam um maior ajustamento ao endividamento ótimo.

Este contexto permite a formulação das primeiras hipóteses de investigação:

*Hipótese 1:* As empresas familiares portuguesas ajustam o rácio de endividamento real para o nível ótimo;

*Hipótese 1.1:* Custos de transação elevados mantêm as empresas familiares portuguesas longe de atingir o nível ótimo de endividamento.

O maior alinhamento de interesses entre a propriedade e a gestão, nas empresas familiares, leva a concluir que os respetivos custos de agência são, efetivamente, reduzidos, pelo que estas empresas recorrem menos ao endividamento. No entanto, conforme se debateu anteriormente,

problemas provenientes da assimetria de informação, da propriedade enraizada e do altruísmo motivam o recurso ao endividamento como forma de monitorização. Ainda assim, é de esperar que nas empresas familiares a maior convergência de interesses e, efetivamente, menores custos de agência resultem em maiores níveis de reputação reconhecida no mercado e, conseqüentemente, no acesso a dívida menos onerosa. Seguindo López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007), daqui emerge outra hipótese de investigação:

*Hipótese 1.2.:* A interação família-empresa implica menores custos de agência em empresas familiares que resulta numa maior facilidade em recorrer ao endividamento.

Esta hipótese é verificada pelo comportamento do coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$ .

Estipuladas as primeiras hipóteses de investigação importa definir os determinantes de endividamento que influenciam a estrutura de capitais das empresas: taxa efetiva de imposto, outros benefícios fiscais não relacionados com a dívida, oportunidades de crescimento, rentabilidade, tamanho, idade e tangibilidade dos ativos.

#### **a) Taxa Efetiva de Imposto**

A TOT prevê que as empresas obtenham vantagens ao aumentar o nível de dívida, proporcionadas pelos benefícios da dedutibilidade fiscal dos juros. Assim, elevadas taxas de imposto aumentam esses benefícios, devendo resultar num aumento do endividamento (DeAngelo & Masulis, 1980; Fama & French, 2002; Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Frank & Goyal, 2009; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017):

*Hipótese 1<sub>a</sub>.:* Existe uma relação positiva entre a taxa de imposto efetiva e o endividamento.

#### **b) Outros Benefícios Fiscais não Relacionados com a Dívida**

DeAngelo e Masulis (1980), contrariando Miller (1977), abordaram, pela primeira vez, as vantagens dos outros benefícios fiscais não relacionados com o endividamento, tais como as depreciações, as despesas em Investigação e Desenvolvimento (I&D) e os créditos fiscais de investimentos. Os outros benefícios fiscais representam um substituto dos benefícios fiscais associados à dívida, implicando, deste modo, que empresas com elevados benefícios fiscais não relacionados com o endividamento recorram menos à dívida (DeAngelo & Masulis, 1980). Em linha com diversos estudos (DeAngelo & Masulis, 1980; Fama & French, 2002; Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; Dang, 2005; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia &

Sogorb-Mira, 2008; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016):

*Hipótese 1<sub>b</sub>*:. Existe uma relação negativa entre os outros benefícios fiscais não relacionados com a dívida e o endividamento.

### **c) Oportunidades de Crescimento**

O crescimento está associado, normalmente, a maiores custos de falência e de agência (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984). Segundo Myers (1977), empresas com elevado endividamento podem não realizar projetos com VAL positivo, na medida em que os fluxos de caixa são fundamentalmente destinados ao pagamento de compromissos correntes, enfrentando problemas de subinvestimento. Além disso, Frank e Goyal (2005) sugerem que a dívida é mais onerosa para empresas com elevadas oportunidades de crescimento. Assim, é expetável que as empresas reduzam o nível de endividamento, de modo a não aumentar as probabilidades de falência (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Fama & French, 2002; Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; Dang, 2005; Frank & Goyal, 2005; Tong & Green, 2005; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Frank & Goyal, 2009; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Silva, 2012; Adair & Adaskou, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017; Thanh & Huong, 2017):

*Hipótese 1<sub>c</sub>*:. Existe uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento.

### **d) Rendibilidade**

As empresas mais rentáveis são menos vulneráveis à ameaça de falência e têm maior capacidade para fazer face aos compromissos financeiros provenientes do endividamento. Consequentemente, essas empresas tendem a aproveitar os benefícios fiscais resultantes da dívida (Kraus & Litzenberger, 1973; Fama & French, 2002; Dang, 2005; Frank & Goyal, 2005; Tong & Green, 2005; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Frank & Goyal, 2009; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Silva, 2012; Adair & Adaskou, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Thanh & Huong, 2017):

*Hipótese 1<sub>d</sub>*:. Existe uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento.

### **e) Tamanho**

De acordo com os pressupostos da TOT, as empresas de maior dimensão tendem para atividades e fluxos de caixa mais diversificados, estando menos expostas ao risco de falência. Normalmente, empresas maiores detêm níveis superiores de reputação nos mercados, resultando em maior acesso à dívida (Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; Dang, 2005; Frank & Goyal, 2005; Tong & Green, 2005; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; Serrasqueiro & Nunes, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Frank & Goyal, 2009; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Adair & Adaskou, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017; Thanh & Huong, 2017):

*Hipótese 1<sub>e</sub>*:. Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o nível de endividamento.

### **f) Idade**

As empresas maduras, com elevada reputação e experiência, recorrem mais ao endividamento, devido às condições mais vantajosas na obtenção de crédito (Frank & Goyal, 2005; Frank & Goyal, 2009; Caetano, 2011; Adair & Adaskou, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017):

*Hipótese 1<sub>f</sub>*:. Existe uma relação positiva entre a idade da empresa e o endividamento.

### **g) Tangibilidade dos Ativos**

Empresas com maior quantidade de ativos tangíveis tendem a possuir mais dívida na sua estrutura de capitais. Os ativos tangíveis retêm valor em caso de liquidação da empresa, porquanto a gestão pode recorrer à venda desses ativos para fazer face aos compromissos financeiros (Myers, 1977). Adicionalmente, os ativos tangíveis servem de garantia, pelo que as empresas têm mais facilidades no mercado de crédito (Myers & Majluf, 1984). Por outro lado, a tangibilidade reduz os custos de agência e a assimetria de informação, determinando que as empresas suportem custos de financiamento mais baixos (Jensen & Meckling, 1976). Seguindo outros estudos (Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; Frank & Goyal, 2005; Frank & Goyal, 2009; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Silva, 2012; Adair & Adaskou, 2015; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2016; Thanh & Huong, 2017), levanta-se outra hipótese de investigação:

*Hipótese 1<sub>g</sub>*: Existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento.

O modelo de ajustamento parcial, definido com os determinantes de financiamento mais relevantes da TOT, é apresentado pela seguinte expressão:

$$D_{it} = \delta_{it}D_{it-1} + \lambda_{it}\beta_0 + \beta_1TEI_{it} + \beta_2OBND_{it} + \beta_3OC_{it} + \beta_4REND_{it} + \beta_5TH_{it} + \beta_6ID_{it} + \beta_7TANG_{it} + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

em que,  $TEF_{it}$  é a taxa efetiva de imposto da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $OBND_{it}$  são os outros benefícios fiscais não relacionados com a dívida da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $OC_{it}$  são as oportunidades de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $REND_{it}$  é a rentabilidade da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $TH_{it}$  é o tamanho da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $ID_{it}$  é a idade da empresa  $i$  no período  $t$  e  $TANG_{it}$  é a tangibilidade dos ativos da empresa  $i$  no período  $t$ .

### 2.3 Teste à Teoria *Pecking Order*

Na perspetiva da POT, as empresas recorrem ao financiamento externo apenas quando os recursos internos estão esgotados. Assim, para testar esta teoria o estudo empírico segue o modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999), que consiste numa regressão entre a variação do endividamento e a necessidade de fundos da empresa. Este modelo pressupõe que as variações ao nível da dívida são causadas pelo défice de fundos das empresas, sendo definido por:

$$\Delta D_{it} = \alpha + b_{PO}DEF_{it} + v_{it} \quad (10)$$

em que,  $DEF_{it}$  é o défice de fundos da empresa  $i$  no período  $t$  e  $b_{PO}$  é o coeficiente *Pecking Order*. As restantes variáveis foram definidas anteriormente.

De acordo com este modelo, a verificação da POT é ponderada pelo comportamento de  $\alpha$  e de  $b_{PO}$ , devendo ser iguais a 0 e 1, respetivamente (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Para estimar a equação (10) é necessário definir a variável défice de fundos ( $DEF_{it}$ ), optando-se por seguir o proposto por Sogorb-Mira e López-Garcia (2003), López-Garcia e Sogorb-Mira (2008), Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016):

$$DEF_{it} = \Delta \text{Ativos Fixos} + \Delta \text{Fundo de Maneio} + \Delta \text{Dívida de longo prazo} - CF \quad (11)$$

em que  $\Delta \text{Ativos Fixos} = \text{Ativos Fixos}_t - \text{Ativos Fixos}_{t-1}$ ,  $\Delta \text{Fundo Maneio} = \text{Fundo Maneio}_t - \text{Fundo Maneio}_{t-1}$ ,  $\Delta \text{Dívida longo prazo} = \text{Divida longo prazo}_t - \text{Dívida longo prazo}_{t-1}$ , e  $CF = \text{Cash Flow} = \text{Resultado Líquido Período} + \text{Depreciações}$ .

No intuito de obter resultados robustos, a POT também foi testada através de uma regressão entre o endividamento e os determinantes de financiamento das empresas. Em seguida apresentam-se os determinantes de financiamento e levantam-se as hipóteses de investigação.

### 2.3.1 Variáveis e Hipóteses de Investigação

Em conformidade com a POT, pode esperar-se que as empresas recorram aos fundos internos como forma primordial de financiamento. Todavia, quando esses fundos não forem suficientes para satisfazer as necessidades de financiamento, as empresas voltar-se-ão, em primeiro lugar, para a emissão de dívida e, só em último recurso, para a emissão de ações. Seguindo Shyam-Sunder e Myers (1999), daqui pode formular-se a seguinte hipótese de investigação:

*Hipótese 2:* A variação do endividamento das empresas familiares portuguesas é justificada pelo défice de fundos. Para isso, a constante  $\alpha$  e o coeficiente de regressão  $b_{PO}$  devem ser iguais a 0 e 1, respetivamente.

O estudo empírico segue os trabalhos de Sogorb-Mira e López-Garcia (2003), López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007), López-Garcia e Sogorb-Mira (2008) e Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011) na escolha dos determinantes de financiamento para testar a POT: fluxo de caixa, idade, relação entre fluxo de caixa e oportunidades de crescimento.

#### **a) Fluxo de caixa**

Quanto maior for a quantidade de recursos gerados internamente, menor é a necessidade de endividamento da empresa (Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017), dado que estes recursos apresentam menor assimetria de informação (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984):

*Hipótese 2<sub>a</sub>:* Existe uma relação negativa entre fluxo de caixa e o endividamento.

Tal como López-Garcia e Sogorb-Mira, 2008, usou-se o fluxo de caixa como uma *proxy* para determinar os recursos internos.

### **b) Idade**

As empresas que estão mais avançadas no seu ciclo de vida têm maior capacidade para acumular e reter lucros do que as empresas mais jovens. Portanto, a necessidade de recorrer aos fundos externos é menor nas empresas maduras (Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Frank & Goyal, 2009; Ramalho & Silva, 2009; Caetano, 2011; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Adair & Adaskou, 2015; Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo & Navarrete-Martínez, 2017):

*Hipótese 2<sub>b</sub>*:. Existe uma relação negativa entre a idade da empresa e o endividamento.

### **c) Relação entre Fluxo de Caixa e Oportunidades de Crescimento**

López-Garcia e Sogorb-Mira (2008) alertam que não se devem usar as variáveis fluxo de caixa e oportunidades de crescimento separadamente, uma vez que a interação entre as duas variáveis influencia as decisões de financiamento. Consequentemente, as empresas com reduzidas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa deverão ter baixos níveis de endividamento, enquanto empresas com elevadas oportunidades de crescimento e reduzidos fluxos de caixa deverão ter rácios de endividamento mais elevados (Myers, 1984; Sogorb-Mira & López-Garcia, 2003; López-Garcia & Sánchez-Andújar, 2007; López-Garcia & Sogorb-Mira, 2008; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011):

*Hipótese 2<sub>c-1</sub>*:. Existe uma relação positiva entre elevadas oportunidades de crescimento e baixos fluxos de caixa com o endividamento;

*Hipótese 2<sub>c-2</sub>*:. Existe uma relação negativa entre reduzidas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa com o endividamento.

Apresentados os determinantes de financiamento, pode-se agora descrever a seguinte equação:

$$D_{it} = \alpha + \beta_1 FC_{it} + \beta_2 ID_{it} + \beta_3 EOCBFC_{it} + \beta_4 BOCEFC_{it} + n_i + v_{it} \quad (12)$$

em que,  $FC_{it}$  é o fluxo de caixa da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $EOCBFC_{it}$  são as oportunidades de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$  (que correspondem a situações de elevadas oportunidades de crescimento e baixos fluxos de caixa) e  $BOCEFC_{it}$  são as oportunidades de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$  (que correspondem a situações de baixas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa). As restantes variáveis foram definidas anteriormente.

Na tabela 1 detalham-se as *proxies* das variáveis habitualmente utilizadas pela literatura para o cálculo dos determinantes de financiamento associados às variáveis independentes do modelo da TOT e dos modelos da POT:

**Tabela 1** - Descrição das Variáveis Independentes

Variável independente	Sigla	Proxy	Autores
Taxa Efetiva de Imposto	TEI	$\frac{\text{Imposto s/rendimento}}{\text{RAI}}$	Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008); Serrasqueiro e Nunes (2010); Caetano (2011); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016); Serrasqueiro e Caetano (2015)
Outros Benefícios Fiscais não relacionados com a Dívida	OBND (1)	$\frac{\text{Depreciação/Amortização}}{\text{Ativo Total}}$	Fama e French (2002); Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); Dang (2005); López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008); Serrasqueiro e Nunes (2010); Caetano (2011); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016); Keasey, Martínez e Pindado (2015); Serrasqueiro e Caetano (2015)
	OBND (2)	$\frac{\text{Depreciação/Amortização}}{\text{EBITDA}}$	Ramalho e Silva (2009)
	OBND (3)	$\frac{\text{EBIT} - \text{Gastos Financ.} - \text{Imposto s/Rendim.}}{\text{Vendas}}$	Vieira (2014)
	OBND (4)	$\frac{\text{Depreciação/Amortização}}{\text{EBIT}}$	Correia (2003)
Oportunidades de Crescimento	OC (1)	$\frac{\text{Ativo Total}_t - \text{Ativo Total}_{t-1}}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$	Tong e Green (2005); Ramalho e Silva (2009); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Rita (2011); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012); Thanh e Huang (2017)
	OC (2)	$\frac{\text{Ativos Intangíveis}}{\text{Ativo Total}}$	Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); Caetano (2011); Adair e Adaskou (2015); Serrasqueiro e Caetano (2015); Acedo- Ramirez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017)
	OC (3)	$\frac{\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1}}{\text{Vendas}_{t-1}}$	López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008)
	OC (4)	$\frac{\text{RLP}_t - \text{RLP}_{t-1}}{\text{RLP}_{t-1}}$	Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009)
Rendibilidade	REND (1)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$	Fama e French (2002); Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); Dang (2005); Tong e Green (2005); López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008); Ramalho e Silva (2009); Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Serrasqueiro e Nunes (2010); Caetano (2011); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016); Silva (2012); Gottardo e Moisélo (2014); Vieira (2014); Adair e Adaskou (2015); Keasey, Martínez e Pindado (2015); Serrasqueiro e Caetano (2015); Ramalho, Rita e Silva (n.d)

	<b>REND (2)</b>	$\frac{RAI}{Ativo\ Total}$	Thanh e Huong (2017)
	<b>REND (3)</b>	$\frac{EBIT}{Vendas}$	Rita (2011); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2016)
	<b>REND (4)</b>	$\frac{EBITDA}{Ativo\ Total}$	Ampenberger <i>et al.</i> (2011)
	<b>REND (5)</b>	$\frac{RLP}{Ativo\ Total}$	Correia (2003)
<b>Tamanho</b>	<b>TH (1)</b>	$\ln(Vendas)$	López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); Ramalho e Silva (2009); Serrasqueiro e Nunes (2010); Caetano (2011); Rita (2011); Silva (2012); Gottardo e Moisello (2014); Serrasqueiro e Caetano (2015); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2016)
	<b>TH (2)</b>	$\ln(Ativo\ Total)$	Fama e French (2002); Correia (2003); Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); Dang (2005); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008); Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Silva (2012); Gottardo e Moisello (2014); Keasey, Martínez e Pindado (2015); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2016); Thanh e Huong (2017)
<b>Idade</b>	<b>ID (1)</b>	$\ln(n^{\circ}\ anos\ de\ vida)$	Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008); Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Ampenberger <i>et al.</i> (2011); Caetano (2011); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Vieira (2014); Keasey, Martínez e Pindado (2015); Serrasqueiro e Caetano (2015); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2016); Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017)
	<b>ID (2)</b>	$n^{\circ}\ de\ anos\ de\ vida$	Ramalho e Silva (2009); Croci, Doukas e Gonenc (2011); Rita (2011); Adair e Adaskou (2015); Ramalho, Rita e Silva (n.d)
<b>Tangibilidade dos Ativos</b>	<b>TANG (1)</b>	$\frac{Ativos\ Fixos\ Tangíveis}{Ativo\ Total}$	Mishra e McConaughy (1999); Correia (2003); Dang (2005); Ellul (2008); Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009); Serrasqueiro e Nunes (2010); Ampenberger <i>et al.</i> (2011); Caetano (2011); Croci, Doukas e Gonenc (2011); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Rita (2011); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016); Silva (2012); Gottardo e Moisello (2014); Vieira (2014); Serrasqueiro e Caetano (2015); Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017); Thanh e Huong (2017); Ramalho, Rita e Silva (n.d.)
	<b>TANG (2)</b>	$\frac{Ativos\ Fixos\ Tangíveis + Inventários}{Ativo\ Total}$	Sogorb-Mira e López-Garcia (2003); Ramalho e Silva (2009); Adair e Adaskou (2015)
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>FC (1)</b>	$\frac{EBIT + Depreciação/Amortização}{Ativo\ Total}$	López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007)
	<b>FC (2)</b>	$\frac{EBIT + Depreciação/Amortização}{Ativos\ Fixos\ Tangíveis}$	Sogorb-Mira e López-Garcia (2003)

	<b>FC (3)</b>	$\frac{RLP + Depreciação/Amortização}{Ativo Total}$	Serrasqueiro e Nunes (2010); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011); Keasey, Martínez e Pindado (2015)
	<b>FC (4)</b>	$RLP + Depreciação/Amortização$	López-Garcia e Sogorb-Mira (2008)
	<b>FC (5)</b>	$\frac{EBIT + (Depreciação/Amortiz. + Provisões)}{Ativo Total}$	Acedo- Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017)
<b>Relação entre Oportunidades de Crescimento e Fluxo de Caixa</b>	<b>EOCBFC e BOCEFC</b>	Variáveis <i>dummy</i>	López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); López-Garcia e Sogorb-Mira (2008); Serrasqueiro e Nunes (2010); Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011)

Notas: EBIT: *Earnings Before Interest and Taxes*; EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*; RAI: Resultado antes de Imposto; RLP: Resultado Líquido do Período.  
Fonte: Elaboração Própria

Para determinação das variáveis EOCBFC e BOCEFC recorre-se, inicialmente, a duas variáveis *dummy*, conforme especificado na tabela seguinte:

**Tabela 2-** Descrição das Variáveis *Dummy*

Elevadas oportunidades de crescimento e baixos fluxos de caixa:

- 1 – Empresas que num dado momento apresentem, simultaneamente, oportunidades de crescimento acima da média das oportunidades de crescimento da amostra total e fluxos de caixa abaixo da média dos fluxos de caixa da amostra total;
- 0 – Restantes situações.

Baixas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa:

- 1 - Empresas que num dado momento apresentem, simultaneamente, oportunidades de crescimento abaixo da média das oportunidades de crescimento da amostra total e fluxos de caixa acima da média dos fluxos de caixa da amostra total;
- 0 – Restantes situações.

Fonte: Elaboração Própria

Posteriormente, as variáveis EOCBFC e BOCEFC são calculadas multiplicando a respetiva variável *dummy* (previamente determinada) pela *proxy* considerada no estudo para as oportunidades de crescimento.

## 2.4 Teste Conjunto

Testando simultaneamente a TOT e a POT pretende-se identificar qual das teorias sobre a estrutura de capitais evidencia melhor desempenho nas empresas familiares portuguesas. Seguindo Serrasqueiro e Nunes (2010), o estudo empírico considera o modelo de ajustamento parcial e o modelo de Shyam-Sunder e Myers (1999). Recorrendo às equações (5) e (10) otém-se a seguinte expressão:

$$D_{it} - D_{it-1} = \lambda_{it} (D_{it}^* - D_{it-1}) + \alpha + b_{PO} DEF_{it} + v_{it} \quad (13)$$

Incluindo na equação (13) os determinantes de financiamento da TOT e da POT, o modelo do teste conjunto é dado por:

$$D_{it} = \alpha + \delta_{it} D_{it-1} + b_{PO} DEF_{it} + \sum_{k=1}^m \beta_k Z_{kit} + \theta_i + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

cujo desenvolvimento da expressão mostra que:

$$\begin{aligned} D_{it} = & \alpha + \delta_{it} D_{it-1} + b_{PO} DEF_{it} + \beta_1 TEI_{it} + \beta_2 OBND_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 REND_{it} \\ & + \beta_5 TH_{it} + \beta_6 ID_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 FC_{it} + \beta_9 EOCBFC_{it} \\ & + \beta_{10} BOCEFC_{it} + \theta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (15)$$

Todas as variáveis foram definidas anteriormente.

### 2.4.1 Hipóteses de Investigação

Para a realização do teste conjunto foram replicadas as hipóteses de investigação formuladas por Serrasqueiro e Nunes (2010):

*Hipótese 3:*. Se  $b_{PO} \neq 0$  e  $\lambda_{it} \neq 0$ , a TOT e a POT não são mutuamente exclusivas;

*Hipótese 4:*. Se  $\lambda_{it} > b_{PO}$ , as decisões de financiamento das empresas familiares portuguesas estão mais próximas dos pressupostos da TOT do que da POT;

*Hipótese 5:*. Se  $b_{PO} > \lambda_{it}$ , as decisões de financiamento das empresas familiares portuguesas estão mais próximas dos pressupostos da POT do que da TOT.

## 2.5 Procedimento Econométrico – Dados em Painel

Os dados longitudinais (ou dados em painel) possibilitam a conjugação de dados seccionais com séries temporais, isto é, permitem compreender dados de diferentes empresas para vários períodos de tempo.

Nos últimos anos tem-se assistido a uma proliferação de estudos, tanto a nível econométrico como empírico, usando a metodologia de dados em painel. Segundo Hsiao (2007), existem, pelo menos, três aspetos que justificam esse crescimento: (1) a maior disponibilidade de dados, (2) a maior capacidade de capturar padrões comportamentais e (3) o facto de ser uma metodologia desafiadora. Sendo uma metodologia frequentemente usada, têm sido evidenciadas inúmeras vantagens em relação às séries transversais ou temporais (Hsiao, 2007; Marques, 2000; Baltagi, 2005; Hsiao, 2014; Murteira, Castro & Martins, 2016):

- controlar a heterogeneidade individual, uma vez que os estudos que não tenham em conta a heterogeneidade produzirão resultados enviesados;
- maior quantidade de informação e variabilidade dos dados, mais graus de liberdade e menor colinearidade entre as variáveis explicativas, melhorando a eficiência das estimativas;
- possibilitar o estudo de relações dinâmicas entre as variáveis, nomeadamente das dinâmicas de ajustamento, identificando a diversidade de comportamentos dos indivíduos em diferentes momentos de tempo;
- identificar e medir efeitos que não são observáveis através dos métodos exclusivamente seccionais ou temporais;
- construir e testar modelos comportamentais mais complexos;
- reduzir, ou eliminar, os enviesamentos resultantes da agregação de dados;
- simplificar cálculos estatísticos e conclusões, tais como:
  - . análise de séries temporais não estacionárias;
  - . erros de medição;
  - . modelos *Tobit* dinâmicos.

Os dados em painel podem ser representados em painéis balanceados e painéis não balanceados. Enquanto no primeiro caso o número de observações é igual para todas as unidades seccionais, no segundo caso isso não se verifica (Ribeiro, 2014).

A utilização de dados em painel neste estudo empírico vai assentar em dois modelos de estimação: modelos estáticos de painel e estimadores dinâmicos de painel. A principal diferença entre os dois modelos deve-se ao facto de os modelos dinâmicos de painel considerarem a utilização de variáveis desfasadas.

## 2.5.1 Modelos Estáticos de Painel

Considere-se o modelo geral de dados em painel:

$$y_{it} = X_{it}\beta + u_{it}$$

$$u_{it} = n_i + v_{it}$$

em que  $y_{it}$  é a variável dependente,  $X_{it}$  são as variáveis independentes,  $\beta$  representa os coeficientes a estimar e  $u_{it}$  é o termo de erro, onde se assume  $u_{it} \sim iid(0, \sigma^2)$ . Ou seja, para cada indivíduo as observações não têm correlação em série, e para os indivíduos e o tempo os erros são homogêneos (Johnston & DiNardo, 2001).

O primeiro termo da variável residual,  $n_i$ , representa o efeito não observável, heterogeneidade não observável ou variável latente (Ribeiro, 2014; Murteira, Castro & Martins, 2016). Se as unidades seccionais são indivíduos (pessoas, empresas, cidades, etc.), o efeito não observável pode designar-se efeito individual ou heterogeneidade individual (Ribeiro, 2014). Se, por sua vez, estes efeitos forem negligenciados pode incorrer-se no risco de utilizar estimadores viesados e inconsistentes (Murteira, Castro & Martins, 2016). O segundo termo,  $v_{it}$ , representa o erro idiosincrático. Saliente-se que  $n_i$  não varia com o tempo e engloba os efeitos específicos de cada indivíduo que não foram considerados no modelo, enquanto  $v_{it}$  varia com o tempo e com os indivíduos e engloba o termo de erro geral presente nas regressões.

Neste contexto, é essencial determinar se os efeitos individuais (não observáveis) específicos para cada empresa são relevantes na explicação do modelo. Para isso recorre-se ao teste LM (*Lagrange Multiplier*) de Breusch-Pagan (1980), que testa a hipótese nula ( $H_0$ ) da não relevância dos efeitos individuais (não observáveis) na explicação do endividamento da empresa, contra a hipótese alternativa ( $H_1$ ) da relevância desses efeitos na explicação do endividamento. Portanto, não rejeitar  $H_0$  significa que os efeitos individuais (não observáveis) não são relevantes para a estimação do modelo, pelo que uma regressão OLS constitui a forma mais adequada para se proceder a essa estimação. Na situação contrária, rejeitando  $H_0$  significa que os efeitos individuais (não observáveis) são relevantes na explicação do modelo. Neste caso não se pode recorrer ao método *pooled* e, portanto, a forma mais conveniente de proceder à estimação é admitir a existência de efeitos individuais (não observáveis) fixos ou aleatórios.

No modelo de efeitos fixos os efeitos individuais (não observáveis) podem variar de empresa para empresa ou ao longo do tempo. No entanto, permanecem como constantes fixas (Marques, 2000; Johnston & DiNardo, 2001; Ferreira, 2016). Desta forma, assume-se que os efeitos individuais (não observáveis) são parâmetros fixos, e tanto o termo de erro  $v_{it}$  como as variáveis explicativas  $X_{it}$  são considerados independentes.

No modelo de efeitos aleatórios o comportamento das empresas e dos períodos de tempo é desconhecido, sendo os efeitos individuais representados como uma variável aleatória não

observável independente das variáveis explicativas (Marques, 2000; Johnston & DiNardo, 2001; Ferreira, 2016). Enquanto na análise com efeitos aleatórios os efeitos individuais (não observáveis)  $n_i$  fazem parte da variável residual, no modelo de efeitos fixos  $n_i$  é ortogonal a  $X_{it}$  e tem em conta a autocorrelação da variável residual (Ribeiro, 2014).

O melhor modelo de estimação é determinado pelo comportamento dos efeitos individuais (não observáveis)  $n_i$ . Então, se  $n_i$  não estiver correlacionado com as variáveis explicativas  $X_{it}$ , o modelo a estimar deve ser o modelo de efeitos aleatórios. Por outro lado, se  $n_i$  estiver correlacionado com as variáveis independentes  $X_{it}$ , o modelo de efeitos fixos é considerado mais consistente e eficiente.

O teste de Hausman (1978) averigua a forma mais apropriada de estimação dos efeitos individuais (não observáveis) através de uma correlação entre os referidos efeitos e as variáveis explicativas. Desta forma, a não rejeição de  $H_0$  implica a não relevância da correlação ( $cov(n_i|X_{it}) = 0$ ), pelo que um modelo de efeitos aleatórios é a forma mais conveniente de se proceder à estimação. Na situação contrária, a rejeição de  $H_0$  implica a relevância da correlação entre os efeitos individuais (não observáveis) e as variáveis explicativas ( $cov(n_i|X_{it}) \neq 0$ ). Neste caso deve proceder-se à estimação de um modelo de efeitos fixos.

A partir do teste de Hausman, se a correlação entre os efeitos individuais (não observáveis) e as variáveis explicativas for significativa, o estimador OLS resulta inconsistente, na medida em que pressupõe ausência de correlação entre as variáveis explicativas  $X_{it}$  e o erro  $u_{it}$ . Consequentemente, consideram-se os efeitos individuais parâmetros a estimar ou eliminam-se esses efeitos (Murteira, Castro & Martins, 2016). Desta forma, o modelo de efeitos fixos pode ser estimado pelo OLS com LSDV (*Least Squares Dummy Variables*) ou com transformação *Within*. Ainda a partir do teste de Hausman, se a correlação entre os efeitos individuais (não observáveis) e as variáveis explicativas não for significativa, podem estimar-se os parâmetros do modelo utilizando o GLS (*Generalized Least Squares*) (Murteira, Castro & Martins, 2016).

Apesar da grande utilização dos modelos estáticos de painel nos estudos sobre a estrutura de capitais das empresas, esses modelos não têm em atenção possíveis correlações em série, heterocedasticidade e endogeneidade (Arellano & Bond, 1991), nem o possível dinamismo nas relações entre as variáveis independentes e as variáveis dependentes. Por isso, não é possível utilizar variáveis desfasadas como variáveis explicativas na determinação do modelo, dado que poderiam causar problemas de correlação entre o termo da perturbação aleatória e as variáveis independentes, causando estimadores enviesados e inconsistentes.

## 2.5.2 Modelos Dinâmicos de Painel

A utilização de estimadores dinâmicos permite controlar a endogeneidade, a possível colinearidade entre as variáveis explicativas e problemas causados pela omissão de variáveis explicativas relevantes para os resultados (Balgati, 2005). Segundo Blundell e Bond (1998) e Balgati (2005), os estimadores dinâmicos baseiam-se nos seguintes factos: (i) dimensão

temporal dos dados, (ii) integração dos efeitos (não observáveis) específicos individuais e temporais, (iii) utilização da variável dependente desfasada como variável explicativa do modelo e (vi) possível endogeneidade das variáveis explicativas.

As relações económicas têm natureza dinâmica e, conforme referido, uma das principais vantagens dos dados em painel consiste na possibilidade de analisar relações dinâmicas entre as variáveis na presença de heterocedasticidade individual não observada (Murteira, Castro & Martins, 2016). Assim, as relações dinâmicas são apresentadas por uma variável dependente desfasada como variável explicativa do seguinte modo:

$$y_{it} = \alpha y_{it-1} + X_{it}\beta + u_{it}$$

$$u_{it} = n_i + v_{it}$$

O estimador OLS pressupõe ausência de correlação entre as variáveis independentes  $X_{it}$  e o termo de erro  $u_{it}$ , sendo este facto designado por exogeneidade das variáveis explicativas (Murteira, Castro & Martins, 2016). Um dos problemas da utilização de modelos dinâmicos consiste na correlação existente entre  $y_{it-1}$  e  $u_{it}$ , por via dos efeitos individuais (não observáveis)  $n_i$ . Por isso, o estimador OLS resulta enviesado e inconsistente, pois quando as variáveis explicativas estão correlacionadas com o termo de erro, são consideradas variáveis endógenas (se  $cov(X_{it}|u_{it}) \neq 0$ , existe endogeneidade) (Murteira, Castro & Martins, 2016).

Anderson e Hsiao (1982) sugerem uma alternativa viável, proporcionada pela transformação primeira diferença, que por sua vez elimina os efeitos individuais (não observáveis):

$$y_{it} - y_{it-1} = \alpha(y_{it-1} - y_{it-2}) + (X_{it} - X_{it-1})\beta + u_{it} - u_{it-1}$$

$$\Delta y_{it} = \alpha \Delta y_{it-1} + \Delta X_{it}\beta + \Delta u_{it}$$

Tendo sido eliminados os efeitos individuais (não observáveis), então não existe correlação entre  $y_{it-1}$  e  $n_i$ . Contudo, é possível que  $\Delta y_{it-1}$  e  $\Delta u_{it}$  estejam correlacionados, devido à correlação existente entre  $y_{it-1}$  e  $u_{it-1}$ . Consequentemente, Anderson e Hsiao (1981 e 1982) propuseram a estimação através da utilização de variáveis instrumentais (IV - *Instrumental Variable*) em que  $\Delta y_{it-2} = y_{it-2} - y_{it-3}$  ou então  $y_{it-2}$  podem ser usados como um instrumento para  $\Delta y_{it-1} = y_{it-1} - y_{it-2}$ .

A utilização de IV permite estimar os parâmetros de um modelo onde uma ou mais variáveis explicativas são endógenas. Assim, uma IV tem a peculiaridade de ser (Murteira, Castro & Martins, 2016): (i) exógena no modelo (não é correlacionada com o termo residual) e (ii) correlacionada com as variáveis explicativas endógenas. Este método de estimação é considerado eficiente e consistente, na medida em que, apesar de  $\Delta y_{it-2} = y_{it-2} - y_{it-3}$  e  $y_{it-2}$  estarem correlacionadas com  $\Delta y_{it-1}$ , não estão correlacionadas com  $\Delta u_{it}$  desde que o termo de perturbação aleatória  $u_{it}$  não possua autocorrelação. Apesar de o estimador de Anderson e

Hsiao, por meio de IV, produzir estimativas consistentes, estas não são necessariamente eficientes (Baltagi, 2005).

Desenvolvimentos recentes da literatura enfocam no estimador GMM e na sua aplicação aos modelos dinâmicos de painel, de entre os quais se destacam o trabalho GMM de Arellano e Bond (1991) e o trabalho GMM *system* de Blundell e Bond (1998).

Em 1991, Arellano e Bond propuseram a utilização do estimador GMM que usa as variáveis desfasadas como variáveis explicativas. Os instrumentos GMM para  $y_{it-1}$  incluem um conjunto de elementos  $y_{it-2}, y_{it-3}, \dots, y_{it-1}$ , em vez de um único instrumento  $y_{it-2}$  ou  $\Delta y_{it-2}$  conforme proposto por Anderson e Hsiao. Posteriormente, em 1998, Blundell e Bond estendem o estimador GMM, argumentando que este apresenta um desfasamento em níveis da série para as equações das primeiras diferenças, que poderão conduzir a estimadores enviesados. Efetivamente, quando a variável dependente é persistente, ou seja, com elevada correlação entre os seus valores no período corrente e no período anterior, e o número de períodos não for muito grande, o estimador GMM é considerado ineficiente.

Na determinação do estimador GMM *system*, Blundell e Bond propõem usar as diferenças desfasadas da variável dependente como instrumentos para as equações dos níveis, além de usar níveis desfasados da variável dependente como instrumentos para as equações das primeiras diferenças. No entanto, os resultados obtidos pelos modelos de painéis dinâmicos só podem ser considerados válidos se (1) as restrições forem válidas e se (2) não existir correlação de segunda ordem.

Para testar a robustez dos resultados recorre-se ao teste de sobre-identificação de restrições de Sargan (1958), no caso do estimador GMM, e ao teste Hansen (1982), no caso do estimador GMM *system* (Baltagi, 2005). Ambos os testes pretendem testar a hipótese  $H_0$  a indicar que as restrições impostas pela utilização dos instrumentos são válidas, contra a hipótese  $H_1$  a indicar que as restrições não são válidas. Rejeitando-se  $H_0$  conclui-se que as restrições não são válidas e que, efetivamente, os resultados obtidos não são robustos.

Torna-se, ainda, necessário verificar a inexistência de autocorrelação de primeira e de segunda ordem. Para o efeito testa-se a hipótese  $H_0$  da ausência de autocorrelação, contra a hipótese  $H_1$  da existência da autocorrelação. Rejeitando-se  $H_0$  conclui-se pela existência de autocorrelação e, portanto, os resultados obtidos não são robustos.

Finalmente, pode analisar-se a qualidade de ajustamento das variáveis explicativas, no seu conjunto, relativamente à variável dependente, através do teste Wald. A estatística do teste define como hipótese  $H_0$  que todos os coeficientes das variáveis explicativas são conjuntamente iguais a zero. Rejeitando  $H_0$  conclui-se que as variáveis explicativas são estatisticamente significativas para o modelo.

## 2.6 Amostra e Dados

### 2.6.1 Descrição da Amostra

A realização do estudo empírico impõe uma definição do objeto com utilidade prática para selecionar a amostra de investigação. Conforme se referiu, não existe consenso sobre a definição de empresa familiar. Uns seguem o critério da propriedade, controlo e gestão (Chrisman, Chua & Sharma, 1999; Martins, 1999; Ussman, 2004), outros focam a possibilidade do negócio continuar nas mãos da família ao longo das próximas gerações (Donnelley, 1988; Chrisman, Chua & Sharma, 1999) e alguns abordam as questões culturais e os valores que ligam a família à empresa (Gallo & Ribeiro, 1996).

Na sequência da falta de dados sobre as questões da sucessão, este estudo empírico utiliza o critério da propriedade para selecionar as empresas familiares portuguesas, tal como fizeram Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016). Mais concretamente, foi seguido o critério proposto por López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007, p.276): “*We considered all those businesses with a shareholder (single or family) owning more than 50% and the rest of the shares being relatively diluted as a family firm*”.

Para a seleção das empresas familiares portuguesas recorreu-se à base de dados SABI<sup>17</sup> (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), gerida pela Informa, S.A. e *Bureau Van Dijk* (BvD), que agrega informações financeiras de empresas portuguesas e de empresas espanholas. Contudo, a base de dados não disponibiliza informações sobre a participação dos membros da família na gestão das empresas. Ainda assim, identifica a repartição do capital das sociedades, permitindo selecionar apenas as empresas que apresentam características de propriedade familiar. Além disso, extraíram-se informações das demonstrações financeiras e da concentração do capital.

De um total de 605.724 empresas existentes em Portugal, foram apenas selecionadas as empresas que satisfaziam os seguintes critérios: (i) ativas, (ii) sociedades anónimas e sociedades de responsabilidade limitada e (iii) empresas não financeiras. Seguidas estas restrições, aplicou-se o critério estabelecido anteriormente para definir uma empresa familiar, surgindo uma amostra com 284.188 entidades. Destas empresas foram extraídas (i) as que não apresentaram contas no período 2009-2016, (ii) as que registaram um capital próprio negativo e as (iii) microentidades.

A exclusão das microentidades<sup>18</sup> da amostra justifica-se pelo seu baixo poder negocial no acesso ao crédito, razão pela qual estão muito condicionadas às regras impostas pelo mercado financeiro. Por isso, a sua contribuição seria muito reduzida para analisar as escolhas de financiamento das empresas familiares, que constitui o objetivo essencial deste estudo empírico.

---

<sup>17</sup> <https://sabi.bvdinfo.com>

<sup>18</sup> O Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho, classifica como microentidades as sociedades que na data do balanço não ultrapassem dois dos três limites seguintes: 350.000€ no total do balanço, 700.000€ no volume de negócios líquido, 10 no número médio de empregados durante o período.

Estabelecidas todas as restrições, sintetizadas na tabela 3, a amostra final é constituída por 4.952 empresas familiares que serão analisadas no período compreendido entre 2009 e 2016, representando 39.616 observações:

**Tabela 3** - Constituição da Amostra

Restrições	Amostra (nº empresas)
Empresas Portuguesas	605.724
Ativas	332.874
Sociedades Anónimas e Sociedades de Responsabilidade Limitada	330.345
Empresas não financeiras	319.138
Indivíduo ou família controla mais de 50% da propriedade	284.188
Apresentam contas no período 2009-2016	57.936
Capital Próprio positivo	39.713
Pequenas, Médias e Grandes empresas familiares	4.952

Fonte: Elaboração Própria

## 2.6.2 Análise de Correlação entre as Variáveis

A intensidade da relação linear entre as variáveis é analisada através da matriz de correlação de *Pearson*. O teste de significância dos coeficientes de correlação consiste em admitir como hipótese  $H_0$  a ausência de correlação e como hipótese  $H_1$  a existência de correlação. Se a probabilidade (*p-value*) de determinada correlação for inferior ao valor crítico, rejeita-se  $H_0$ , pelo que o coeficiente de correlação é significativamente diferente de zero e as variáveis em análise estão correlacionadas. Se o *p-value* das correlações for superior ao valor crítico, assume-se como mais provável  $H_0$ , pelo que não existe relação significativa entre as variáveis em estudo. Assim, para que as *proxies* em estudo sejam significantes na estimação dos modelos é fundamental que apresentem elevada correlação com as variáveis dependentes e baixa correlação com as variáveis independentes.

Na tabela 4 apresenta-se a matriz de correlação de *Pearson* com os níveis de significância para os determinantes de financiamento da TOT no modelo de ajustamento parcial e na tabela 5 apresenta-se a matriz de correlação de *Pearson* com os níveis de significância para os determinantes de financiamento da POT.

**Tabela 4** - Matriz de Correlações de *Pearson* dos Determinantes de Financiamento da TOT no Modelo de Ajustamento Parcial

	$D_{it}$	$D_{it\ cp}$	$D_{it\ ln}$	TEI	OBND (1)	OBND (2)	OBND (3)	OBND (4)	OC (1)	OC (2)	OC (3)	OC (4)
$D_{it}$	1											
$D_{it\ cp}$	0,7258***	1										
$D_{it\ ln}$	0,9691***	0,7097***	1									
TEI	-0,0014	-0,0026	-0,0012	1								
OBND (1)	0,0623***	-0,0133**	0,0617***	0,0039	1							
OBND (2)	-0,0033	-0,0060	-0,0011	-0,0005	0,0111**	1						
OBND (3)	-0,0152***	-0,0117**	-0,0153***	-0,0005	-0,0058	-0,0002	1					
OBND (4)	0,0024	-0,0003	0,0015	-0,0599***	0,0110**	-0,0001	-0,0002	1				
OC (1)	0,0522***	0,0402***	0,0584***	-0,0023	-0,0217***	-0,0014	0,0000	-0,0029	1			
OC (2)	-0,0086*	-0,0413***	-0,0062	-0,0034	-0,0166***	-0,0007	-0,0013	0,0034	-0,0020	1		
OC (3)	0,0225***	0,0261***	0,0264***	-0,0009	0,0089*	-0,0022	-0,0018	0,0004	0,0458***	-0,0043	1	
OC (4)	0,0002	0,0033	-0,0004	0,0008	-0,0034	-0,0001	0,0002	0,0003	0,0008	-0,0003	0,0015	1
REND (1)	-0,2043***	-0,1124***	-0,2088***	-0,0054	0,0422***	-0,0141***	0,0121**	-0,0058	0,1071***	-0,0104**	0,0355***	0,0127**
REND (2)	-0,2742***	-0,1457***	-0,2767***	-0,0046	0,0341***	-0,0134***	0,0126**	-0,0056	0,1121***	-0,0128**	0,0327***	0,0131***
REND (3)	-0,0152***	-0,0118**	-0,0153***	-0,0005	-0,0060	-0,0002	0,9998***	-0,0002	-0,0001	-0,0014	-0,0018	0,0002
REND (4)	-0,1564***	-0,1062***	-0,1606***	-0,0032	0,4550***	-0,0080	0,0083*	-0,0006	0,0861***	-0,0151***	0,0353***	0,0099**
REND (5)	-0,2621***	-0,1472***	-0,2674***	-0,0076	0,0383***	-0,0135***	0,0148***	-0,0055	0,1188***	-0,0121**	0,0337***	0,0147***
TH (1)	0,0837***	0,0999***	0,0780***	-0,0062	-0,0564***	-0,0041	-0,0530***	-0,0021	0,0552***	0,0030	0,0275***	0,0058
TH (2)	0,0227***	-0,0796***	0,0162***	-0,0066	-0,1241***	-0,0032	0,0327***	-0,0012	0,0752***	0,0368***	0,0146***	0,0010
ID (1)	-0,1742***	-0,1611***	-0,1789***	0,0047	-0,0959***	0,0017	-0,0068	-0,0013	-0,0644***	-0,1040***	-0,0251***	0,0020
ID (2)	-0,1584***	-0,1432***	-0,1601***	0,0023	-0,0869***	-0,0003	-0,0048	-0,0009	-0,0476***	-0,0610***	-0,0164***	0,0017
TANG (1)	0,1225***	-0,1121***	0,1248***	0,0018	0,4607***	0,0041	-0,0063	0,0099**	-0,0197***	-0,0581***	0,0165***	-0,0063
TANG (2)	0,1409***	-0,0548***	0,1430***	0,0022	0,2078***	0,0029	-0,0114**	0,0078	-0,0542***	-0,0977***	0,0105**	-0,0072

Nota: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01.

Fonte: Elaboração Própria

(continuação da Tabela 4)

	REND (1)	REND (2)	REND (3)	REND (4)	REND (5)	TH (1)	TH (2)	ID (1)	ID (2)	TANG (1)	TANG (2)
<b>REND (1)</b>	1										
<b>REND (2)</b>	0,9825***	1									
<b>REND (3)</b>	0,0118**	0,0123**	1								
<b>REND (4)</b>	0,9082***	0,8892***	0,0080	1							
<b>REND (5)</b>	0,9620***	0,9779***	0,0145***	0,8727***	1						
<b>TH (1)</b>	0,1453***	0,1394***	-0,0535***	0,1068***	0,1390***	1					
<b>TH (2)</b>	-0,0014	-0,0082	0,0338***	-0,0519***	0,0109**	0,7445***	1				
<b>ID (1)</b>	-0,1429***	-0,1339***	-0,0066	-0,1672***	-0,1251***	0,1206***	0,2178***	1			
<b>ID (2)</b>	-0,1241***	-0,1137***	-0,0046	-0,1466***	-0,1042***	0,1433***	0,2334***	0,9050***	1		
<b>TANG (1)</b>	-0,0908***	-0,1122***	-0,0064	0,1112***	-0,0943***	-0,1213***	-0,0019	-0,0111**	-0,0224***	1	
<b>TANG (2)</b>	-0,1827***	-0,2051***	-0,0117**	-0,0766***	-0,1812***	-0,1197***	-0,0236***	0,0322***	0,0218***	0,6786***	1

Nota: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01.

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 5 - Matriz de Correlações de *Pearson* dos Determinantes de Financiamento da POT

	<i>D<sub>it</sub></i>	<i>D<sub>it cp</sub></i>	<i>D<sub>it ln</sub></i>	FC (1)	FC (2)	FC (3)	FC (4)	FC (5)	ID (1)	ID (2)	OC (1)	OC (2)	OC (3)	OC (4)	EOCBFC	BOCEFC
<i>D<sub>it</sub></i>	1															
<i>D<sub>it cp</sub></i>	0,7253***	1														
<i>D<sub>it ln</sub></i>	0,9694***	0,7096***	1													
FC (1)	-0,1553***	-0,1047***	-0,1595***	1												
FC (2)	-0,0114**	-0,0089**	-0,0154***	0,0019**	1											
FC (3)	-0,1760***	-0,1147***	-0,1795***	0,8980***	0,0016**	1										
FC (4)	-0,0066	-0,0113**	-0,0052	0,0619***	-0,0003	0,2908***	1									
FC (5)	-0,1512***	-0,1068***	-0,1553***	0,9854***	0,0018**	0,8873***	0,0665***	1								
ID (1)	-0,1740***	-0,1607***	-0,1785***	-0,1684***	0,0006	-0,1434***	0,0168***	-0,1580***	1							
ID (2)	-0,1584***	-0,1430***	-0,1600***	-0,1476***	-0,0008	-0,1235***	0,0172***	-0,1367***	0,9051***	1						
OC (1)	0,0522***	0,0400***	0,0584***	0,0859***	0,0007	0,0856***	0,0055	0,0835***	-0,0646***	-0,0477***	1					
OC (2)	-0,0086*	-0,0413***	-0,0062	-0,0163***	-0,0008	-0,0178***	-0,0015	-0,0152***	-0,1041***	-0,0610***	-0,0020	1				
OC (3)	0,0241***	0,0274***	0,0282***	0,0356***	0,0003	0,0311***	0,0013	0,0351***	-0,0258***	-0,0169***	0,0463***	-0,0043	1			
OC (4)	0,0002	0,0033	-0,0004	0,0098**	0,0000	0,0102**	0,0048*	0,0097	0,0020	0,0017	0,0007	-0,0003	0,0015	1		
EOCBFC	0,0845***	0,0651***	0,0882***	-0,0691***	-0,0007	-0,0637***	-0,0042	-0,0683***	-0,0257***	-0,0167**	0,8824***	0,001	0,0193***	-0,0001	1	
BOCEFC	0,0031	-0,0124**	0,0135***	-0,2317***	0,0013***	-0,2206***	-0,0243***	-0,2329***	0,0370***	0,0307***	0,1997***	0,0106**	0,014***	-0,0011	0,0371***	1

Nota: \*p-value<0,1; \*\*p-value<0,05; \*\*\*p-value<0,01.

Fonte: Elaboração Própria

Finalmente, a tabela 6 apresenta a matriz de correlação de *Pearson* para as variáveis do modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999):

**Tabela 6** - Matriz de Correlação de *Pearson* para as Variáveis do Modelo de Shyam-Sunder e Myers

	$\Delta D_{it}$	$\Delta D_{it\ cp}$	$\Delta D_{it\ ln}$	DEF
$\Delta D_{it}$	1			
$\Delta D_{it\ cp}$	0,1305***	1		
$\Delta D_{it\ ln}$	0,0953***	0,2555***	1	
DEF	0,0930***	-0,0412***	0,0068	1

Nota: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01.  
Fonte: Elaboração Própria

A variável DEF apresenta uma relação positiva com as variáveis  $\Delta D_{it}$  e  $\Delta D_{it\ ln}$ . No entanto, a correlação com a variável  $\Delta D_{it\ ln}$  não é estatisticamente significativa e, além disso, a relação é negativa e estatisticamente relevante com a variável  $\Delta D_{it\ cp}$ .

### 2.6.3 Escolha das *Proxies* para os Modelos

A escolha das *proxies* mais interessantes para os modelos recorreu à simulação das estruturas estimadas (e dos níveis de significância) apresentados para a TOT nos apêndices 2, 3 e 4 (com a variável dependente definida por dívida total, dívida de curto prazo e *debt-to-equity ratio*, respetivamente) e apresentados para a POT nos apêndices ao 5, 6 e 7 (com a variável dependente definida por dívida total, dívida de curto prazo e *debt-to-equity*, respetivamente). O teste t de Student analisa as variáveis independentes separadamente, de modo a verificar se o modelo perde qualidade depois de suprimida cada variável. Assim, a hipótese  $H_0$  assume que a variável independente não é significativa para o modelo, enquanto a hipótese  $H_1$  assume que a variável independente é significativa e deve permanecer no modelo. Para analisar a importância de todas as variáveis conjuntamente recorreu-se ao teste ANOVA da regressão linear, através da estatística F de Fisher-Snedecor. Assim, a hipótese  $H_0$  assume a não significância da relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes, enquanto a hipótese  $H_1$  assume que a relação entre a variável dependente e as variáveis explicativas é estatisticamente significativa.

Paralelamente, recorreu-se à análise do coeficiente de determinação múltiplo  $R^2$ , que representa uma medida da qualidade de ajustamento do modelo de regressão à amostra de dados e estima a variação da variável dependente explicada pela variação das variáveis independentes. Um valor elevado de  $R^2$  não implica, necessariamente, que o modelo de regressão seja bom, na medida em que a adição de uma variável independente não significativa nunca diminui o coeficiente de determinação múltiplo. Consequentemente, medir exclusivamente o  $R^2$  conduziria a um modelo com muitas variáveis explicativas. Outro critério mais adequado é o coeficiente de determinação múltiplo ajustado  $R_{Ajt}^2$ , em que a inclusão de uma variável independente não significativa prejudica o valor deste coeficiente.

Considerando as matrizes de correlações de *Pearson* apresentadas nas tabelas 4 e 5 e as simulações das estruturas estimadas (e dos níveis de significância) a partir dos modelos de regressão linear apresentados nos apêndices 2 a 7, escolheram-se as *proxies* que proporcionam o melhor resultado para cada uma das teorias da estrutura de capitais em estudo.

Para os determinantes de financiamento da TOT no modelo de ajustamento parcial, as *proxies* OBND (1), OC (1), REND (2), TH (1), ID (1), TANG (2) foram, de entre as demais, as que estimaram melhores estruturas para as variáveis dependentes endividamento total  $D_{it}$  e *Debt-to-Equity*  $D_{it \ln}$ . Para a variável dependente endividamento de curto prazo  $D_{it \text{cp}}$  foram selecionadas as mesmas *proxies*, com a exceção de OC (1) e de TANG (2), substituídas por OC (2) e por TANG (1), respetivamente, que evidenciaram maior significância estatística. A variável TEI foi mantida no modelo, apesar de ter baixa significância estatística, porque a sua relação com as variáveis dependentes é importante para este estudo.

Para o modelo dos determinantes de financiamento da POT, as *proxies* FC (3) e ID (1) estimaram a melhor estrutura para todas as variáveis dependentes. Saliente-se que foi incluída na análise a variável OC porque era necessário determinar as variáveis EOCBFC e BOCEFC. Apesar de a *proxy* OC (2) apresentar maior significância no modelo cuja variável dependente é  $D_{it \text{cp}}$ , as variáveis EOCBFC e BOCEFC foram calculadas para todos os modelos através das *proxies* FC (3) e OC (1) porque, além de facilitar o cálculo, a significância estatística de OC (1) e de OC (2) é semelhante. Com exceção da variável TEI, as restantes variáveis são estatisticamente significativas a 1%, tanto no modelo TOT como no modelo POT.

#### 2.6.4 Estatísticas Descritivas

Na tabela 7 apresentam-se os resultados das estatísticas descritivas das *proxies* que foram selecionadas previamente.

Os resultados das estatísticas descritivas mostram que o endividamento total  $D_{it}$  é a variável dependente com valor médio superior, seguido do endividamento de curto prazo  $D_{it \text{cp}}$  e do *Debt-to-Equity*  $D_{it \ln}$ . Estas três variáveis apresentam variações médias negativas, sendo mais expressiva no caso da  $\Delta D_{it \ln}$ .

De entre os determinantes de financiamento da TOT no modelo de ajustamento parcial, verifica-se que TH (1) e ID (1) apresentam os valores médios superiores. Ainda relativamente às variáveis independentes, verifica-se que TEI, OC (1), OC (2) e REND (2) apresentam volatilidade acentuada, com o desvio-padrão superior à média.

A variável DEF, considerada no modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999), regista um valor médio negativo, significando que as empresas familiares portuguesas geraram *superavits* de fundos durante o período em análise, justificando as variações negativas nos rácios de endividamento. Contudo, esta variável também calcula um desvio-padrão superior à média.

No modelo dos determinantes de financiamento da POT verifica-se que a variável ID (1) apresenta o valor médio superior e que a variável BOCEFC apresenta um valor médio negativo.

Além disso, constata-se que as variáveis FC (3), EOCBFC e BOCEFC evidenciam alguma volatilidade.

**Tabela 7** - Estatísticas Descritivas das Variáveis

	Nº Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
$D_{it}$	39.616	0,553	0,2272	0	2,9982
$D_{it\ cp}$	39.616	0,4161	0,2149	0	2,35
$D_{it\ ln}$	39.616	0,2392	1,1408	-8,0889	9,0037
$\Delta D_{it}$	39.616	-0,0159	0,1043	-2,6693	2,9241
$\Delta D_{it\ cp}$	39.616	-0,0145	0,1408	-1,5003	1,6395
$\Delta D_{it\ ln}$	39.616	-0,0696	0,4337	-7,6658	9,4695
DEF	39.616	-0,0027	0,2938	-35,9465	26,4694
TEI	39.616	0,3223	3,5902	-106,6051	362,4484
OBND (1)	39.616	0,0381	0,0376	-0,1781	0,8075
OC (1)	39.616	0,0481	0,3299	-0,8622	49,8082
OC (2)	39.616	0,0102	0,0625	-0,0074	0,9198
REND (2)	39.616	0,0463	0,0822	-3,1495	0,9055
TH (1)	39.616	7,5911	0,9978	-0,0174	13,6302
ID (1)	39.616	2,967	0,6127	0	4,727
TANG (1)	39.616	0,2478	0,2103	0	1,0211
TANG (2)	39.616	0,4196	0,2402	0	1,1197
FC (3)	39.616	0,0716	0,0859	-3,1710	4,7425
EOCBFC	39.616	0,0433	0,2917	0	49,8082
BOCEFC	39.616	-0,0126	0,0507	-0,7857	0,0846

Nota: Nº Obs.: número de observações.

Fonte: Elaboração Própria

## 2.7 Resultados e Discussão

### 2.7.1 Teoria *Trade-Off*

Neste ponto são apresentados os resultados empíricos para a TOT. A teoria é testada através do modelo de ajustamento parcial da dívida, considerando os determinantes de financiamento que, sob esta abordagem, influenciam a estrutura de capitais das empresas.

#### ***Ajustamento do nível real da dívida em relação ao target***

Na tabela 8 apresentam-se os resultados para o modelo de ajustamento, expresso na equação (9), do nível real da dívida em direção ao nível ótimo e para a relação entre os determinantes de financiamento e o endividamento total, o endividamento de curto prazo e o *debt-to-equity* (em logaritmo neperiano). Pretende-se verificar se os rácios de endividamento das empresas convergem em relação ao *target* através do coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$ . Se  $\lambda_{it} > 0$ , significa que as empresas familiares portuguesas ajustaram o nível de dívida em direção ao *target*, se  $\lambda_{it} < 1$ , significa que as empresas familiares portuguesas alcançaram parcialmente o *target*, sugerindo

que enfrentam custos de transação que as impedem de ajustarem-se completamente ao nível ótimo.

No modelo anteriormente expresso pela equação (9) surgiu a variável desfasada  $D_{it-1}$ , impossibilitando recorrer ao estimador OLS devido à correlação dessa variável explicativa com os efeitos individuais (não observáveis)  $n_i$  e com o termo de erro  $v_{it}$ . Por essa razão, recorreu-se ao estimador GMM *system* (1998), uma vez que é mais eficiente do que o estimador GMM (1991) quando a variável dependente é persistente (i.e., com elevada correlação entre os valores do período atual e os valores do período anterior) (Blundell & Bond, 1998).

**Tabela 8** - Modelo de Ajustamento Parcial

Variáveis independentes	Variáveis dependentes		
	$D_{it}$	$D_{it\ cp}$	$D_{it\ ln}$
$D_{it-1}$	0,5166***		
$D_{it-1\ cp}$		0,4824***	
$D_{it-1\ ln}$			0,8137***
$\lambda_{it}$	0,4834***	0,5176***	0,1863***
TEI	-0,00004	-0,00002	-0,0007
OBND (1)	0,2249***	0,2071***	0,2335***
OC (1)	0,1022***		0,6727***
OC (2)		-0,1226***	
REND (2)	-0,6016***	-0,3832***	-2,3287***
TH (1)	0,0387***	0,0360***	0,0293***
ID (1)	-0,0164***	-0,0142***	-0,0552***
TANG (1)		-0,0665***	
TANG (2)	0,0591***		-0,0049
Hansen	1.091,01***	702,41***	293,78***
$m_1$	-10,15***	-15,06***	-11,05***
$m_2$	9,93***	8,10***	6,96***
Wald ( $\chi^2$ )	174.27***	92.636,79***	22.967,57***
Nº Obs.	39.616	39.616	39.616

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste de Hansen tem como  $H_0$  a validação das restrições impostas pela utilização de instrumentos;  $m_1$  e  $m_2$  representam os testes de autocorrelação de primeira e de segunda ordem, respetivamente, tendo como  $H_0$  a ausência de autocorrelação; o teste de Wald tem por base uma distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  que as variáveis independentes, no seu conjunto, não explicam a variável dependente; Nº Obs.: número de observações.

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados do teste de Hansen são estatisticamente significativos a 1%, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, assim, as restrições impostas pela utilização de instrumentos não são válidas, apontando para uma sobre-identificação das restrições. Além disso, os resultados dos testes de autocorrelação apresentam significância estatística de 1%, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, assim, confirmando autocorrelação de primeira e de segunda ordem nos modelos. Atendendo à não validade dos instrumentos e à existência de autocorrelação de primeira e segunda ordem, conclui-se que os resultados obtidos pelo estimador GMM *system* não são considerados robustos. Contudo, os valores do teste Wald são estatisticamente relevantes a 1%, propondo a

rejeição de  $H_0$  e, assim, as variáveis independentes, tidas conjuntamente, são relevantes para explicar as variáveis dependentes.

Podem, agora, ser analisados os coeficientes obtidos pelo estimador GMM *system* (1998).

Os resultados empíricos obtidos para as empresas familiares portuguesas, pelo modelo de ajustamento parcial, mostram que a velocidade de ajustamento da dívida de curto prazo ( $\lambda_{it} = 0,5176$ ), em direção ao rácio *target*, é relativamente superior à velocidade de ajustamento da dívida total ( $\lambda_{it} = 0,4834$ ), em direção ao rácio *target*, embora a velocidade de ajustamento do *debt-to-equity* ( $\lambda_{it} = 0,1863$ ), em direção ao *debt-to-equity ratio target*, seja mais lenta. Estas evidências permitem validar a hipótese 1 de que as empresas familiares portuguesas ajustam o rácio de endividamento real para o nível ótimo, na medida em que as estimativas dos coeficientes  $\lambda_{it}$  são superiores a zero.

Apesar de se concluir que as empresas familiares portuguesas ajustam o seu nível de endividamento, as estimativas dos coeficientes  $\lambda_{it}$  são inferiores a 1, significando que essas empresas enfrentam custos de transação que as mantêm longe do nível ótimo de dívida, conforme expetável. Segundo Myers (1984), a existência de custos de transação justifica o *gap* entre o nível de endividamento observado e o nível ótimo. Os resultados apurados também sugerem que as empresas estudadas enfrentam custos de transação relativamente superiores, no caso da dívida total, e relativamente inferiores, no caso da dívida de curto prazo, comparativamente aos custos de uma estrutura de capitais desequilibrada. Genericamente, os resultados indicam que as empresas familiares portuguesas não ajustam o endividamento totalmente ao nível ótimo, devido à existência de custos de transação e de ajustamento, podendo aceitar-se a hipótese 1.1.

No contexto das empresas familiares antecipa-se que os reduzidos custos de agência, provenientes da interação família-empresa, resultem em maiores níveis de reputação e, conseqüentemente, no acesso mais facilitado ao endividamento. Os resultados obtidos pelo coeficiente  $\lambda_{it}$ , relativamente à dívida total e à dívida de curto prazo, sugerem que essas empresas têm alguma facilidade em ajustar o nível de endividamento ao nível ótimo, podendo concluir-se que os seus custos de agência facilitam o recurso ao endividamento e podendo aceitar-se a hipótese 1.2.

### ***Determinantes de financiamento***

Tendo sido previamente considerado que o nível ótimo de dívida depende dos determinantes de financiamento, analisam-se agora as relações encontradas entre esses determinantes e a dívida total, a dívida de curto prazo e o *debt-to-equity*.

Contrariamente ao expetável, verificou-se uma relação negativa, mas não significativa, entre a taxa efetiva de imposto e a dívida nas três *proxies* em estudo. Este resultado sugere que os proprietários/gestores das empresas familiares portuguesas não aproveitam os benefícios da dedutibilidade fiscal dos juros nos rendimentos, derivados da contração de maiores níveis de

dívida. Assim, a hipótese  $1_a$ , formulada no âmbito da TOT, não pode ser aceite no presente estudo empírico.

Quanto aos outros benefícios fiscais não relacionados com o endividamento, obtiveram-se relações positivas, significativas a 1%, com a dívida total, com a dívida de curto prazo e com o *debt-to-equity*. Contrariamente ao previsto, as empresas familiares portuguesas não reduzem o recurso ao crédito perante a possibilidade de usufruírem dos benefícios fiscais não relacionados com o endividamento, pelo que a hipótese  $1_b$  não pode ser aceite.

A relação positiva e estatisticamente relevante entre as oportunidades de crescimento e os indicadores de dívida total e de *debt-to-equity* não permite aceitar a hipótese  $1_c$ . Todavia, detetou-se uma relação negativa estatisticamente relevante com o endividamento de curto prazo. As evidências sugerem que as empresas familiares portuguesas, estando perante oportunidades de crescimento, reduzem o recurso ao endividamento de curto prazo e aumentam o endividamento de médio e longo prazo.

A relação negativa e estatisticamente significativa entre a rentabilidade e o endividamento, em todas as variáveis dependentes, não permite aceitar a hipótese  $1_d$ . Além disso, esta relação converge com os pressupostos da POT, segundo a qual as empresas recorrem, em primeira instância, ao autofinanciamento e, só quando os recursos internos não são suficientes para fazer face às necessidades de financiamento, recorrem ao capital alheio. Pelo exposto, os resultados levam a concluir que as empresas familiares mais lucrativas e, por conseguinte, com maior possibilidade de retenção de lucros, financiam-se através dos recursos gerados internamente, em detrimento do endividamento.

Em relação à variável tamanho, observa-se uma relação positiva e significativa a 1% com as variáveis dependentes endividamento total, endividamento de curto prazo e *debt-to-equity*. Esta relação corrobora a hipótese  $1_e$ , indicando que as maiores empresas familiares portuguesas recorrerem mais ao endividamento. Conforme se referiu, as empresas com maior dimensão (e com boa posição no mercado, em termos de imagem e reputação) enfrentam menor probabilidade de insolvência financeira e menor quantidade de informação assimétrica, garantindo maior confiança junto dos credores e facilitando níveis de dívida superiores.

A existência de uma relação negativa importante entre a idade e o endividamento, expressa em todas as *proxies*, não permite aceitar a hipótese  $1_f$ . Estes resultados também contrariam os pressupostos da TOT e convergem com a POT, segundo a qual as empresas mais antigas tendem a acumular mais lucros e, por isso, recorrem menos ao endividamento.

Finalmente, a relação positiva e significativa entre a variável tangibilidade dos ativos e a dívida total permite aceitar a hipótese  $1_g$ . Ainda assim, existe uma relação negativa significativa com a dívida de curto prazo e não significativa com o *debt-to-equity*. Isto permite concluir que as empresas familiares portuguesas utilizam o valor dos ativos tangíveis como garantia para a obtenção de crédito, fundamentalmente nas maturidades mais longas.

A tabela 9 sintetiza os resultados do teste à TOT, através do modelo de ajustamento parcial da dívida, tendo em conta os determinantes de financiamento:

**Tabela 9** - Verificação das Hipóteses de Investigação da TOT

Variáveis independentes	Relação prevista	Relação estimada	Verificação de hipóteses
$\lambda_{it}$	$\lambda_{it} > 0$	$\lambda_{it} > 0$	H1.: Validada
$(1 - \lambda_{it})$	$(1 - \lambda_{it}) > 0$	$(1 - \lambda_{it}) > 0$	H1.1.: Validada
<b>Custos de Agência</b>			H1.2.: Validada
<b>TEI</b>	+	n.s.	H1 <sub>a</sub> .: Não validada
<b>OBND</b>	-	+	H1 <sub>b</sub> .: Não validada
<b>OC</b>	-	+ / -	H1 <sub>c</sub> .: Não validada
<b>REND</b>	+	-	H1 <sub>d</sub> .: Não validada
<b>TH</b>	+	+	H1 <sub>e</sub> .: Validada
<b>ID</b>	+	-	H1 <sub>f</sub> .: Não validada
<b>TANG</b>	+	+ / - / n.s.	H1 <sub>g</sub> .: Não validada

Nota: n.s.: não significativa

Fonte: Elaboração Própria

Em síntese, o estudo realizado para as empresas familiares portuguesas sugere que o objetivo de atingir o nível ótimo de endividamento é relativamente importante, corroborando os pressupostos da TOT. No entanto, relativamente aos determinantes apenas é validada a hipótese de investigação sobre a relação (positiva) entre a dimensão e o recurso à dívida. Isso significa que as empresas têm um comportamento de ajustamento do nível real da dívida ao nível ótimo, recorrendo mais ao crédito em função do tamanho empresarial.

Os resultados também mostram que as empresas familiares portuguesas suportam custos de transação associados ao capital externo, limitativos de alcançar o nível ótimo, denotando custos de desequilíbrio da estrutura financeira relativamente inferiores.

Verifica-se que a velocidade de ajustamento da dívida de curto prazo, em relação ao rácio *target*, é superior à velocidade de ajustamento da dívida total, em relação ao rácio *target*. Isso significa que as empresas familiares portuguesas têm mais facilidade na obtenção de dívida com maturidade inferior. Esta situação pode derivar das características destas empresas, que os credores identificam com maior facilidade e com as quais, porventura, possuem relações de confiança duradouras, resultando em condições de crédito mais favoráveis. Paralelamente, os menores custos de agência nestas empresas facilitam o recurso ao endividamento, conforme era previsto.

### 2.7.2 Teoria *Pecking Order*

Neste ponto são apresentados os resultados empíricos para a POT. A teoria é testada através do modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999) e por uma regressão entre o endividamento e os determinantes de financiamento.

### Relação entre o défice de financiamento e a variação no endividamento

Na tabela 10 apresentam-se os resultados referentes ao modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999) relativamente ao impacto do défice de fundos sobre a variação do endividamento total, do endividamento de curto prazo e do *debt-to-equity* (em logaritmo neperiano). Para que seja verificada esta teoria, em sentido restrito, a constante  $\alpha$  e o coeficiente de regressão  $b_{PO}$  para DEF deverão ser iguais a 0 e 1, respetivamente.

A estimação do modelo de Shyam-Sunder e Myers (1999), representado pela equação (10), recorreu ao estimador OLS, uma vez que a variável dependente é apresentada através das primeiras diferenças, pelo que os efeitos individuais (não observáveis) das empresas tornam-se irrelevantes e, portanto, foram eliminados do modelo.

**Tabela 10** - Impacto do Défice de Fundos nas Variações do Endividamento

Variáveis independentes	Variáveis dependentes		
	$\Delta D_{it}$	$\Delta D_{it\ cp}$	$\Delta D_{it\ In}$
$\alpha$	-0,0155***	-0,0146***	-0,0697***
DEF	0,1614***	-0,0197***	-0,0100
$R^2$	0,0087	0,0017	0,00005
$R^2_{Ajt}$	0,0086	0,0017	0,00002
F	345,9***	67,23***	1,83
Nº Obs.	39.616	39.616	39.616

Notas: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; Nº Obs.: número de observações.  
Fonte: Elaboração Própria

Os resultados do teste ao modelo de Shyam-Sunder e Myers apresentam estimativas próximas de zero para  $\alpha$  e para  $b_{PO}$ . Apesar de o comportamento de  $\alpha$  convergir para o esperado, o comportamento de  $b_{PO}$  diverge do previsto para a POT. Os valores do coeficiente  $b_{PO}$  indicam que o acréscimo marginal (por unidade monetária adicional) do défice de fundos não produz impacto (a variação é praticamente nula) no endividamento. Mesmo assim, é perceptível uma relação positiva significativa entre o défice de financiamento e a variação da dívida total, por um lado, e, por outro, uma relação negativa significativa entre o défice de financiamento e a variação da dívida de curto prazo e não significativa entre o défice de financiamento e a variação do *debt-to-equity*.

Todos os modelos, representados por cada uma das três *proxies* de endividamento, apresentam pouco poder explicativo, conforme decorre do comportamento dos coeficientes de determinação  $R^2$  e  $R^2_{Ajt}$ . Isso significa que a única variável independente, definida pelo défice de fundos, não consegue explicar o comportamento da variável dependente, em cada modelo. As estimativas dos coeficientes descem para valores inferiores quando a variável dependente é o *debt-to-equity ratio* (em logaritmo neperiano).

O teste F de Fisher-Snedecor indica que a variável explicativa déficit de fundos é estatisticamente significativa a 1% nos modelos da dívida total e da dívida de curto prazo, mas não é relevante no modelo representado pelo *debt-to-equity*.

Os resultados apurados, relativamente às empresas familiares portuguesas, denotam que a reduzida proporção de financiamento através de dívida, em relação ao déficit de fundos, corresponde à porção de capital obtida para fazer face às necessidades que não foram cobertas pelos recursos internos. Parecendo que as variações na dívida destas empresas não dependem do déficit financeiro interno, os resultados empíricos contrariam o postulado pela POT e não permitem aceitar a hipótese 2. Esta conclusão apenas tem relevância estatística nas variáveis dependentes variação do endividamento total e variação do endividamento de curto prazo.

### ***Determinantes de financiamento***

Seguidamente, procede-se à estimação de uma regressão entre o endividamento e os determinantes de financiamento que, de acordo com a POT, afetam a estrutura financeira das empresas. Os resultados são apresentados nas tabelas 11, 12 e 13.

O modelo dos determinantes de financiamento, expresso pela equação (12), foi estimado tendo em conta os modelos estáticos de painel. As tabelas 11, 12 e 13 apresentam a estimação dos coeficientes recorrendo a uma regressão OLS, a um modelo de efeitos fixos e a um modelo de efeitos aleatórios. No intuito de identificar a forma mais apropriada de proceder à estimação, também são apresentados os resultados do teste LM de *Breusch-Pagan* e do teste de Hausman. Uma vez que a heterocedasticidade é um fenómeno comum em estudos que utilizam dados seccionais, o modelo de efeitos fixos e o modelo de aleatórios foram calculados com recurso ao estimador White (1980) (ou estimador *Sandwich*). Este estimador determinou as mesmas estimativas que o estimador tradicional para os coeficientes, embora o erro padrão dos coeficientes e, por conseguinte, o valor de significância do teste t de Student, tenham sido estimados de acordo com a possível heterocedasticidade (Murteira, Castro & Martins, 2016).

Os resultados do teste LM são estatisticamente significativos a 1% para as três *proxies* de endividamento, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, assim, os efeitos individuais (não observáveis) são relevantes na explicação do modelo, pelo que uma regressão OLS não constitui a forma mais eficiente de proceder à estimação. Consequentemente, deve averiguar-se se a correlação entre os efeitos individuais (não observáveis) e as variáveis explicativas é significativa, através do teste de Hausman. Os resultados deste teste são estatisticamente significativos a 1%, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, assim, existe de correlação entre os efeitos individuais (não observáveis) e as variáveis independentes, pelo que o modelo de efeitos fixos constitui o modelo de estimação mais consistente e eficiente.

Tabela 11 - Determinantes de Financiamento da POT – Dívida Total

Variáveis independentes	Variável dependente: $D_{it}$		
	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos aleatórios
$\alpha$	0,81***	1,1101***	1,0225***
FC (3)	-0,5545***	-0,2750***	-0,288***
ID (1)	-0,0747***	-0,1812***	-0,1514***
EOCBFC	0,0525***	0,0147	0,0164
BOCEFC	-0,1689***	0,0172	0,0110
$R^2$	0,0778	0,1322	0,1127
$R^2_{Ajt}$	0,0777	0,0082	0,1126
F	835,17***	1.320,52***	1.257,75***
LM ( $\chi^2$ )		89.119***	
Hausman ( $\chi^2$ )		746,91***	
Nº Obs.	39.616	39.616	39.616

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; o teste LM de Breusch-Pagan baseia-se numa distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  a não relevância dos efeitos individuais (não observáveis); o teste de Hausman baseia-se numa distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  que os efeitos individuais (não observáveis) não estão correlacionados com as variáveis explicativas; os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios foram calculados através do estimador White; Nº Obs.: número de observações.

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 12 - Determinantes de Financiamento da POT – Dívida de Curto Prazo

Variáveis independentes	Variável dependente: $D_{it\ cp}$		
	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos aleatórios
$\alpha$	0,6255***	0,9430**	0,8026***
FC (3)	-0,3671***	-0,1525***	-0,1703***
ID (1)	-0,0630***	-0,1740***	-0,1263***
EOCBFC	0,0390***	0,0126	0,0150
BOCEFC	-0,1677***	0,0116	0,0003
$R^2$	0,0499	0,0746	0,0582
$R^2_{Ajt}$	0,0498	-0,0577	0,0582
F	519,84***	698,31***	612,46***
LM ( $\chi^2$ )		64.717***	
Hausman ( $\chi^2$ )		502,61***	
Nº Obs.	39.616	39.616	39.616

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; o teste LM de Breusch-Pagan baseia-se numa distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  a não relevância dos efeitos individuais (não observáveis); o teste de Hausman baseia-se numa distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  que os efeitos individuais (não observáveis) não estão correlacionados com as variáveis explicativas; os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios foram calculados através do estimador White; Nº Obs.: número de observações.

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 13 - Determinantes de Financiamento da POT – *Debt-to-Equity*

Variáveis independentes	Variável dependente: $D_{it \ln}$		
	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos aleatórios
$\alpha$	1,5621***	3,2274**	2,7868***
FC (3)	-2,8087***	-1,4984***	-1,5499***
ID (1)	-0,3847***	-0,9708***	-0,8213***
EOCBFC	0,2765***	0,0968	0,1044
BOCEFC	-0,6279***	0,3452***	0,3162***
$R^2$	0,0810	0,1650	0,1404
$R^2_{Ajt}$	0,0809	0,0457	0,1403
F	873,1***	1.712,67***	1.617,65***
LM ( $\chi^2$ )		92.564***	
Hausman ( $\chi^2$ )		947,23***	
Nº Obs.	39.616	39.616	39.616

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; o teste LM de Breusch-Pagan baseia-se numa distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  a não relevância dos efeitos individuais (não observáveis); o teste de Hausman baseia-se numa distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  que os efeitos individuais (não observáveis) não estão correlacionados com as variáveis explicativas; os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios foram calculados através do estimador White; Nº Obs.: número de observações.

Fonte: Elaboração Própria

Na generalidade, os valores obtidos pelos coeficientes de determinação  $R^2$  e  $R^2_{Ajt}$  mostram que os modelos têm reduzida qualidade explicativa, sendo o modelo representado pelo *debt-to-equity* aquele que apresenta o melhor ajustamento aos dados ( $R^2 = 0,165$  e  $R^2_{Ajt} = 0,0457$ ). Ainda assim, os resultados do teste F de Fisher-Snedecor são estatisticamente relevantes a 1%, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, assim, as variáveis explicativas são, conjuntamente, importantes, independentemente da *proxy* utilizada para o rácio de endividamento.

Os resultados empíricos salientam uma relação negativa estatisticamente significativa entre a variável fluxo de caixa e o endividamento em todos os modelos. Esta evidência indica que a presença de assimetria de informação entre a empresa e o mercado de crédito, por um lado, e, por outro, a relutância em abrir o capital a membros externos da família, determinam que as empresas familiares portuguesas recorram, primeiramente, aos recursos gerados internamente para financiar as necessidades de financiamento. Conforme previsto pela POT, as empresas com maior fluxo de caixa recorrem menos ao endividamento, sugerindo a aceitação da hipótese  $2_a$ .

Na variável idade também se observa uma relação negativa significativa a 1% com as três *proxies* de endividamento, sugerindo que as empresas com mais idade recorrem menos ao endividamento. Isso significa que à medida que as empresas familiares avançam no seu ciclo de vida, a capacidade para acumular e reter lucros aumenta, implicando menor necessidade de recorrer a fundos externos. Estes resultados são consistentes com os pressupostos da POT e confirmam a hipótese  $2_b$ .

A relação positiva, mas não significativa, entre a variável elevadas oportunidades de crescimento e baixos fluxos de caixa e qualquer das três variáveis dependentes não permite aceitar a hipótese  $2_{c-1}$ .

Finalmente, verifica-se uma relação positiva insignificante entre a variável baixas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa e as variáveis dependentes endividamento total e endividamento de curto prazo, sugerindo a rejeição da hipótese  $2_{c-2}$ . No entanto, considerando o *debt-to-equity ratio* a relação positiva é significativa a 1%, indicando que situações de baixas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa contribuem para o aumento da dívida, contradizendo os pressupostos da POT e, assim, da hipótese  $2_{c-2}$ .

A tabela 14 sintetiza os resultados do teste à POT, através do impacto do défice de fundos na variação do endividamento e da relação entre os determinantes de financiamento e a dívida:

**Tabela 14** - Verificação das Hipóteses de Investigação da POT

Variáveis explicativas	Relação prevista	Relação estimada	Verificação de hipóteses
$\alpha$ e $b_{p0}$	$\alpha = 0$ e $b_{p0} = 1$	$\alpha \cong 0$ e $b_{p0} \cong 0$	H2: Não validada
FC	-	-	H2 <sub>a</sub> : Validada
ID	-	-	H2 <sub>b</sub> : Validada
EOCBFC	+	n.s.	H2 <sub>c-1</sub> : Não validada
BOCEFC	-	n.s. / +	H2 <sub>c-2</sub> : Não validada

Nota: n.s.: não significativa.  
Fonte: Elaboração Própria

Em síntese, o estudo realizado para as empresas familiares portuguesas sugere que as variações do endividamento não são justificadas pelo défice de fundos, contrariando o pressuposto da POT. No entanto, os resultados também demonstram que estas empresas recorrem menos à dívida em função dos fluxos de caixa e da idade, corroborando o comportamento previsto pela POT. Isto pressupõe que as empresas mais antigas possuem mais capacidade para gerar fundos internamente, e por isso possuem menor necessidade de recorrer à dívida como forma de financiamento.

### 2.7.3 Teste Conjunto

Depois de realizados testes individuais para cada uma das teorias em estudo, a tabela 15 apresenta os resultados empíricos do teste conjunto do modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999) e do modelo de ajustamento parcial considerando os determinantes previstos pela TOT e pela POT.

Pretende-se comparar o comportamento do coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$  do modelo TOT com o coeficiente  $b_{p0}$  do modelo POT, de modo a identificar qual das teorias evidencia melhor desempenho no caso das empresas familiares portuguesas. Se  $\lambda_{it} > b_{p0}$ , as empresas estão mais próximas dos pressupostos da TOT; se  $b_{p0} < \lambda_{it}$ , as empresas estão mais próximas dos

pressupostos da POT; se  $\lambda_{it} \neq 0$  e  $b_{p0} \neq 0$ , a teoria TOT e a teoria POT não são mutuamente exclusivas, pelo que ambas explicam as decisões de financiamento que suportam a estrutura de capitais das empresas familiares portuguesas.

Conforme se referiu durante o teste individual à TOT, o modelo expresso pela equação (15) conta com a presença da variável desfasada  $D_{it-1}$ , pelo que a estimação do modelo do teste conjunto recorre ao estimador GMM *system* desenvolvido por Blundell e Bond (1998).

Tabela 15 - Teste Conjunto

Variáveis independentes	Variáveis dependentes		
	$D_{it}$	$D_{it\ cp}$	$D_{it\ ln}$
$D_{it-1}$	0,5328***		
$D_{it-1\ cp}$		0,4987***	
$D_{it-1\ ln}$			0,8248***
$\lambda_{it}$	0,4672***	0,5013***	0,1752***
DEF	0,0001**	-0,0130**	-0,0172
TEI	-0,0001	-0,00004	-0,0007
OBND (1)	0,2328***	0,2451***	0,4901
OC (1)	0,0910***		0,74***
OC (2)		-0,1182***	
REND (2)	-0,5546***	-0,3493***	-2,0405***
TH (1)	0,0369***	0,0334***	0,0273***
ID (1)	-0,0154***	-0,0121***	-0,0503***
TANG (1)		-0,0649***	
TANG (2)	0,0574***		-0,0087
FC (3)	-0,0455	-0,0168	-0,3981
EOCBFC	0,0449	0,0993***	-0,0745
BOCEFC	-0,1431***	-0,0438*	-0,3128***
<b>Hansen</b>	1.121,49***	713,41***	339,10***
$m_1$	-10,75***	-15,17***	-11,28***
$m_2$	10,17***	8,29***	6,95***
<b>Wald (<math>\chi^2</math>)</b>	193.010,20***	101.429,50***	24.376,30***
<b>Nº Obs.</b>	39.616	39.616	39.616

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste de Hansen tem como  $H_0$  a validação das restrições impostas pela utilização de instrumentos;  $m_1$  e  $m_2$  representam os testes de autocorrelação de primeira e de segunda ordem, respetivamente, tendo como  $H_0$  a ausência de autocorrelação; o teste de Wald tem por base uma distribuição  $\chi^2$  e tem como  $H_0$  que as variáveis independentes, no seu conjunto, não explicam a variável dependente; Nº Obs.: número de observações.

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados do teste Hansen são estatisticamente significativos a 1%, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, assim, invalidando as restrições impostas pela utilização dos instrumentos. Os resultados do teste de autocorrelação de primeira e de segunda ordem também são estatisticamente significativos a 1%, sugerindo a rejeição de  $H_0$  e, confirmando autocorrelação de primeira e de segunda ordem. Considerando a não validade dos instrumentos e a existência de autocorrelação de primeira e segunda ordem, conclui-se que os resultados obtidos pelo estimador GMM *system* não são considerados robustos. Porém, os valores do teste Wald são estatisticamente relevantes

a 1%, propondo a rejeição de  $H_0$  e, assim, as variáveis explicativas, consideradas em conjunto, são relevantes para explicar as variáveis dependentes.

A tabela 15 mostra que o coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$  é muito superior ao coeficiente de regressão  $b_{PO}$  para DEF nas três *proxies* utilizadas para o rácio de endividamento. Os coeficientes  $\lambda_{it}$  e  $b_{PO}$  são estatisticamente significativos no modelo do endividamento total ( $\lambda_{it} = 0,4672$  e  $b_{PO} = 0,0001$ ) e no modelo do endividamento de curto prazo ( $\lambda_{it} = 0,5013$  e  $b_{PO} = -0,0130$ ), embora o coeficiente  $b_{PO}$  não seja significativo no modelo do *debt-to-equity* ( $b_{PO} = -0,0172$ ). Os resultados sugerem que não existe relação significativa entre a variável défice de fundos e a variável *debt-to-equity*.

Constata-se que os coeficientes  $\lambda_{it}$  diminuíram ligeiramente depois de adicionadas as variáveis dos modelos da POT, para todas as variáveis dependentes. Tal como aconteceu no modelo da TOT, os resultados do coeficiente  $\lambda_{it}$  indicam que as empresas familiares portuguesas ajustam o rácio de endividamento para o *target*. Ainda assim, os coeficientes  $\lambda_{it} < 1$  indicam que não é atingido totalmente o nível ótimo, devido à existência de custos de transação. Por outro lado, constata-se que o coeficiente  $b_{PO}$  apresenta valores muito próximos de zero, à semelhança do modelo da POT, indicando que o défice de fundos não tem influência sobre o recurso ao endividamento.

Independentemente da *proxy* utilizada para determinação do rácio de endividamento, verifica-se que  $\lambda_{it} \neq 0$  e que  $b_{PO} \neq 0$ , denotando que ambas as teorias podem explicar as decisões de financiamento das empresas familiares portuguesas. No entanto, como  $\lambda_{it} > b_{PO}$  significa que a TOT aparenta melhor desempenho do que a POT. Estas evidências são consistentes com as que foram reportadas nos testes individuais para cada teoria.

Relativamente aos determinantes do financiamento, verifica-se que a variável explicativa outros benefícios não relacionados com o endividamento perde significância estatística no modelo representado pelo *debt-to-equity* e que a variável fluxo de caixa não tem relevância estatística para explicar nenhum dos modelos. A variável elevadas oportunidades de crescimento e baixos fluxos de caixa apenas possui significância estatística no modelo do endividamento de curto prazo. Finalmente, registou-se uma relação negativa relevante entre a variável baixas oportunidades de crescimento e elevados fluxos de caixa e cada uma das três variáveis do endividamento, contrariando as evidências anteriores e corroborando os pressupostos da POT.

A tabela 16 sintetiza os resultados empíricos do teste conjunto:

**Tabela 16** - Verificação das Hipóteses de Investigação do Teste Conjunto

Variáveis explicativas	Relação prevista	Relação estimada	Verificação de hipóteses
$\lambda_{it}$ e $b_{PO}$	$b_{PO} \neq 0$ e $\lambda_{it} \neq 0$	$b_{PO} \neq 0$ e $\lambda_{it} \neq 0$	H3.: Validada
$\lambda_{it}$ e $b_{PO}$	$\lambda_{it} > b_{PO}$	$\lambda_{it} > b_{PO}$	H4.: Validada
$\lambda_{it}$ e $b_{PO}$	$b_{PO} > \lambda_{it}$	$\lambda_{it} > b_{PO}$	H5.: Não validada

Nota: n.s.: não significativa.

Fonte: Elaboração Própria

Em síntese, os resultados corroboram as conclusões descritas anteriormente, salientando-se que as empresas familiares portuguesas estão mais próximas dos pressupostos da TOT do que dos pressupostos da POT. Efetivamente, verifica-se que o nível de ajustamento da dívida em direção ao *target* é consideravelmente superior à magnitude do impacto do défice de fundos sobre as variações do endividamento. Isso sugere a aceitação da hipótese 4 e a rejeição da hipótese 5.

Apesar de as variações no endividamento serem relativamente pouco influenciadas por financiamento interno insuficiente, os resultados empíricos denotam que a TOT e a POT não são mutuamente exclusivas, pelo que ambas podem explicar parte das decisões de financiamento destas empresas, suportando a aceitação da hipótese 3.

Em geral, o estudo empírico suporta que as empresas familiares portuguesas obtêm benefícios fiscais que compensam os custos associados do endividamento. Além disso, estas empresas não dependem da dívida de curto prazo para financiar o seu défice de fundos, embora possuam facilidade de ajustamento da dívida de curto prazo em direção ao rácio *target*. Isso indica que, apesar de ser mais fácil contraírem crédito de curto prazo, não utilizam este recurso para fazer face às necessidades de financiamento interno.

## **Conclusão**

A dissertação teve como enfoque analisar as decisões de financiamento das empresas familiares portuguesas à luz das principais teorias sobre a estrutura de capitais – a TOT e a POT. Para o efeito, o estudo empírico utilizou uma amostra constituída por 4.952 empresas, durante o período compreendido entre 2009 e 2016, procurando identificar a teoria que melhor explica as decisões sobre a respetiva estrutura de capitais.

Em termos metodológicos, procedeu-se à análise de vários modelos e de estimadores de dados em painel, bem como à realização de testes individuais para cada uma das teorias e de um teste conjunto.

Apesar de a amostra ser constituída por um número significativo de empresas, alguns resultados empíricos não foram considerados robustos. Todavia, as variáveis independentes mostraram um poder explicativo significativo dos modelos.

Os resultados do teste individual à TOT indicaram que as empresas familiares portuguesas ajustam o nível de endividamento em direção ao *target*, embora constantemente influenciadas por custos de transação e de ajustamento que as mantêm afastadas do alvo ótimo. Neste contexto, a menor estimativa do coeficiente de ajustamento  $\lambda_{it}$  ocorreu na variável dependente *debt-to-equity*. Estas evidências são convergentes com as divulgadas por López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007) para as empresas familiares espanholas, por Bauweraerts e Colot (2012) para as empresas familiares belgas e por Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016) para as empresas familiares portuguesas.

Os resultados do teste individual à POT, relativamente ao modelo proposto por Shyam-Sunder e Myers (1999), indicaram que, quando as necessidades de financiamento não são cobertas pelos recursos internos, as empresas familiares portuguesas recorrem a outros meios de financiamento que não a dívida. Observou-se que as variações do endividamento destas empresas não são justificadas pelo défice de fundos, devido aos valores próximos de zero dos coeficientes  $b_{PO}$ . Estes resultados estão longe das expectativas, tendo em conta estudos anteriores sobre as empresas familiares portuguesas (Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2012, 2016). Contudo, Sogorb-Mira e López-Garcia (2003) encontraram um coeficiente  $b_{PO}$  nulo num estudo sobre PME espanholas. Por outro lado, Bauweraerts e Colot (2012) encontraram um coeficiente  $b_{PO}$  igual a -4,1 noutro estudo sobre empresas familiares belgas.

Ao confrontar os dois testes descobriu-se que a magnitude do impacto do défice financeiro é maior para a dívida total e menor para a dívida de curto prazo e para o *debt-to-equity*. No entanto, a velocidade de ajustamento apresentou magnitude superior na dívida de curto prazo em direção ao rácio *target*. É conhecido que os principais recursos das empresas familiares provêm da retenção de lucros e do capital dos proprietários, tal como evidenciado por Vilaseca (1995b), Mishra e McConaughy (1999), Gallo, Tàpies e Cappuyens (2004), Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente e Castrillo (2007), Mohamadi (2012), Ampenberger *et al.* (2013) e Mehbood, Tahir e Hussain (2015). Verificou-se que a variável défice de fundos apresenta um valor médio negativo, significando que as empresas familiares portuguesas têm gerado *superavits* na sua estrutura financeira. Isto justifica a relação entre o défice de fundos e a variação no endividamento,

concluindo-se que estas empresas têm gerado fundos internos que compensam as necessidades de financiamento.

Os resultados do teste conjunto confirmam as conclusões anteriores, uma vez que os coeficientes de ajustamento  $\lambda_{it}$  bastante superiores aos coeficientes  $b_{PO}$  reforçam a ideia de que a TOT apresenta melhor desempenho na explicação das decisões de financiamento das empresas familiares portuguesas.

Quanto aos determinantes da dívida, observaram-se relações negativas estatisticamente significativas com o fluxo de caixa e com a idade. Estes resultados são consistentes com o previsto pela POT e convergem com os estudos de López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007), Croci, Doukas e Gonenc (2011), Bjuggren, Duggal e Giang (2012), Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016), Vieira (2014), Mehboob, Tahir e Hussain (2015), Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017) e Ramalho, Rita e Silva (n.d.). Por outro lado, nos determinantes da dívida também se observou relação positiva estatisticamente significativa com o tamanho da empresa. Este resultado é consistente com o previsto pela TOT e converge com os estudos de López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007), Croci, Doukas e Gonenc (2011), Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012, 2016), Ampenberger *et al.* (2013), Keasey, Martinez e Pindado (2015), Acedo-Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017) e Ramalho, Rita e Silva (n.d.). Os restantes determinantes da dívida não apresentaram a relação proposta pelas teorias em análise.

A partir do exposto, parece sobressair que a menor sobreposição da conjuntura familiar na empresa e a menor concentração de propriedade implicam menores níveis de altruísmo e, conseqüentemente, menor desejo de manter a propriedade na família. Estes aspetos contribuem para diminuir os conflitos de agência e os problemas de assimetria de informação nas relações entre proprietários/gestores e credores. Neste contexto, as empresas familiares portuguesas adequam o nível de endividamento, compensando os benefícios fiscais resultantes da dívida com os custos associados, tendo um comportamento sobre a estrutura de capitais mais próximo dos pressupostos da TOT. No entanto, os resultados não permitem concluir que as decisões de financiamento destas empresas dependam do que é previsto pela TOT, uma vez que se identificou uma variação positiva, embora reduzida, na dívida total resultante do défice de fundos. Desta forma, pode afirmar-se que as duas teorias analisadas nesta dissertação não são mutuamente exclusivas, porquanto ambas explicam parte das decisões de financiamento das empresas familiares portuguesas.

Os resultados deste trabalho de investigação contribuem para a compreensão das características das empresas familiares, em geral, e das decisões sobre a sua estrutura de capitais, em particular.

No entanto, a realização desta dissertação encontrou algumas limitações. Em primeiro lugar, a falta de uma definição de empresa familiar universal, com utilidade prática para o desenvolvimento de estudos econométricos, dificultou a seleção da amostra de investigação. Em segundo lugar, a falta de dados sobre a estrutura de gestão determinou que a definição de empresa familiar adotada tivesse como principal critério a propriedade.

Como perspectivas para trabalhos de investigação futura, seria pertinente dividir a amostra de investigação por dimensões e/ou por setores de atividade. Também podia proceder-se à comparação da estrutura de capitais das empresas familiares entre países/regiões pertencentes a economias com características diferenciadas. Finalmente, podia analisar-se o impacto da riqueza do proprietário/família no contexto do recurso ao capital externo.

## Referências Bibliográficas

- Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martinez, E. (2017). Determinants of capital structure: Family businesses versus non-family firms. *Finance a Úvěr-Czech Journal of Economics and Finance*, 67(2), 80-103.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1-12.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275.
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1981). Estimation of dynamic models with error components. *Journal of the American statistical Association*, 76(375), 598-606.
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18(1), 47-82.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Astrachan, J.H., Klein S.B., & Smyrniotis, K.X. (2002). The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 7(1), 45-58.
- Astrachan, J.H., Klein S.B., & Smyrniotis, K.X. (2005). The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 321-339.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. (3<sup>a</sup> ed.). England: John Wiley & Sons, Ltd.
- Bastos, C.F.S. (2016). *Finanças empresariais: Teoria e prática*. Lisboa: Sílabo.
- Bauweraerts, J., & Colot, O. (2012). Pecking-Order or static trade-off theory in family firms? Evidence from Belgium. *International Business Research*, 5(11), 1-11.
- Bjuggren, P. O., Duggal, R., & Giang, D. T. (2012). Ownership dispersion and capital structures in family firms: a study of closed medium-sized enterprises. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 25(2), 185-200.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. D., & García, J. B. D. (2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141), 57-73.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.

- Brealey, R.A., & Myers, S.C. (1998). *Princípios de finanças empresariais*. (5ª ed.). Lisboa: McGraw-Hill. (Obra original publicada em 1981).
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Caetano, A. C. C. (2011). *Decisões da estrutura de capitais das PME da Beira Interior: teoria do Trade-off versus teoria da Pecking Order*. Dissertação de Mestrado, Universidade da Beira Interior – Ciências Sociais e Humanas, Portugal.
- Carlock, R. S., & Ward, J. L. (2010). *When family businesses are best*. New York: Palgrave Macmillan.
- Casimiro, M. (2008). Cultura Organizacional e Empresas Familiares da Marinha Grande-Estudo de Caso. *Psicologia*, 22(1), 5-33.
- Caspar, C., Dias, A. K., & Elstrodt, H. P. (2010). The five attributes of enduring family businesses. *McKinsey Quarterly*, 1-10.
- Chami, R. (2001). What is different about family businesses?. *Working Paper nº 01/70*. International Monetary Fund.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and practice*, 28(4), 335-354.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2), 267-293.
- Chrisman, J. J., Sharma, P., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2013). The influence of family goals, governance, and resources on firm outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1249-1261.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Comissão Europeia. (2009). *Overview of family–business–relevant issues: research, networks, policy measures and existing studies*. Consultado a 30 de março de 2017, disponível em: <https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjK29WPw4HWAhVlvRoKHX7YC4wQFgguMAA&url=http%3A%2F%2Fec.europa.eu%2FDocsRoom%2Fdocuments%2F10388%2Fattachments%2F1%2Ftranslations%2Fen%2Frenditions%2Fpdf&usg=AFQjCNHF2gbxfMd1IzyIEKU7sTx5RKvNvQ>.
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on “comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355-362.

- Correia, T. (2003). *Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Algarve - Faculdade de Economia, Portugal.
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897.
- Csákné F.J., & Karmazin, G. (2016). Financial characteristics of family businesses and financial aspects of succession. *Vezetéstudomány/Budapest Management Review*, 47(11), 46-58.
- Dang, V. (2005). Testing the trade-off and pecking order theories: some UK evidence. Leeds University Business School, UK. *Working Paper*, 1-45.
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., & Long, R. G. (2017). A strategic management perspective of the family firm: past trends, new insights, and future directions. *Journal of Managerial Issues*, 29(1), 6-29.
- Daspit, J. J., Holt, D. T., Chrisman, J. J., & Long, R. G. (2016). Examining family firm succession from a social exchange perspective: A multiphase, multistakeholder review. *Family Business Review*, 29(1), 44-64.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Donaldson, G. (2000). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Donnelley, R. G. (1988). The family business. *Family Business Review*, 1(4), 427-445.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. National Bureau of Economic Research. In *Conference on research in business finance*, 215-262.
- Ellul, A. (2008). Control motivations and capital structure decision. Indiana University. *Working paper*, 1-52.
- Esperança, J.P., & Matias, F. (2009). *Finanças empresariais*. (2ª ed.). Alfragide: Texto Editores.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies Spring*, 15(1), 1-33.
- Ferreira, P.J.S. (2016). *Princípios de econometria*. (2ª ed.). (S.l): Rei dos Livros.
- Frank, M., & Goyal, V. (2005). Tradeoff and pecking order theories of debt. *Working Paper*. Handbook of Empirical Corporate Finance, chapter 7.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. Munich Personal RePEc Archive. *MPRA Paper n° 22525*.
- Gallo, M.A., & Ribeiro, V.S. (1996). *A gestão das empresas familiares*. Lisboa: Iberconsult.
- Gallo, M. A., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.

- Gama, A.P.B.M. (2000). *Os determinantes da estrutura de capital das PME's industriais portuguesas*. Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Gersick, K.E. (2015). Essay on practice: Advising family enterprise in the fourth decade. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), 1433–1450.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95.
- Gottardo, P., & Moisello, A.M. (2014). The capital structure choices of family firms: Evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254-275.
- Handler, W. C. (1994). Succession in family business: A review of the research. *Family Business Review*, 7(2), 133-157.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271.
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis-advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data*. (3ª ed.). New York: Cambridge University Press.
- Instituto Português de Corporate Governance. (2014). *Recomendações para empresas e grupos empresariais familiares*. Consultado a 28 abril de 2017, disponível em: [http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/recomendacoes\\_para\\_empresas\\_e\\_grupos\\_empresariais\\_familiares.pdf](http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/recomendacoes_para_empresas_e_grupos_empresariais_familiares.pdf).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnston, J., & DiNardo, J. (2001). *Métodos econométricos*. (4ª ed.). Amadora: McGraw-Hill. (Obra original publicada em 1963).
- Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. (2015). Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, 47-63.
- Kellermans, F. W., & Eddleston, K. A. (2004). Feuding families: When conflict does a family firm good. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(3), 209-228.
- Kepner, E. (1983). The family and the firm: A coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, 12(1), 57-70.
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.

- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117-136.
- Marques, L. D. (2000). Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura. *Centro de estudos Macroeconómicos e Previsão*, Faculdade de Economia do Porto.
- Martins, J.C. (1999). *Empresas familiares*. Lisboa: Gabinete de Estudos e Prospetiva Económica do Ministério da Economia.
- Mehboob, F., Tahir, S. H., & Hussain, T. (2015). Impact of family ownership on financial decisions of a firm: an analysis of pharmaceutical and chemical sectors in Pakistan. *Euro-Asian Journal of Economics and Finance*, 3(2), 103-112.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53-53.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mohamadi, A. (2012). *Choice of financing in family firms*. Master Thesis, Jönköping International Business School, Sweden.
- Murteira, J., Castro, V., & Martins, R. (2016). *Introdução à econometria*. Coimbra: Almedina.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Neves, J. C. (2001). A sucessão na empresa familiar: A estrutura de governo e o controlo do capital. In *Conferência de Finanças Universidade dos Açores*. Consultado a 1 de abril de 2017, disponível em: [http://www.academia.edu/5787005/A\\_SUCESS%C3%83O\\_NA\\_EMPRESA\\_FAMILIAR\\_A\\_Estrutura\\_de\\_Governo\\_e\\_o\\_Controlo\\_do\\_Capital\\_Professor](http://www.academia.edu/5787005/A_SUCESS%C3%83O_NA_EMPRESA_FAMILIAR_A_Estrutura_de_Governo_e_o_Controlo_do_Capital_Professor).
- Parlamento Europeu. (2015). *Relatório sobre as empresas familiares na Europa*. Consultado a 11 de abril de 2017, disponível em: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2015-0223+0+DOC+XML+V0//PT>.
- Pieper, T. M., Smith, A. D., Kudlats, J., & Astrachan, J. H. (2015). The persistence of multifamily firms: Founder imprinting, simple rules, and monitoring processes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), 1313-1337.

- PricewaterhouseCoopers. (2014). *Empresas familiares: O desafio do governance inquérito global sobre empresas familiares*. Consultado a 5 de março de 2017, disponível em: <https://www.pwc.pt/pt/publicacoes/imagens/2014/pwc-familybusiness2014.pdf>.
- PricewaterhouseCoopers. (2016). *Consolidar a estratégia das empresas familiares: A criação de uma ponte entre o curto prazo e o longo prazo*. Consultado a 5 de março de 2017, disponível em: [http://img.rtp.pt/icm/noticias/docs/3f/3f0207836fa02ae893cd6227a5b18d5d\\_e6ee435bfb ee4ec6ead838f1e18c74a0.pdf](http://img.rtp.pt/icm/noticias/docs/3f/3f0207836fa02ae893cd6227a5b18d5d_e6ee435bfb ee4ec6ead838f1e18c74a0.pdf).
- Ramalho, J. J. S., Rita, R. M. S., & Silva, J. V. (n.d). Capital structure decisions and family ownership: zero-leverage firms, firm size effects and the global financial crisis. *Department of Management and CEFAGE*, University of Évora.
- Ramalho, J. J. S., & Silva, J. V. (2009). A two-part fractional regression model for the capital structure decision of micro, small, medium and large firms. Universidade de Évora, Departamento de Economia. *Working Paper n° 9*.
- Ribeiro, C.S. (2014). *Econometria*. Lisboa: Escolar Editora.
- Rita, R. M. S. (2011). *Impacto da propriedade familiar do capital no processo de decisão de financiamento das empresas portuguesas*. Tese de Doutoramento, Universidade de Évora - Instituto de Investigação e Formação Avançada, Portugal.
- Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1966). Problems in the theory of optimal capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(2), 1-35.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- Sarbah, A., & Xiao, W. (2015). Good corporate governance structures: A must for family businesses. *Open Journal of Business and Management*, 3, 40-57.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003a). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003b). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of business venturing*, 18(4), 473-490.
- Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R., & Nunes, P. M. (2011). Pecking order theory versus trade-off theory: are service smes' capital structure decisions different?. *Service Business*, 5(4), 381-409.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-off theory versus pecking order theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2010). Are trade-off and pecking order theories mutually exclusive in explaining capital structure decisions?. *African Journal of Business Management*, 4(11), 2216-2230.

- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & Silva, J. V. (2012). Are financing decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence using panel data. *Journal of Management & Organization*, 18(3), 363-382.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & Silva, J. V. (2016). The influence of age and size on family-owned firms' financing decisions: empirical evidence using panel data. *Long Range Planning*, 49(6), 723-745.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 863-898.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.
- Silva, S.F.R. (2012). *Estrutura de capitais: Teste às teorias do trade-off versus pecking order*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Minho - Escola de Economia e Gestão, Portugal.
- Silva, A.S., Vitorino, A., Alves, C.F., Cunha, J.A., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance.
- Sogorb-Mira, F., & López-Gracia, J. (2003). Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. *Working Paper*, 1-36.
- Steier, L.P., Chrisman, J.J., & Chua, J.H. (2004). Entrepreneurial management and governance in family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 295–303.
- Steier, L.P., Chrisman, J.J., & Chua, J.H. (2015). Governance challenges in family businesses and business families. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), 1265–1280.
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199-208.
- Tahir, S. H., Sabir, H. M., & Shah, S. (2016). Impact of family ownership on financing decisions: a comparative analysis of companies listed at the KSE. *Pakistan Business Review*, 17(4), 985-1005.
- Thanh, L.T., & Huong, D.M. (2017). Determinants of capital structure: An empirical study on vietnamese listed firms. *Serbian Journal of Management*, 12(1), 77-92.
- Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189.
- Ussman, A. M. (1996). As empresas familiares: características e problemática. *Estudos de Gestão*, 3(1), 19-26.
- Ussman, A. M. (2004). *Empresas Familiares: Entender a estrutura, os valores e as dinâmicas da empresa familiar*. Lisboa: Sílabo.
- Vieira, E. S. (2014). Capital structure determinants in the context of listed family firms. *Journal of Economy, Business and Financing*, 2(1), 12-25.

- Vieito, J.P., & Maquieira, C.P. (2013). *Finanças empresariais: Teoria e prática*. (2ª ed.). Lisboa: Escolar Editora.
- Vilaseca, A. (1995a). Estructura, políticas y resultados financieros en la empresa familiar: un estudio empírico. *División de Investigación*. Universidad de Navarra, Barcelona.
- Vilaseca, A. (1995b). Finanzas em empresas familiares. *División de Investigación*. Universidad de Navarra, Barcelona.
- Villax, P. (2017, fevereiro). As empresas familiares são a espinha dorsal da economia. *Revista Exame*. Consultado a 20 de março de 2017, disponível em: <http://foreigners.textovirtual.com/empresas-familiares/62/218814/entrevista-peter-villax-revista-exame-fevereiro-2017.pdf>.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48, 817-838.
- Woodman, J. M. (2017). Agency theory, behavioral agency model & stewardship theory and their relationship with succession in family firms: A literature review. Pontifical Catholic University of Peru. *Working Paper*, 1-18.
- Zahra, S. A., Hayton, J. C., & Salvato, C. (2004). Entrepreneurship in family vs. Non-Family firms: A Resource-Based analysis of the effect of organizational culture. *Entrepreneurship theory and Practice*, 28(4), 363-381.
- Zellweger, T., & Kammerlander, N. (2015). Family, wealth, and governance: an agency account. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), 1281-1303.

## Apêndice

Apêndice 1 - Descrição das *Proxies* do Rácio de Endividamento

<b>Proxies do rácio de endividamento</b>	<b>Autores</b>
$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$	Mishra e McConaughy (1999); Correia (2003); López-Garcia e Sánchez-Andújar (2007); Serrasqueiro e Nunes (2010); Caetano (2011); Croci, Doukas e Gonenc (2011); Rita (2011); Serrasqueiro, Armada e Silva (2011); Gottardo e Moisello (2014); Vieira (2014); Adair e Adaskou (2015); Serrasqueiro e Caetano (2015); Serrasqueiro, Nunes e Silva (2016); Acedo- Ramírez, Ayala-Calvo e Navarrete-Martínez (2017);
$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo Total}}{CP}$	Sogorb-Mira e López-Garcia (2003)
$\frac{\text{Passivo Total}}{V.M.CP + \text{Passivo Total}}$	Dang (2005)
$\ln\left(\frac{\text{Passivo Total}}{CP}\right)$	López-Garcia e Sogorb-Mira (2008)
$\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Passivo não Corrente} + CP}$	Ramalho e Silva (2009)
$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Passivo Total} + V.M.CP}$	Ellul (2008)
$\frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Ativo Total}}$	Serrasqueiro, Nunes e Silva (2012)
$\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo não Corrente}}{CP + \text{Passivo não Corrente}}$ $\frac{\text{Passivo não Corrente}}{V.M.CP + \text{Passivo não Corrente}}$	Silva (2012)
$\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Passivo Total} + V.M.CP}$	Ampenberger <i>et al.</i> (2013)

$\frac{\text{Passivo não Corrente} + (\text{Passivo Corrente} - \text{tributação} - \text{provisões})}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo não Corrente} + (\text{Passivo Corrente} - \text{tributação} - \text{provisões})}{\text{Ativo Total} - \text{Contas a receber}}$	<p>Tong e Green (2005)</p>
$\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Passivo não Corrente} + \text{Passivo corrente} + \text{V.M. CP}}$ $\frac{\text{V.M. Passivo não Corrente}}{\text{V.M. Passivo não Corrente} + \text{Passivo Corrente} + \text{V.M. CP}}$ $\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Ativo Total}}$	<p>Keasey, Martínez e Pindado (2015)</p>
$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo Corrente}}{\text{Ativo Total}}$ $\frac{\text{Passivo não Corrente}}{\text{Ativo Total}}$	<p>Thanh e Huong (2017)</p>

Notas: V.M.: Valor de Mercado; CP: Capital Próprio.  
 Fonte: Elaboração Própria

## Apêndice 2 - Estimação do Melhor Modelo da TOT - Dívida Total

	Todas as variáveis	Significância e Correlação 1ª volta	Significância e Correlação 1ª + 2ª volta	TEI+OBND(1)+OC(1)+REND(2)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)	TEI+OBND(1)+OC(1)+REND(5)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)	TEI+OBND(1)+OC(3)+REND(2)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)	TEI+OBND(1)+OC(3)+REND(5)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)
<i>Intercept</i>	0,5274***	0,4917	0,5147***	0,5105***	0,4971***	0,5127***	0,4994***
TEI	0,00003	0,00004***	-0,00004	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001
OBND (1)	1,0060***	0,2080***	0,2488***	0,2504***	0,2450***	0,2400***	0,2342***
OBND (2)	-0,0001						
OBND (3)	-0,0026***	-0,00001***					
OBND (4)	0,00001						
OC (1)	0,0554***	0,0514***	0,0470***	0,0481***	0,0491***		
OC (2)	-0,0929***	-0,1175***					
OC (3)	0,0024***	0,0026***	0,0035***			0,0040***	0,0040***
OC (4)	0,000003						
REND (1)	5,8520***	4,8980***					
REND (2)	-5,9030***	-5,7540***	-1,1370***	-0,8775***		-0,8609***	
REND (3)	0,0024***						
REND (4)	-0,9654***						
REND (5)	0,3454***	0,1948***	0,3147***		-1,0028***		-0,9808***
TH (1)	0,0575***	0,0327***	0,0376***	0,0378***	0,0375***	0,0384***	0,0381***
TH (2)	-0,0306***						
ID (1)	-0,0774***	-0,0786***	-0,0859***	-0,0858***	-0,0842***	-0,0871***	-0,0856***
ID (2)	0,0002						
TANG (1)	0,0532***						
TANG (2)	0,0362***	0,0558***	0,0908***	0,0931***	0,1025***	0,0911***	0,1005***
R <sup>2</sup>	0,2733	0,2650	0,1620	0,1613	0,1544	0,1569	0,1499
R <sup>2</sup> <sub>Ajt</sub>	0,2729	0,2648	0,1618	0,1611	0,1543	0,1568	0,1497
F	744,1***	11189***	850,1***	1087***	1033***	1052***	996,8***

Notas: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; *intercept* constante.

Fonte: Elaboração Própria

## Apêndice 3 - Estimação do Melhor Modelo da TOT - Dívida de Curto Prazo

	Todas as variáveis	Significância e Correlação 1ª volta	Significância e Correlação 1ª + 2ª volta	TEI+OBND(1)+OC(1)+REND(1)+TH(1)+ID(1)+TANG(1)	TEI+OBND(1)+OC(1)+REND(2)+TH(1)+ID(1)+TANG(1)	TEI+OBND(1)+OC(2)+REND(1)+TH(1)+ID(1)+TANG(1)	TEI+OBND(1)+OC(2)+REND(2)+TH(1)+ID(1)+TANG(1)
<i>Intercept</i>	0,5226***	0,4475***	0,4463***	0,4527***	0,4513***	0,4637***	0,4626***
TEI	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001	-0,0001
OBND (1)	0,9142***	0,2948***	0,2952***	0,2610***	0,2841***	0,2555***	0,2777***
OBND (2)	-0,0001						
OBND (3)	-0,0037***	0,0011					
OBND (4)	0,000001						
OC (1)	0,0397***	0,0288***	0,0294***	0,0244***	0,0273***		
OC (2)	-0,2010***	-0,2598***	-0,2600***			-0,2492***	-0,2551***
OC (3)	0,0037***	0,0040***					
OC (4)	0,000002						
REND (1)	3,2330***	2,3448***	2,3510***	-0,4763***		-0,4735***	
REND (2)	-3,0020***	-2,8205***	-2,8250***		-0,5599***		-0,5561***
REND (3)	0,0034***	-0,0010					
REND (4)	-0,8867***						
REND (5)	0,1247*						
TH (1)	0,0835***	0,0271***	0,0273***	0,0288***	0,0295***	0,0294***	0,0301***
TH (2)	-0,0701***						
ID (1)	-0,0646***	-0,0690***	-0,0691***	-0,0692***	-0,0703***	-0,0728***	-0,0740***
ID (2)	0,0004***						
TANG (1)	-0,1154***	-0,1717***	-0,1711***	-0,1373***	-0,1468***	-0,1416***	-0,1511***
TANG (2)	-0,0051						
$R^2$	0,1727	0,1265	0,1259	0,0811	0,0942	0,0849	0,0979
$R^2_{Ajt}$	0,1722	0,1262	0,1257	0,0809	0,0940	0,0847	0,0977
F	412,9***	477,5***	633,5***	498,8***	588***	524,2***	613,6***

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; *intercept* constante.

Fonte: Elaboração Própria

Apêndice 4 - Estimação do Melhor Modelo da TOT - *Debt-to-Equity*

	Todas as variáveis	Significância e Correlação 1ª volta	Significância e Correlação 1ª + 2ª volta	TEI+OBND(1)+OC(1)+REND(1)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)	TEI+OBND(1)+OC(1)+REND(2)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)	TEI+OBND(1)+OC(3)+REND(1)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)	TEI+OBND(1)+OC(3)+REND(2)+TH(1)+ID(1)+TANG(2)
<i>Intercept</i>	0,2219***	-0,0120	-0,0409	0,0738	0,0918*	0,0848*	0,1038**
TEI	0,0001	0,0002	0,0002	-0,0002	-0,0002	-0,0003	-0,0003
OBND (1)	4,5870***	1,0130***	1,0168***	1,0859***	1,2155***	1,0342***	1,1581***
OBND (2)	-0,0002						
OBND (3)	-0,0148***	-0,0001					
OBND (4)	-0,00001						
OC (1)	0,3026***	0,2819***	0,2827***	0,2395***	0,2647***		
OC (2)	-0,4252***	-0,5445***					
OC (3)	0,0158***	0,0167***	0,0169***			0,0227***	0,0241***
OC (4)	0,00001						
REND (1)	28,210***	23,790***	23,7554***	-3,5644***		-3,4878***	
REND (2)	-28,070***	-27,290***	-27,2998***		-4,4448***		-4,3547***
REND (3)	0,0133***						
REND (4)	-4,4710***						
REND (5)	0,6972**	-0,0792					
TH (1)	0,2884***	0,1595***	0,1594***	0,1767***	0,1840***	0,1796***	0,1872***
TH (2)	-0,1594***						
ID (1)	-0,4197***	-0,4025***	-0,3966***	-0,4271***	-0,4387***	-0,4337***	-0,4461***
ID (2)	0,0022***						
TANG (1)	0,2890***						
TANG (2)	0,1927***	0,3007***	0,3153***	0,5674***	0,4757***	0,5562***	0,4646***
R <sup>2</sup>	0,2704	0,2614	0,2605	0,1288	0,1646	0,1247	0,1594
R <sup>2</sup> <sub>Ajt</sub>	0,270	0,2612	0,2604	0,1287	0,1644	0,1245	0,1593
F	733,3***	1.167***	1.550***	836,3***	1.114***	805,2***	1.073***

Notas: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; *intercept*: constante.

Fonte: Elaboração Própria

## Apêndice 5 - Estimação do Melhor Modelo da POT - Dívida Total

	Todas as variáveis	Significância e Correlação 1ª volta	Significância e Correlação 1ª + 2ª volta	FC(1)+ID(1)+OC(1)	FC(1)+ID(1)+OC(3)	FC(3)+ID(1)+OC(1)	FC(3)+ID(1)+OC(3)	FC(3)+ID(1) +EOCBFC+BOCEFC
<b>Intercept</b>	0,8221***	0,8205***	0,8146***	0,8216***	0,8246***	0,8122***	0,8155***	0,810***
<b>FC.1</b>	-0,2109***	-0,4122***	-0,0763***	-0,4914***	-0,4828***			
<b>FC.2</b>	-0,0000000005**							
<b>FC.3</b>	-0,7243***	-0,4925***	-0,4871***			-0,5569***	-0,5470***	-0,5545***
<b>FC.4</b>	0,000002***							
<b>FC.5</b>	0,3241***	0,3384***						
<b>ID.1</b>	-0,0780***	-0,0764***	-0,0746***	-0,0756***	-0,0762***	-0,0745***	-0,0753***	-0,0747***
<b>ID.2</b>	0,0001							
<b>OC.1</b>	0,0393***	0,0390***	0,0390***	0,0385***		0,0395***		
<b>OC.2</b>	-0,1243***	-0,1226***						
<b>OC.3</b>	0,0044***	0,0042***	0,0042***		0,0047***		0,0046***	
<b>OC.4</b>	0,000001							
<b>EOCBFC</b>								0,0525***
<b>BOCEFC</b>								-0,1689***
<b>R<sup>2</sup></b>	0,0810	0,0774	0,0758	0,0689	0,0663	0,0753	0,0725	0,0778
<b>R<sup>2</sup><sub>Ajt</sub></b>	0,0807	0,0773	0,0757	0,0688	0,0662	0,0752	0,0724	0,0777
<b>F</b>	316,5***	474,6***	649,3***	976,8***	936,7***	1.075***	1.031***	835,2***

Notas: \**p-value*<0,1; \*\**p-value*<0,05; \*\*\**p-value*<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; *intercept*. constante.

Fonte: Elaboração Própria

## Apêndice 6 - Estimação do Melhor Modelo da POT - Dívida de Curto Prazo

	Todas as variáveis	Significância e Correlação 1ª volta	Significância e Correlação 1ª + 2ª volta	FC(3)+ID(1)+OC(1)	FC(3)+ID(1)+OC(2)	FC(4)+ID(1)+OC(1)	FC(4)+ID(1)+OC(2)	FC(3)+ID(1) +EOCBFC+BOCEFC
<b>Intercept</b>	0,6572***	0,6423***	0,6412***	0,6276***	0,6404***	0,5811***	0,5925***	0,6255***
<b>FC.1</b>	0,1210							
<b>FC.2</b>	-0,0000000004*							
<b>FC.3</b>	-0,3593***	-0,3415***	-0,3952***	-0,3627***	-0,3598***			-0,3671***
<b>FC.4</b>	0,000001***	0,000001***	0,000001***			-0,0000002*	-0,0000002*	
<b>FC.5</b>	-0,1576**	-0,0561**						
<b>ID.1</b>	-0,0743***	-0,0660***	-0,0661***	-0,0629***	-0,0661***	-0,0559***	-0,0587***	-0,0630***
<b>ID.2</b>	0,0004**							
<b>OC.1</b>	0,0258***	0,0263***	0,0269***	0,0268***		0,0195***		
<b>OC.2</b>	-0,2205***	-0,2182***	-0,2187***		-0,2183***		-0,2020***	
<b>OC.3</b>	0,0046***	0,0044***						
<b>OC.4</b>	0,000003							
<b>EOCBFC</b>								0,0390***
<b>BOCEFC</b>								-0,1677***
<b>R<sup>2</sup></b>	0,0531	0,0532	0,0525	0,0474	0,0497	0,0270	0,0295	0,0499
<b>R<sup>2</sup><sub>Ajt</sub></b>	0,0528	0,0530	0,0524	0,0473	0,0496	0,0269	0,0295	0,0498
<b>F</b>	201,4***	317,5***	439,3***	656,7***	690,3***	366,6***	401,9***	519,8***

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; *intercept*. constante.

Fonte: Elaboração Própria

Apêndice 7 - Estimação do Melhor Modelo da POT - *Debt-to-Equity*

	Todas as variáveis	Significância e Correlação 1ª volta	Significância e Correlação 1ª + 2ª volta	FC(1)+ID(1)+OC(1)	FC(1)+ID(1)+OC(3)	FC(3)+ID(1)+OC(1)	FC(3)+ID(1)+OC(3)	FC(3)+ID(1) +EOCBFC+BOCEFC
<i>Intercept</i>	1,6640***	1,6157***	1,5875***	1,6221***	1,6395***	1,5711***	1,5901***	1,5621***
<b>FC.1</b>	-1,1830***	-2,2309***	-0,4791***	-2,5395***	-2,4916***			
<b>FC.2</b>	-0,0000001***							
<b>FC.3</b>	-3,6450***	-2,4473***	-2,4195***			-2,8590***	-2,8037***	-2,8087***
<b>FC.4</b>	0,00001***							
<b>FC.5</b>	1,6830***	1,7654***						
<b>ID.1</b>	-0,4223***	-0,3931***	-0,3845***	-0,3891***	-0,3931***	-0,3834***	-0,3878***	-0,3847***
<b>ID.2</b>	0,0013							
<b>OC.1</b>	0,2182***	0,2173***	0,2175***	0,2154***		0,2203***		
<b>OC.2</b>	-0,5996***	-0,5827***						
<b>OC.3</b>	0,0259***	0,0245***	0,0247***		0,0274***		0,0270***	
<b>OC.4</b>	0,00001							
<b>EOCBFC</b>								0,2765***
<b>BOCEFC</b>								-0,6279***
$R^2$	0,0855	0,0818	0,0802	0,0733	0,0701	0,0794	0,0761	0,0810
$R^2_{Ajt}$	0,0853	0,0816	0,0801	0,0732	0,0701	0,0794	0,0760	0,0809
	336,1***	503,7***	690,5***	1.044***	995,2***	1.139***	1.086***	873,1***

Notas: \* $p$ -value<0,1; \*\* $p$ -value<0,05; \*\*\* $p$ -value<0,01. O teste F testa  $H_0$  que indica que a relação entre a variável dependente e o conjunto de variáveis independentes não é significativa; *intercept* constante.

Fonte: Elaboração Própria