

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Ana Cláudia Barbosa Oliveira

**Desempenho das Empresas Familiares:
A escolha do indicador é relevante?**



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Ana Cláudia Barbosa Oliveira

**Desempenho das Empresas Familiares:
A escolha do indicador é relevante?**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Economia Industrial e da Empresa

Trabalho efetuado sob a orientação do
Professora Doutora Isabel Correia

Declaração

Nome: Ana Cláudia Barbosa Oliveira

Endereço eletrónico: claudiabarbosaoliveira@gmail.com

Telefone: 912938949

Número do cartão de cidadão: 14192531

Título da tese: Desempenho das Empresas Familiares: A escolha do indicador é relevante?

Orientador(a): Professora Doutora Isabel Correia

Ano de conclusão: 2016

Designação do mestrado: Mestrado em Economia Industrial e da Empresa

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA TESE/TRABALHO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A QUAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, __ / __ / ____

Assinatura: _____

Agradecimentos

Com a elaboração deste trabalho, uma etapa muito importante, quer a nível pessoal quer a nível académico, será concluída. Por tal, não poderei deixar de agradecer a todos aqueles pelo apoio e incentivo prestados.

Em especial, à minha orientadora, Professora Doutora Isabel Correia, pelo apoio e disponibilidade incansável, pela orientação permanente e transmissão de conhecimentos, tornando possível o término deste Relatório de Estágio.

Agradeço também à entidade que me acolheu, *Outros Símbolos, Lda*, pelo acolhimento exemplar, disponibilidade e oportunidade fornecida.

Por último, agradeço à minha família, aos meus amigos e ao meu namorado pelo apoio incondicional, por toda a força dada e pelas palavras de incentivo nos momentos mais difíceis enfrentados nesta jornada.

Obrigada!

Desempenho das Empresas Familiares: a escolha do indicador é relevante?

Resumo

As Empresas Familiares, pela sua importância e especificidade, têm merecido um interesse crescente da literatura. Para além das suas características inerentes, um dos tópicos mais abordados centra-se nas hipotéticas diferenças de desempenho entre as Empresas Familiares e as outras empresas. Vários argumentos são apresentados, justificando quer um desempenho superior, quer um desempenho inferior das empresas familiares. Empiricamente, muitos trabalhos têm encontrado evidência conflituante acerca do desempenho relativo deste tipo de empresas. A utilização de diferentes conceitos de “Empresa Familiar” e de diferentes indicadores dificulta, no entanto a comparabilidade dos resultados.

Uma questão fundamental é saber se a escolha do indicador de desempenho é relevante, na medida em que pode influenciar os resultados dos estudos. Esse é o objetivo central deste Relatório de Estágio.

Com base numa amostra de 1072 empresas de quatro indústrias tradicionais, foram estimados três modelos, utilizando como medidas de desempenho dois indicadores financeiros – ROE (*Return on Equity*) e ROA (*Return on Assets*) – e um indicador não financeiros: a produtividade do trabalho. Os resultados mostraram existir alguma evidência estatística de que a propriedade familiar influencia o desempenho apenas quando o indicador de desempenho é o ROA, e para a especificação que considera o VAB como *proxy* da dimensão. Perante este resultado, é possível afirmar que não foi encontrada evidência robusta de que a escolha do indicador de desempenho é relevante.

Palavras-Chave: empresa familiar; indicadores de desempenho; desempenho económico; desempenho financeiro; indústria; Portugal

Performance of Family Firms: Is the choice of the indicator relevant?

Abstract

Family firms, by their importance and specificity, have earned a growing interest in literature. In addition to its inherent characteristics, one of the most discussed topics focuses on hypothetical performance differences between Family Businesses and other companies. Several arguments are presented, justifying either a higher or lower performance of family firms. Empirically, many studies have found conflicting evidence about the relative performance of such companies. The use of different concepts of “Family Business” and different measures of performance makes it difficult, however, the comparability of results.

A key question is whether the choice of the measure of performance is relevant, as it can influence the results of the studies. Finding evidence about this is the central objective of this Internship Report.

Based on a sample of 1072 firms of four traditional manufacturing industries, our study estimated three models, using as performance measures two financial indicators – ROE (Return on Equity) and ROA (Return on Assets) – and one non-financial indicator: labor productivity. The results showed there is some statistical evidence that family-owned influences performance only when the performance indicator is ROA, and VAB was used as proxy of the firm size. Given this result, we can say that we have not found strong evidence that the choice of the indicator of performance is relevant.

Key Words: family business; performance indicators; economic performance; financial performance; industry; Portugal

Índice Geral

Capítulo I – Introdução	1
1.1. Enquadramento e motivação	1
1.2. Apresentação da empresa e das tarefas realizadas durante o estágio curricular	1
1.3. Objetivos e questão de investigação	2
1.4. Estrutura do Relatório	3
Capítulo II – Enquadramento Teórico	4
2.1. Introdução.....	4
2.2. Empresas Familiares: Conceito e características	4
2.3. Indicadores de desempenho das empresas	9
2.4. Desempenho das Empresas Familiares	12
2.4.1. <i>A separação entre propriedade e controlo</i>	12
2.4.2. <i>Performance das Empresas Familiares: Evidência Empírica</i>	20
2.5. Conclusão.....	28
Capítulo III – Dados e Metodologia.....	30
3.1. Introdução.....	30
3.2. Descrição da amostra	30
3.3. Modelos a estimar	32
3.4. Variáveis explicativas e estatísticas descritivas	34
3.5. Conclusão.....	39
Capítulo IV – Apresentação e Discussão dos resultados	40
4.1. Introdução.....	40
4.2. Estimação dos modelos e discussão dos resultados	40
<i>i. Modelo 1 – Indicador de desempenho: Produtividade do trabalho (LnProd)</i> ..	41

ii. Modelo 2 – Indicador de desempenho: ROE	42
iii. Modelo 3 – Indicador de desempenho: ROA.	43
4.3. Conclusão.....	45
Capítulo V – Conclusão	46
5.1. Principais conclusões	46
5.2. Limitações do estudo	47
Referências.....	49

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Definição de Empresa Familiar.....	6
Tabela 2 - Efeitos positivos e negativos das características de EFs no desenvolvimento de uma empresa.	20
Tabela 3 – Evidência empírica: indicadores financeiros.....	24
Tabela 4 - Evidência empírica: indicadores económicos.....	27
Tabela 5 - Distribuição setorial das Empresas Familiares.....	31
Tabela 6 – Descrição das Variáveis Empíricas.....	35
Tabela 7 – Estatísticas Descritivas.	36
Tabela 8 – Matriz de Correlações das Variáveis.	38
Tabela 9 – Resultados da estimação do Modelo 1 (Variável Dependente: LnProd).	41
Tabela 10 – Estimação do Modelo de Regressão Linear da Variável Dependente: ROE	42
Tabela 11 – Estimação do Modelo de Regressão Linear da Variável Dependente: ROA.	43

Siglas e Abreviaturas Usadas

EFs – Empresas Familiares

ENFs – Empresas Não Familiares

VAB – Valor Acrescentado Bruto

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

PMEs – Pequenas Médias Empresas

CEO – *Chief Executive Officer*

OPA – Oferta Pública de Aquisição

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*

OLS – *Ordinary Least Squares*

S&P 500 - *Standard & Poor's 500*

NACE – Nomenclatura Geral das Atividades Económicas das Comunidades Europeias

Capítulo I – Introdução

1.1. Enquadramento e motivação

Durante muito tempo o tema empresas familiares não foi considerado um tópico de investigação relevante, até que vários investigadores se aperceberam que este era um tipo de empresas com um contributo razoável para a economia mundial (Berg, 2014). Em consequência, na última década o interesse nesta temática cresceu significativamente, embora se possa considerar, ainda assim, que os trabalhos empíricos que analisam o desempenho das empresas familiares são relativamente escassos quando comparados com os que focam empresas não familiares (Nordqvist et al., 2008).

O interesse em fornecer evidência empírica sobre o desempenho destas empresas em Portugal e a circunstância de as atividades desenvolvidas durante o estágio envolverem o cálculo e análise de indicadores de desempenho das empresas motivaram o interesse por este tema como objeto de estudo deste relatório de estágio curricular.

A maioria das investigações empíricas tem concluído que o desempenho das empresas familiares é superior ao das não familiares (Allouche et al., 2008). No entanto, do ponto de vista metodológico, a comparabilidade entre os diferentes estudos é desafiada pela diversidade de definições de empresas familiares (EFs) e de indicadores de desempenho utilizados. Torna-se também aliciante, por isso, perceber se a escolha entre indicadores financeiros e não financeiros influencia os resultados da análise da performance das empresas familiares, ou seja, testar se a utilização de diferentes medidas de desempenho leva a diferentes conclusões.

1.2. Apresentação da empresa e das tarefas realizadas durante o estágio curricular

Este trabalho foi realizado no âmbito de um estágio curricular, com uma duração de 6 meses, num gabinete que desenvolve atividades de contabilidade, auditoria e consultadoria fiscal, denominado “*Outros Símbolos, Lda.*”. Esta é uma microempresa

sediada em Braga que tem como clientes um conjunto de pequenas empresas que atuam nos mais variados sectores de atividade, que vão desde a comercialização de peças de automóveis, venda de tratores agrícolas, reclamos luminosos, cafés/padarias, peixarias, construção civil, pedreiras, minimercados, talhos, entre outras.

No decorrer deste estágio foi desenvolvido um conjunto de atividades que passam pelo processo de organização da contabilidade nos termos do Sistema de Normalização Contabilística, desde a receção dos documentos até à sua classificação, registo e arquivo assim como a execução de uma análise aos diferentes indicadores financeiros e não financeiros das empresas clientes do gabinete.

1.3. Objetivos e questão de investigação

Com a realização do estágio curricular num gabinete que desenvolve atividades de contabilidade, auditoria e consultadoria fiscal, estava previsto, inicialmente, utilizar uma amostra de empresas da carteira de clientes da mesma como objeto de estudo, para verificar se, de facto, as empresas familiares (EFs) registam um desempenho superior às empresas não familiares (ENFs). No decurso do estágio percebemos que isso não seria viável, uma vez que o conjunto de empresas do gabinete, além de ser reduzido, não incluía empresas não familiares.

Outro dos objetivos iniciais era, também com base nessa amostra, analisar se o facto de uma empresa familiar ter um CEO pertencente à família proprietária da empresa ou um CEO externo à mesma, alteraria de alguma forma o desempenho da empresa. Mais uma vez não foi possível fazer esta investigação, pois em todas as EFs clientes do gabinete não havia distinção entre proprietário e gestor, sendo em todas a mesma pessoa a desempenhar as duas funções.

Por tal, como objeto de estudo decidimo-nos focar na hipótese das empresas familiares (EFs) deterem um desempenho melhor que as empresas não familiares (ENFs) e se a escolha do indicador, financeiro ou não financeiro, é de facto relevante para a conclusão a ser retirada de tal análise.

Especificamente, esperamos obter resposta à seguinte questão de investigação:

Para testar a hipótese de que as EFs apresentam um desempenho superior, a escolha do indicador de desempenho é relevante?

Esperamos, com este trabalho, fornecer evidência empírica sobre o desempenho destas empresas em Portugal e, sobretudo, discutir as implicações da escolha do indicador de desempenho a utilizar. Utilizando alguns indicadores não financeiros e indicadores financeiros, analisamos se existem diferenças no desempenho das empresas que possam ser atribuídas ao facto de serem EFs. Relativamente à entidade acolhedora do estágio curricular, esperamos que o enquadramento teórico e os resultados deste trabalho contribuam para uma melhor compreensão das implicações da escolha de diferentes indicadores de desempenho das empresas.

1.4. Estrutura do Relatório

Este Relatório estrutura-se ao longo de mais quatro capítulos. No Enquadramento Teórico, apresentado no capítulo II, é abordado inicialmente o conceito e as várias características específicas de uma empresa familiar. De seguida discute-se o conceito de desempenho em geral e dos seus indicadores. Por último, discute-se a questão da superioridade (ou inferioridade) relativa do desempenho entre EFs e ENFs. Esta discussão é abordada do ponto de vista teórico, procurando encontrar justificação para eventuais diferenças de desempenho baseadas na propriedade, e do ponto de vista empírico, onde é feita uma revisão da literatura empírica acerca das diferenças no desempenho entre EFs e ENFs, dando particular atenção aos indicadores de desempenho utilizados e à evidência encontrada.

No capítulo III é feita uma apresentação da base de dados utilizada, dos modelos estimados neste estudo, bem como uma explicação das variáveis empíricas utilizadas. No capítulo IV apresentam-se e discutem-se os resultados da estimação dos modelos e, no capítulo V, são apresentadas as principais conclusões, as limitações do estudo e são sugeridos possíveis trabalhos futuros.

Capítulo II – Enquadramento Teórico

2.1. Introdução

Neste capítulo faz-se uma apresentação do que é considerado ser uma empresa familiar na perspetiva de vários autores bem como as características distintivas deste tipo de empresas. Este é um tipo de empresas que apresenta não só diferenças a nível da propriedade, da gestão e da governação, mas também a nível de estratégias de tomada de decisão que, como consequência terão um impacto negativo ou positivo no desempenho das empresas. Torna-se assim necessário perceber a que nível estas diferenças são significativas e em que medida melhoram ou pioram o desempenho das mesmas comparativamente com o desempenho das empresas não familiares.

2.2. Empresas Familiares: Conceito e características

As empresas familiares são, atualmente, uma temática bastante abordada por vários investigadores, sem que haja um consenso entre estes no que toca à sua definição. Em parte, a dificuldade em definir EFs decorre da sua considerável heterogeneidade.

Berg (2014) com base nas várias definições de vários autores sintetizadas por Mazzi (2011) resumidas na *Tabela 1* refere 4 características que são normalmente utilizadas na literatura para definir EFs:

1. um membro da família detém uma quota significativa do capital da empresa;
2. um membro da família está na direção da empresa;
3. a empresa é gerida por um membro da família; e
4. a família detém uma quota considerável dos direitos de voto.

Estas características são individualmente consideradas ou combinadas, resultando em definições mais abrangentes (como a de Rutherford et al., 2008) ou mais restritivas (como a de Andres, 2008) de EF.

Berg (2014), no entanto, considera que a percentagem do capital detida por uma família não é o indicador mais apropriado no caso das Pequenas e Médias Empresas (PME's), adequando-se melhor para as sociedades cotadas.

Para vários autores o conceito de EF está ainda relacionado com uma quinta dimensão, menos importante, que é a sucessão. De facto, Laband e Lentz (2001), referem que é muito comum - se não mesmo esperado - que um filho cresça e tome conta do negócio de família. Estes autores realçam que, para a empresa, isto poderá ser benéfico, pois são transmitidas riquezas familiares tangíveis (dinheiro, bens móveis ou imóveis) e intangíveis. Nestes ativos intangíveis incluem-se conhecimento especializado, *goodwill*, lealdade à marca (ou nome) e outros tipos de capital específico familiar (conhecimentos que são adquiridos pelos descendentes em resultado de um acompanhamento e seguimento dos passos do seu progenitor).

Saito (2008) faz uma distinção entre gestores descendentes “em-lei” de gestores descendentes “em-sangue”. Os primeiros dizem respeito àqueles que são recrutados pelo facto de manterem uma relação conjugal com algum membro da família proprietária da empresa familiar. Westhead e Cowling (1996) definem uma empresa familiar como aquela que tenha mais de 50% dos direitos de voto pertencentes a um único grupo familiar ligados por sangue ou por matrimónio e a empresa é concebida para ser uma empresa familiar.

Para Naldi et al., 2007 uma EF define-se como uma empresa em que um grupo familiar controla a empresa através de uma clara maioria de ações de voto comuns, a família está representada na equipa de gestão e o principal representante da família percebe o negócio como um negócio familiar.

Na realidade, são muitas as definições propostas pelos vários autores, sendo evidente a falta de consenso entre os mesmos acerca de como se define “Empresa Familiar”. No entanto, apesar de ser um conceito bastante heterogéneo, existem alguns elementos como a propriedade, o controlo, a governação e as estratégias de tomada de decisão, que aparecem na generalidade das definições propostas como características próprias e distintivas em relação às Empresas Não Familiares. A *Tabela 1* resume algumas das definições propostas pela literatura organizadas de acordo com os elementos referidos.

Tabela 1 - Definição de Empresa Familiar

Propriedade	Controlo	Governança	Estratégias de Tomada de Decisão
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Allouche et al. (2008); ▪ Anderson e Reeb (2003); ▪ Andres (2008); ▪ Arosa et al. (2010); ▪ Barontini e Caprio (2006); ▪ Chrisman et al. (2004); ▪ Chu (2009); ▪ Lee (2006); ▪ Martínez et al. (2007); ▪ Maury (2006); ▪ Miller et al. (2007); ▪ Miller et al. (2008); ▪ Rutherford et al. (2008); ▪ Schulze et al. (2003); ▪ Sciascia e Mazzola (2008); ▪ Villalonga e Amit (2006); 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Allouche et al. (2008); ▪ Arosa et al. (2010); ▪ Barontini e Caprio (2006); ▪ Chrisman et al. (2004); ▪ Cronqvist e Nilsson (2003); ▪ King e Santor (2008); ▪ Martínez et al. (2007); ▪ Maury (2006); ▪ McConaughy et al. (2007); ▪ Miller et al. (2007); ▪ Miller et al. (2008); ▪ Rutherford et al. (2008); ▪ Schulze et al. (2003); ▪ Sciascia e Mazzola (2008); ▪ Sraer e Thesmar (2007); ▪ Villalonga e Amit (2006); ▪ Westhead e Howorth (2006). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Anderson e Reeb (2003); ▪ Andres (2008); ▪ Chu (2009); ▪ Lee (2006); ▪ Martínez et al. (2007); ▪ Miller et al. (2008); ▪ Rutherford et al. (2008); ▪ Villalonga e Amit (2006). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Chrisman et al. (2004); ▪ Cucculelli e Micucci (2008); ▪ Lindow et al. (2010); ▪ Miller et al. (2008); ▪ Westhead e Howorth (2006).

Fonte: Elaboração própria com base em Mazzi (2011)

Como é possível observar na *Tabela 1* a maioria dos autores percebem “Empresa Familiar” como aquela em que a família (fundadora ou seus descendentes) está presente na propriedade bem como na gestão da mesma, podendo por vezes desempenhar ambos os papéis de gestora e proprietária. Outros, como é o caso de Anderson e Reeb (2003), salientam a questão da governança, defendendo que a família terá de estar presente no conselho de administração. Por fim, também as estratégias adotadas na tomada de

decisão neste tipo de empresas poderão por vezes ser diferentes das adotadas pelas ENFs pois outros valores são prezados como a sustentabilidade da família no seio empresarial e a sua continuidade no mercado, como referem por exemplo Chrisman et al. (2004) e Cucculelli e Micucci (2008). De salientar que, na grande maioria das definições propostas na literatura, os autores incluem mais do que um elemento, mostrando uma preferência pela adoção de critérios multidimensionais.

Villalonga e Amit (2004) salientam que a maioria das definições inclui no mínimo três dimensões: uma família (ou várias) detém uma parte significativa do capital, os membros da família têm um controlo significativo sobre a empresa, dependendo da distribuição de capital e dos direitos de voto entre os sócios não familiares, e os membros da família mantêm cargos de topo de gestão. Acrescentam ainda que a combinação destes três elementos – propriedade, controlo e gestão – na definição de Empresa Familiar têm um impacto significativo na conclusão de uma Empresa Familiar ser mais ou menos valiosa que uma Empresa Não Familiar.

Uma definição ligeiramente diferente é proposta por Saito (2008) que apresenta as EFs como sociedades onde a família fundadora tem influência sobre a política da empresa, a estratégia corporativa e sobre questões do pessoal, em consequência da detenção da propriedade e do facto de participarem na gestão da empresa. Desta forma, este autor define empresas familiares como aquelas em que o fundador ou o seu descendente é um presidente ou um *chairman* e/ou a família fundadora é a maior acionista da empresa.

Este tipo de empresas são também, muito frequentemente, caracterizadas como conservadoras, resistentes às mudanças e introvertidas, contradizendo o que seria considerado empresarial. O risco de perder a riqueza da família criada durante um longo período de tempo (Sharma et al., 1997) pode inibir este tipo de empresas de se envolverem em atividades empresariais. No entanto, estas têm sido vistas também como um exemplo de empresas empreendedoras (Litz, 1995). Naldi, et al., 2007 concluíram que mesmo que as empresas familiares corram riscos enquanto se encontram envolvidas em atividades empreendedoras, esse risco será menor que o risco corrido pelas empresas não familiares. Os autores acrescentam ainda que o risco corrido

por empresas de carácter familiar está negativamente relacionado com o desempenho da mesma. Existem vários argumentos que suportam a ideia de que EFs conseguem preservar a sua capacidade empreendedora e continuarem a envolver-se em projetos e empreendimentos de risco, mostrando que a atividade empreendedora é uma característica comum de muitas EFs (Steier, 2003 e Zahra et al., 2004).

Mais recentemente, Colli (2002) citado pelo relatório Economics (2002) sublinhou a necessidade de uma definição mais ampla incluindo todos os casos em que uma família mantém uma participação no capital suficiente para nomear a gestão de topo e influenciar a estratégia da empresa, limitando assim as escolhas disponíveis para a gestão não familiar.

Allouche et al. (2008) consideram que a utilização de várias definições causa problemas, na medida em que usando uma definição a empresa A pode ser considerada uma empresa familiar, mas ao ser usada outra definição diferente pode já não ser considerada como tal. Esta falta de consenso tem implicações ao nível da criação de conhecimento acerca destas empresas, uma vez que muitos dos trabalhos empíricos produzidos não são comparáveis por assentarem em definições de EFs muito diferentes (Westhead e Cowling, 1996).

Contudo, um consenso sobre a definição pode não representar um objetivo de investigação pertinente pois, por natureza, as empresas familiares dependem do contexto jurídico institucional, diferindo de país para país (Allouche et al., 2008). Além disso, estes autores acrescentam que a percentagem de capital necessário para um controlo efetivo e as regras que definem os direitos de propriedade e de voto diferem de país para país. Berg (2014) é partidário de que cada país deve ter a sua própria definição de empresa familiar, mas mais importante, essa definição deve ser fiável e levar a resultados válidos. Saito (2008) partilha da mesma opinião, pois defende que é importante encontrar factos estilizados sobre as empresas familiares de diferentes países porque são várias as características dos mesmos (por exemplo o sistema legal) que afetam estas mesmas empresas.

2.3. Indicadores de desempenho das empresas

Obter um bom desempenho é o maior objetivo de qualquer empresa, pois alcançando uma boa performance torna-se possível obter crescimento e progresso ao longo do tempo. Monea e Guta (2011) afirmam que a maneira mais importante de medir o sucesso de qualquer empresa é através das suas “performances”, tornando-se necessário assim fazer uma distinção entre o conceito de desempenho e medidas de desempenho.

Em termos económicos são conhecidas várias definições de performance da empresa. Ao contrário da teoria neoclássica que via a empresa como uma entidade holística com um objetivo bem definido – a maximização do lucro – algumas teorias mais recentes, mais adequadas para explicar a empresa moderna, vêem a empresa como uma coligação de *stakeholders*, com objetivos distintos e, por vezes até conflitantes (Douma e Schereuder, 2008). Assim, pode-se dizer que os atuais e potenciais investidores percebem o desempenho da empresa em termos da rentabilidade do investimento, os gestores podem estar mais orientados para o crescimento das vendas (e/ou para os benefícios pessoais, sujeito a um nível mínimo de lucro), os funcionários entendem a performance através da rentabilidade e estabilidade dos seus empregos e os credores manifestam interesse na estabilidade da empresa (Pintea e Achim, 2010).

No geral, Pintea e Achim (2010) afirmam que o aumento da competitividade e da complexidade do ambiente económico em que as empresas operam tem contribuído para a evolução do próprio conceito de desempenho. Apesar disso, consideram que há um conjunto de particularidades do conceito de desempenho das empresas que continuam presentes neste conceito:

- *universalidade* – o termo desempenho é utilizado em todas as áreas económicas para caracterizar os resultados de um determinado tipo de atividade.
- *concretização* – o desempenho a nível microeconómico é um conceito medido por vários indicadores; O carácter abstrato aparece apenas se a avaliação geral é feita a um nível macroeconómico sem a utilização de indicadores;

- *medição padronizada para cada área económica* – existe uma variedade de formas de quantificar o desempenho económico; assim, para cada área são utilizados indicadores de medição de desempenho adequados.
- *elaboração de relatórios com base num referencial* – a avaliação do desempenho de uma empresa requer o estabelecimento de valores de referência; os resultados obtidos pela empresa são então comparados com um valor pré-determinado, que corresponde a uma meta a atingir.
- *relatividade* – teoricamente uma empresa regista um bom desempenho se é simultaneamente produtiva e efetiva; no entanto, como não é possível uma correspondência perfeita entre eficiência e produtividade, o desempenho é expresso em termos relativos.

Reconhecendo a sua importância, Santos e Brito (2012) e Pinteira e Achim (2010) consideram difícil encontrar uma definição exata de desempenho, uma vez que não existe consenso acerca da sua dimensionalidade e medição.

Monea e Guta (2011) afirmam que uma habilidade fundamental de negócio para qualquer gestor, proprietário ou credor é perceber quais os indicadores económicos e financeiros que revelam o desempenho e ilustram os pontos fortes e fracos do negócio. Através da sua análise, é possível observar as flutuações incomuns e concluir se a empresa tem desenvolvido ao longo do tempo. Salientam também a importância de escolher, de entre centenas de indicadores disponíveis, aqueles que podem ser aplicados a todos os tipos de negócios e aqueles que são específicos a um, a fim de melhorar o desempenho dos mesmos. Estes autores acreditam que os indicadores baseados na informação proveniente de relatórios financeiros ajudam a estabelecer os pontos fortes e fracos e a perceber oportunidades e ameaças de negócio, relativamente a uma empresa. O principal objetivo de uma análise feita aos mesmos é conseguir informação relevante de forma a proceder a tomadas de decisão a nível de investimentos e de crédito, executar uma avaliação adequada do fluxo de caixa e da gestão dos recursos empresariais.

Um desempenho financeiro superior é uma forma de satisfazer os vários *stakeholders* podendo este ser representado pela rentabilidade e pelo crescimento que, segundo Cho e Pucik (2005), são medidas gerais de performance que causam impacto noutra medida – o valor de mercado. De acordo com Santos e Brito (2012), estes aspetos complementam-se. A rentabilidade mede a capacidade de uma empresa em gerar retorno daquilo que investiu ou do capital físico que obteve e utilizou ao longo da sua vida empresarial e o crescimento demonstra a capacidade de uma empresa em aumentar a sua dimensão.

Segundo Santos e Brito (2012), uma dimensão maior poderá permitir aproveitar economias de escala e ganhar poder de mercado, levando a um aumento da rentabilidade futura. O valor de mercado representa uma avaliação externa e a expectativa do desempenho futuro da empresa. Deve haver uma correlação entre rentabilidade histórica e os níveis de crescimento, mas incorporar também expectativas futuras de alterações no mercado e movimentos competitivos.

É possível dizer que o desempenho de uma empresa está muito associado à capacidade que uma empresa detém em obter lucro, ou está associado à sua rentabilidade. Assim, todos os indicadores que sejam utilizados para medir a rentabilidade são geralmente aceites para medir o desempenho de uma empresa, podendo ser expressos sob a forma de valores absolutos, de resultados ou através dos seus valores relativos sob a forma de rácios.

Para avaliar o desempenho de uma empresa é impossível contar apenas com indicadores financeiros. É necessário também dar o devido ênfase aos indicadores não financeiros, pois estes são responsáveis por fornecer muitas vezes a situação económica da empresa, bem como perspectivas de desenvolvimento da mesma com uma maior precisão. Kotane (2015), num estudo realizado com o objetivo de avaliar a importância dos indicadores financeiros e não financeiros como medidas de desempenho em empresas na Letónia, concluiu que, dentro do conjunto dos indicadores financeiros, destacaram-se medidas como a rentabilidade bruta, a receita líquida, a rotação de *Stocks* o rácio da dívida total, o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*) e o Retorno de Investimentos. A reputação da empresa, o

desenvolvimento de novos produtos/serviços e o nível de satisfação dos empregados foram os indicadores não financeiros considerados mais importantes. Esta autora concluiu também, com base num inquérito aos analistas destas empresas, que estes consideram a avaliação dos indicadores não financeiros mais importante do que dos financeiros, chamando a atenção para a necessidade do uso deste tipo de medida na avaliação do desempenho numa empresa.

2.4. Desempenho das Empresas Familiares

O objetivo deste ponto do enquadramento teórico é tentar perceber quais os motivos que levam a crer que possam existir diferenças de desempenho entre as EFs e as ENFs. É também feita uma revisão à evidência empírica relativa a essas diferenças.

2.4.1. *A separação entre propriedade e controlo*

Os economistas neoclássicos viam a empresa como uma entidade holística, cujo único objetivo era maximizar o lucro.

Com o aparecimento da “empresa moderna”, em que o controlo e a propriedade já não andam de mãos dadas, e em que se observa uma grande proporção de empresas que são geridas por profissionais que, ou não têm, ou têm apenas uma pequena participação acionista nas suas empresas, a hipótese da maximização do lucro como objetivo único da empresa começou a ser questionada.

O comportamento desviante da maximização de lucro das empresas foi analisado pelas Teorias Managerial, cuja análise se centra na separação entre a propriedade e o controlo e os seus efeitos nos objetivos das empresas e pela Teorias Comportamentais, que conceptualizam a empresa como um conjunto de grupos de interesse, com objetivos concorrentes, operando em ambiente de incerteza.

Enquanto os “Comportamentalistas” assumem que as empresas não maximizam nada, uma vez que a complexidade de organização e a informação limitada apenas permitem que os diferentes *stakeholders* “satisfaçam” os seus objetivos, os “Managerialistas” vêem a empresa como uma estrutura hierárquica em que os gestores de topo definem os objetivos visando a maximização da sua utilidade e não a maximização do lucro.

O trabalho de Berle e Means (1932) salienta que os acionistas têm uma influência cada vez menor no processo de decisão das grandes corporações nos EUA, existindo a possibilidade dos gestores nem sempre agirem no melhor interesse dos acionistas. Quando, por exemplo, a dimensão da empresa for uma determinante importante das remunerações dos gestores, o crescimento da empresa pode prevalecer sobre o objetivo de maximização de lucro.

Os “Managerialistas” sugerem que os gestores são motivados pelos salários, gratificações e outras compensações financeiras bem como pelo desejo de aumentar o seu *status*, prestígio e poder. As suas políticas, portanto, são influenciadas por estes motivos. Eles estarão prontos para aceitar lucros mais baixos na prossecução de políticas que aumentam as suas próprias motivações.

Moschandreas (2000), analisando a diversidade de pontos de vista dos “Managerialistas” quanto àquele que é o objetivo do gestor, destaca como sendo os mais importantes:

- a visão de Baumol (1961) de que o objetivo principal dos gestores é a maximização das receitas;
- a perspectiva de Marris (1963) de que os gestores têm como objetivo maximizar o crescimento da empresa; e
- o modelo da “discricionariedade dos gestores” de Williamson (1963), segundo o qual o gestor procura maximizar a sua função utilidade, a qual é função, por exemplo, dos salários e outras recompensas financeiras, da dimensão do *staff* que controla e das despesas relacionadas com o *status*.

Isto, contudo, não implica que a rentabilidade da empresa seja totalmente negligenciada. Pelo contrário, a fim de assegurar os seus empregos, os gestores irão desejar ter uma certa quantidade de lucro para distribuir como dividendos a fim de manter os seus acionistas satisfeitos com a performance da empresa. Tal é de extrema importância, uma vez que acionistas insatisfeitos podem querer substituir o gestor ou tentar vender as suas ações causando uma desvalorização das mesmas e encorajando a uma OPA (Oferta Pública de Aquisição) hostil. Em qualquer dos casos, os gestores arriscam-se a perder os seus empregos. Resumindo, rentabilidade não é ignorada, mas os lucros tornam-se uma restrição ao invés do objetivo exclusivo da empresa.

Uma vez que na EF “típica” existe coincidência entre propriedade e controlo, poder-se-á pensar que o objetivo da maximização do lucro poderá ser mais importante nestas empresas do que nas ENFs.

Além disso, comparando as EFs com as ENFs, é possível afirmar que a natureza e a estrutura da propriedade e da gestão de uma e outra apresentam diferenças significativas. Estas características tornam as EFs entidades económicas especiais, com vantagens e desvantagens sobre as ENFs concorrentes que podem afetar o seu desempenho económico de várias formas. Sirmon e Hitt (2003) afirmam que as EFs detêm 5 recursos únicos que lhes proporcionam vantagem competitiva perante as empresas não familiares:

1. Capital humano: conhecimentos adquiridos, capacidades e habilidades de uma pessoa;
2. Capital Social: relações entre indivíduos ou organizações;
3. Capital financeiro paciente: capital financeiro que é investido sem ameaça de liquidação;
4. Capital de sobrevivência: conjunto de recursos pessoais como, por exemplo, trabalho grátis, investimentos adicionais ou empréstimos monetários, com que os membros familiares estão dispostos a contribuir para benefício do negócio da família;
5. Estrutura de governação e custos: custos associados ao controlo da empresa são mais baixos devido à confiança e aos laços familiares existentes numa EF.

De acordo com Saito (2008), a família fundadora pode afetar o desempenho da empresa de várias formas. Por exemplo, quando o fundador se retira da empresa, o seu descendente pode escolher ser ele a dirigir o negócio e aumentar o valor da mesma através de uma boa gestão, ou contratar um gestor profissional não familiar e melhorar a performance monitorizando o mesmo pelo facto de ser o maior accionista. Nesta perspectiva, este autor distingue três tipos de empresas familiares: (i) a “family firm (M&O)”, (ii) a “family firm (O)” e (iii) a “family firm (M)”.

A empresa familiar de tipo M&O é uma sociedade onde o gestor de categoria superior é o fundador ou o seu descendente e a família fundadora é a maior acionista da empresa. De acordo com a teoria de agência clássica, este é um tipo de empresa familiar que pode ter um elevado desempenho pois tem fortes incentivos financeiros devido ao facto de existir coincidência entre propriedade e gestão, não se colocando o problema de agência. Arosa et al. (2010) referem que é expectável que este problema também não exista em empresas familiares que estejam ainda na primeira geração, pois a mesma pessoa que é responsável pela tomada de decisão é também aquela responsável por monitorizar tais decisões. Os conflitos começam a surgir quando a propriedade da família é partilhada por um número cada vez maior de familiares e os interesses dos mesmos não se encontram alinhados.

No entanto, Saito (2008) aponta como aspecto negativo o facto de, neste tipo de empresas familiares, a sua maior preocupação poder ser preservar o controlo da mesma, perdendo assim o foco na melhoria da performance. Por exemplo, mesmo que um parente não demonstre aptidões suficientes para gerir o negócio, muito provavelmente a família irá, ainda assim, promovê-lo ao cargo de gestor sénior da empresa. Westhead e Cowling (1997) referem que o medo de uma perda de controlo familiar sobre a empresa pode condicionar o crescimento desta. Efetivamente, a equipa de gestão familiar pode não estar disposta a aumentar o capital da empresa se isso implicar a entrada de sócios não familiares e, eventualmente, um “estranho” na direção da empresa. Pérez-González (2006) encontrou também consequências negativas para a performance da empresa quando uma empresa familiar contrata um novo CEO que está relacionado quer por laços matrimoniais ou por sangue com a família fundadora, com o antigo CEO ou com o acionista maioritário da empresa. Chu (2009) aponta como aspeto

positivo a presença sustentada de acionistas familiares pelo facto de assim ser possível desenvolver relações duradouras com os vários *stakeholders*, proporcionando assim confiança e valor para este tipo de empresas. No entanto, assim como Saito (2008) e Westhead e Cowling (1997) também Shleifer e Vishny (1997) sugerem que um dos grandes custos que os acionistas podem incurrir à empresa é o facto de permanecerem ativos na gestão da mesma, ainda que estes não sejam mais competentes ou qualificados para a gerir.

Outro aspecto negativo associado às EFs de tipo M&O reside no facto de estes poderem ser capazes de expropriar riqueza da própria empresa através de compensações excessivas, transações com partes relacionadas ou dividendos especiais (Anderson e Reeb, 2003).

Saito (2008), chama ainda a atenção para o facto de estas EFs terem incentivos a adotar uma estratégia de redução de riscos que pode impor custos aos vários acionistas minoritários. Se estes custos ultrapassarem os seus benefícios este tipo de empresa perde valor no mercado.

A “family firm (O)” é aquela em que o maior acionista é a família fundadora mas o cargo de gestão de topo é ocupado por um indivíduo não familiar. Aqui a família tem controlo apenas sobre a propriedade, podendo conseqüentemente monitorizar e disciplinar o gestor não familiar por ser o maior acionista, contribuindo assim para um bom desempenho da empresa (Shleifer and Vishny, 1986). Anderson e Reeb (2003) sugerem que as EFs têm um melhor desempenho quando os membros familiares pertencentes ao conselho são regulados por diretores externos. Estes acreditam que o facto de pessoas externas à família monitorar a atividade familiar é um atributo importante para minimizar manipulações da família.

Por último, a “family firm (M)” distingue-se dos tipos anteriores de EFs pois o gestor de topo é um membro da família, mas o maior acionista da empresa não pertence à família. Neste caso, torna-se difícil tomar medidas que beneficiem a família em detrimento dos acionistas e do desempenho da empresa, uma vez que a tomada de decisões e as ações do gestor (membro da família) são limitadas pelos principais acionistas. No entanto, o gestor nesta situação pode ter menos incentivos financeiros para aumentar o lucro da

empresa, visto que a percentagem da empresa que é propriedade familiar é baixa. Ainda assim, baseando-se na teoria da agência, Saito (2008) considera que o nível de desempenho numa EF deste tipo pouco difere do grau de performance de uma ENF.

Anderson e Reeb (2003) sugerem que uma maior rentabilidade das empresas familiares comparativamente às não familiares acontece quando um membro da família é parte maioritariamente integrante da gestão da empresa, desempenhando o papel de CEO. De facto, estes autores acreditam que a família entende o negócio melhor do que outro membro da empresa externo à família, comportando-se como guardião da empresa.

Segundo Berg (2014), existem três fatores que influenciam o desempenho de uma empresa familiar: a propriedade, a governação e a gestão. No que concerne à propriedade, este autor refere-se à percentagem do capital pertencente a uma família ou a membros de uma família, tendo em conta a definição de empresa familiar. Sendo o acionista (neste caso um membro da família) detentor da maior fatia do capital da empresa, a família detém uma posição significativa no que concerne ao controlo desta.

Com a separação entre propriedade e gestão pode surgir um problema de agência, pois existe um conflito de interesses entre quem controla (proprietário) e quem gere (CEO). Assim, espera-se que o desempenho económico de uma empresa dependa da presença e extensão da separação entre propriedade e controlo. Isto é, numa situação em que a propriedade está concentrada nas mãos de uma família - que normalmente também gere a empresa - este problema de agência é, em grande medida, mitigado. Por outro lado, em situações em que a propriedade é dispersa, a divergência de interesses entre proprietário e gestor tende a ser maior.

Esta perspetiva de conflito de interesses entre gestores e proprietários, contudo, não é unânime, pois, há argumentos (por exemplo, a “disciplina do mercado”) que suportam a visão de que e os gestores são efetivamente impossibilitados de tomar ações que não vão no melhor interesse dos acionistas.

Anderson e Reeb (2003) sugerem que os efeitos da propriedade de uma empresa sobre o desempenho da mesma são potencialmente ampliados na presença de um CEO familiar, pois este traz para a empresa habilidades e atributos especiais que gestores externos não possuem. Realçam também o facto de a propriedade influenciar o papel

do CEO no seio da empresa e, neste caso de negócios familiares, o mais comum é ser a família a determinar também quem irá desempenhar esse papel. A verdade é que, de facto, existem inúmeras vantagens, algumas delas únicas em comparação com as empresas não familiares ou detidas por diversos sócios familiares e não familiares, associadas ao desempenho de uma empresa (Lee, 2006). Estas características únicas incluem altos níveis de confiança e compromisso, que podem resultar numa maior eficiência e rentabilidade em comparação com empresas detidas por diversos acionistas. Lee (2006) salienta que, por outro lado, potenciais conflitos de foro familiar poderão ser um obstáculo ao desenvolvimento da empresa.

A Governação é determinada pelo número de membros da família que tomam lugar no conselho de supervisão, tendo em atenção o número total dos membros familiares e não familiares pertencentes ao conselho (Garcia-Casto e Aguilera, 2014). De forma a clarificar esta determinante este autor refere novamente o problema de agência resultante da separação entre propriedade e controlo. Explica que um negócio pode ter um ou vários proprietários, os quais nem sempre são os mesmos que executam ou gerem o negócio. Para permitirem que os gestores se comportem em nome deles, os proprietários querem ter alguns mecanismos de controlo sobre aqueles que executam os seus negócios, sendo esses mecanismos abrangidos pelo termo geral governação corporativa, o mecanismo para os acionistas monitorizarem os que gerem o seu negócio. Berg (2014) afirma ainda que a maioria dos membros familiares pertencentes ao conselho de supervisão são membros seniores que muitas vezes desempenham o papel de CEO ou até mesmo de diretores da empresa. Com a saída destes do conselho de supervisão para dar lugar à nova geração, não perdem totalmente o poder de controlo que têm sobre o negócio. Para Berg (2014), a existência do protocolo familiar é a razão para haver uma relação positiva com o desempenho da empresa, pois a empresa mantém assim uma vantagem resultante de conhecimentos e informações sobre a empresa e a sua indústria.

Estes autores vêm, portanto, reforçar que uma empresa obtém melhor desempenho com membros externos, mas familiares, ao conselho e acrescenta ainda que será também vantajoso que membros não familiares pertençam ao mesmo. De facto, uma empresa em que o conselho é composto por membros familiares e não familiares tende a ser mais transparente. Já um conselho executivo unicamente familiar tende a ser mais

rígido e a não apresentar um dinamismo suficiente. Para além disso, Berg (2014), alerta para o facto de, em caso de ocorrência de conflitos negociais, apesar da sua experiência e do seu envolvimento de longa duração nos negócios da empresa, os membros da família podem reagir de uma forma emocional aos desafios com que se deparam, o que prejudica a objetividade necessária nesse tipo de situações.

Por último a gestão, como o próprio nome indica, diz respeito ao CEO e ao papel que este irá desenrolar na empresa. Considerando que este cargo é ocupado por um membro da família, Berg (2014), baseado na literatura, resume uma série de argumentos a favor e contra esta concentração de propriedade e gestão:

- é vantajoso para o desenvolvimento do negócio pois, desta forma, a empresa tem acesso a recursos únicos como o objetivo de criação de riqueza para as gerações futuras do negócio: o seu conhecimento e experiência e a sua ampla rede social. (Liu et al., 2012)
- os gestores familiares são melhores no que toca a diálogos colaborativos que formalizam as normas éticas no negócio, normas estas que influenciam os empregados de um melhor modo tendo como consequência a motivação dos mesmos. (Lauterbach e Vaninsky, 1999)
- é negativo para a performance de uma empresa pois gestores familiares selecionam outros mecanismos sobre como administrar o negócio comparativamente com empresas não familiares. (Filatotchev et al., 2005)
- os CEO's não familiares tendem a gerar resultados líquidos mais altos do que quando uma empresa é gerida por um CEO familiar, pois na maioria das vezes as empresas familiares são geridas por pessoas que não detêm qualificações para tal. (Lauterbach e Vaninsky, 1999)
- por último, Berg (2014) afirma que as empresas familiares são mais focadas na continuidade do negócio e que uma visão de longo prazo em detrimento da criação de valor para os acionistas externos é característica de uma gestão familiar.

Empiricamente, Chu (2009) encontrou evidência de um efeito positivo na relação entre a propriedade familiar sobre o desempenho de 341 PME's públicas em Taiwan. No geral, os resultados obtidos sugerem que a propriedade familiar é uma estrutura organizacional eficaz das empresas analisadas.

Independentemente da configuração propriedade-gestão, às EFs são atribuídas vantagens e desvantagens sobre as ENFs em termos do seu desempenho. A *Tabela 2* resume as características das EFs que afetam positivamente e negativamente o seu desempenho.

Tabela 2 - Efeitos positivos e negativos das características de EFs no desenvolvimento de uma empresa

Favorece o Desempenho	Prejudica o Desempenho
A gestão familiar atenua o problema entre agente e principal.	Objetivos de maximização sem fins lucrativos – risco inferior com enfoque na alavancagem de dívida e crescimento da empresa do que ENFs.
A liderança centralizada tem maior flexibilidade e menores custos de transação.	Ênfase nos objetivos não pecuniárias, de estabilidade e de sucessão.
O aumento da confiança, lealdade e motivação por gestores, empregados e clientes.	Gestão ineficiente: o desejo de garantir a sucessão familiar pode produzir resultados abaixo do ideal.
Perspetiva de longo prazo nas decisões relativas ao investimento e crescimento. Não há a pressão dos relatórios trimestrais.	Inovação baixa e adaptação lenta – membros da família restringidos por pressões para manter uma cultura de práticas de negócios bem-sucedidas.

Fonte: Adaptado do relatório Economics, 2002

2.4.2. Performance das Empresas Familiares: Evidência Empírica

Westhead e Cowling (1997) referem os trabalhos de Hayward (1992) e Hamlyn (1994) para ilustrar a evidência empírica conflitante quanto ao desempenho relativo das EFs e ENFs do Reino Unido. Hayward (1992) analisou uma única medida de desempenho – o valor das ações – encontrando que 1£ investido no “*Financial Times*”, o índice de ações em 1970 teria crescido para 8.72£ em 1991. Em contrapartida, 1£ investido nas empresas familiares cotadas teria aumentado para 11.11£.

Lee (2004), no entanto, chama a atenção para o facto de, apesar de muitos trabalhos utilizarem indicadores financeiros, como o valor de ações, para medir o desempenho das empresas, este é um método que apresenta limitações pois estes são indicadores indiretos da eficiência ou produtividade de uma empresa.

Segundo o relatório Economics (2002), tal como, Hayward (1992), também Daily e Dollinger, 1992 e Anderson e Reeb, 2003 encontraram um melhor desempenho por parte das EFs com base no uso de diferentes indicadores.

Lee (2004), com base numa amostra composta pelas 150 maiores empresas familiares nos Estados Unidos, encontrou evidência de que as EFs tendem a ser mais eficientes do que os seus principais concorrentes (ENFs). Como medidas de desempenho utilizou variáveis tais como a rotatividade dos ativos, dias de vendas pendentes e o volume de negócios.

Pelo contrário, Miller et al. (2007), utilizando como indicador de desempenho o valor de mercado da empresa para uma amostra de empresas americanas, encontraram evidência de que as EFs não têm um desempenho superior, mesmo durante a primeira geração.

Por sua vez, com base numa amostra de empresas japonesas, Saito (2008) encontrou evidência mista. As empresas geridas pelos fundadores apresentam um valor de mercado mais elevado. No entanto, após a retirada dos fundadores, os resultados variam com o controlo: o desempenho das empresas familiares é inferior ao das ENFs no caso das empresas que têm propriedade e gestão dos descendentes dos fundadores mas, é superior nos casos em que as empresas ou são propriedade dos descendentes dos fundadores ou são por eles geridas.

Anderson e Reeb (2003), usando medidas contabilísticas de rentabilidade (ROA) para uma amostra de empresas S&P 500¹, encontraram evidência de que as empresas familiares têm um desempenho significativamente melhor do que as não familiares, e que isto se deve essencialmente ao facto destas empresas familiares incluírem um CEO pertencente à família. No entanto, para medidas de desempenho da empresa baseadas no mercado (Tobin's q), para a mesma amostra, foram encontrados maiores valores

¹ Índice composto por quinhentas ações cotadas nas bolsas de NYSE ou NASDAQ, qualificadas devido à sua dimensão de mercado, à sua liquidez e à sua representação de grupo industrial.

para empresas familiares do que para as não familiares, quer incluindo um CEO da família fundadora ou um CEO externo à família.

Usando uma amostra de empresas francesas cotadas em bolsa entre 1994 e 2000 em que dois terços dizem respeito a empresas familiares, Sraer e Thesmar (2007) encontraram evidência de que as EFs apresentam resultados superiores quando são controladas pelos fundadores mas também apresentam resultados positivos quando são controladas por descendentes do fundador. Estes autores acreditam que os descendentes amenizam os choques na indústria, fazem um uso mais eficiente do trabalho pagando salários mais baixos aos seus empregados em troca de uma maior segurança no trabalho.

Em contrapartida, de acordo ainda com Westhead e Cowling (1997), Hamlyn (1994) examinou o aumento do volume de vendas, do emprego, das exportações, da produtividade e da rentabilidade de 667 empresas privadas não cotadas (com volume de vendas entre 2.5£ e 25£ milhões) entre 1988 e 1993. Os resultados que obteve mostram que o crescimento médio do volume de vendas em ENFs foi 4 vezes superior ao das EFs, e registaram também um crescimento superior do emprego (em valor absoluto). As EFs registaram uma queda de 3,8% na produtividade enquanto as ENFs registaram um aumento de 8,1%.

Westhead e Cowling (1997) referem também o trabalho de Hayward (1992) que, num estudo mais aprofundado, encontrou uma proporção mais alta de EFs a registarem taxas de crescimento superiores a 20%.

A performance de uma empresa pode ser medida tanto com base em indicadores financeiros – por exemplo a rentabilidade – como com indicadores económicos como a eficiência produtiva. Górriz e Fumás (1996) argumentam que Empresas Familiares e Não Familiares apresentam a mesma rentabilidade mas diferentes eficiências produtivas. Favero et al., (2006) afirmam que os dados e a metodologia utilizados para medir o desempenho de uma empresa afeta fortemente as conclusões retiradas. Isto é, quando o desempenho é medido com indicadores financeiros como o ROA, estes autores encontraram evidências de um desempenho superior para as empresas familiares. Tal evidência não é confirmada quando são utilizadas medidas de desempenho do mercado.

Isto remete-nos para a questão principal deste estudo: se a conclusão que se retira acerca da relação entre propriedade e o desempenho da empresa é influenciada pelo indicador de desempenho utilizado.

Muitos trabalhos (Martínez et al, (2007); Anderson e Reeb (2003); Miralles-Marcelo, et al. (2014); Saito (2008); Chu (2009); Miller et al. (2007); Isakov e Weisskopf (2009); Maury (2006); Kortelainen (2007); Arosa et al. (2010); Belenzon e Zarutskie (2012), Górriz e Fumás (1996) e Erbetta et al. (2013)) utilizam como medida da performance indicadores financeiros, avaliando o desempenho da mesma em termos de rentabilidade.

Os indicadores financeiros mais comuns referidos na literatura são o Tobin's Q e o ROA. O ROA mede a capacidade dos ativos de uma empresa para gerarem lucro, independentemente de como ela financia esses ativos (através de dívida ou de capital próprio) e é considerado um fator chave quando se tem em conta investimentos futuros. É, portanto, considerado um indicador de rentabilidade da empresa (Arosa et al., 2010 e Martínez et al, 2007). O ROA pode ser calculado de duas formas: (1) através do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), que corresponde ao lucro antes dos juros e impostos dividido pelo valor contabilístico dos ativos totais, ignorando o desempenho financeiro da empresa, e, (2) através do EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*) entendido como o lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortizações dividido pelo valor contabilístico dos ativos totais (Miller et al., 2007 e Isakov e Weisskopf, 2009). Arosa et al. (2010) acrescentam ainda que o EBIT é um método tradicional de medição que não inclui custos de capital e, em vez disso, inclui apenas margem e lucro operacionais. Um ROA elevado significa que a empresa está a funcionar de uma forma mais eficaz com os seus ativos. Berg, (2014), afirma que rácios relativamente ao ROA que sejam iguais ou superiores a 5% são considerados bons, mas existem exceções, especialmente pelo tipo de indústria.

O Tobin's Q é um rácio utilizado para medir o valor de mercado de uma empresa com base nos seus ativos totais e é calculado pelo seguinte rácio (Martínez et al., 2007):

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{Capitalização de Mercado} + \text{Dívida Total}}{\text{Ativos Totais}}$$

O ROE (*Return on Equity*) é também uma medida de desempenho da empresa utilizada embora menos frequente, que mede a receita líquida gerada pelo uso do capital próprio da mesma, ou o lucro que pode ser gerado com o dinheiro dos acionistas (Berg, 2014). É medido da seguinte forma (Martínez et al., 2007):

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total Capital Próprio}}$$

A *Tabela 3* resume alguns dos trabalhos empíricos sobre o tema, indicando os efeitos, positivo ou negativo, na performance da empresa que decorrem da natureza da sua propriedade (familiar vs não familiar), agrupados por tipo de indicador financeiro utilizados.

Tabela 3 – Evidência empírica: indicadores financeiros

<i>Indicador Financeiro</i>	<i>Autor (es)</i>	<i>País</i>	<i>Performance da EF</i>
<i>Tobin's Q</i>	Martínez et al. (2007)	Chile	—
	Anderson e Reeb (2003)	U. S.	+
	Miralles-Marcelo et al. (2014)	Espanha e Portugal	—
	Saito (2008)	Japão	+
	Chu (2009)	Taiwan	+
	Miller et al. (2007)	U. S.	+
	Isakov e Weisskopf (2009)	Suíça	+
	Maury (2006)	Áustria, Bélgica, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido	+

Tabela 3 – Evidência empírica: indicadores financeiros (cont.)

	Martínez et al. (2007)	Chile	+
	Anderson e Reeb (2003)	U. S.	+
	Kortelainen (2007)	Noruega	+
	Miralles-Marcelo et al. (2014)	Espanha e Portugal	+
	Arosa et al. (2010)	Espanha	+
	Saito (2008)	Japão	+
	Chu (2009)	Taiwan	+
ROA:	Isakov e Weisskopf (2009)	Suíça	+
- EBIT	Maury (2006)	Áustria, Bélgica, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido	—
- EBITDA	Anderson e Reeb (2003)	U. S.	+
	Belenzon e Zarutskie (2012)	70% de França e Grã Bretanha e 30% de Itália, Noruega e Dinamarca	+
	Kortelainen (2007)	Noruega	+
	Isakov e Weisskopf (2009)	Suíça	+
	Erbetta et al. (2013)	Itália	+
ROE	Martínez et al. (2007)	Chile	+
	Anderson e Reeb (2003)	U. S.	+
	Górriz e Fumás (1996)	Espanha	+

Fonte: Elaboração própria.

A análise da *Tabela 3* mostra que a maioria dos trabalhos reportam evidência de que as empresas familiares registam um melhor desempenho que as empresas não familiares. Há, no entanto, três estudos que obtêm conclusões distintas. Martínez et al. (2007) e Miralles-Marcelo et al. (2014) afirmam que, usando como indicador de desempenho o Tobin's Q, as EFs aparentam exibir um pior desempenho comparando com as ENFs. No entanto, usando o ROA, chegam à conclusão inversa, já que as EF's têm um melhor desempenho que as ENF's. Estes resultados vão ao encontro dos obtidos por Maury (2006), que também encontrou evidência contraditória no que respeita ao desempenho relativo das EFs consoante o indicador de performance utilizado (Tobin's Q (+); ROA (-)).

Estes resultados remetem-nos para a questão acima exposta, de que usando indicadores de desempenho diferentes poderemos chegar a conclusões diferentes.

Isakov e Weisskopf (2009), usando dados em painel para o período de 2003 a 2007 relativos às empresas cotadas na bolsa suíça, encontraram evidência de que as empresas familiares apresentam um Q de Tobin 1,19 maior e um ROA 3% maior do que as empresas não-familiares.

Outros autores (Belenzon e Zarutskie (2012); Mannarino et al. (2011); Górriz e Fumás (1996) e Erbetta et al. (2013)) acharam importante não só se focarem na rentabilidade do negócio como uma medida do desempenho da empresa, mas olharem para a eficiência produtiva da mesma. Argumentaram que esta eficiência pode não ter uma relação direta com a rentabilidade, isto é, uma maior produtividade pode ou não se traduzir numa maior rentabilidade para a empresa. Tudo depende das condições de mercado em que as empresas operam e/ou os objetivos prosseguidos pelo grupo de gestão incumbente a uma empresa (Górriz e Fumás, 1996).

Na análise da eficiência das empresas são utilizados indicadores não financeiros como a sobrevivência, o crescimento (em termos de vendas ou de nº de empregados) e a eficiência técnica. A sobrevivência de uma empresa está certamente ligada à sua eficiência, uma vez que, operando em mercados competitivos, só as empresas eficientes sobrevivem.

Por ser mais fácil de calcular, a eficiência das empresas é, muitas vezes, aproximada pelo conceito de produtividade. Vários trabalhos (ver, por exemplo, Mannarino et al., 2011 e Górriz e Fumás, 1996) analisaram o desempenho relativo das EFs usando como indicador a produtividade do trabalho, calculada da seguinte forma:

$$\text{Produtividade do Trabalho} = \frac{\text{Valor Acrescentado}}{N.º \text{ de Empregados}}$$

De acordo com Lee (2004), um dos poucos estudos que avalia a relação entre a estrutura de propriedade e desempenho económico (eficiência) em vez de desempenho financeiro é o trabalho de Lauterbach e Vaninsky (1999). Estes autores utilizaram a eficiência como indicador do desempenho de uma amostra de empresas israelitas. Os resultados obtidos sugerem que as empresas onde há coincidência entre propriedade e gestão, incluindo empresas familiares, são menos eficientes do que as empresas geridas por (não-proprietário) gestores profissionais.

A *Tabela 4* resume alguns dos trabalhos empíricos que usaram indicadores não financeiros para medir o desempenho relativo das EFs.

Tabela 4 - Evidência empírica: indicadores económicos

<i>Indicador Não Financeiro</i>	<i>Autor (es)</i>	<i>País</i>	<i>Eficiência da EF</i>
<i>Sobrevivência</i>	Belenzon e Zarutskie (2012)	França, Grã-Bretanha, Itália, Noruega e Dinamarca.	+
<i>Crescimento</i>	Belenzon e Zarutskie (2012)	França, Grã-Bretanha, Itália, Noruega e Dinamarca.	—
<i>Produtividade (TFP)</i>	Mannarino et al. (2011)	Itália	—
<i>Produtividade do trabalho</i>	Górriz e Fumás (1996)	Espanha	+
<i>Eficiência Técnica</i>	Erbetta et al. (2013)	Itália	—

Fonte: Elaboração própria.

É importante referir que alguns autores como Belenzon e Zarutskie (2012) e Erbetta et al. (2013) usaram indicadores financeiros e económicos. De referir ainda que existem na literatura exemplos de resultados contraditórios não apenas entre a evidência fornecida pelos indicadores “económicos”. Assim, enquanto Górriz e Fumás (1996), para a Espanha, concluem que as EFs têm um desempenho melhor (medido pela produtividade do trabalho), Erbetta et al. (2013), para a Itália, chegam a uma conclusão oposta, baseando-se na eficiência técnica como indicador de desempenho.

2.5. Conclusão

De acordo com a literatura analisada, foi possível perceber que o conceito de empresa familiar é difícil de definir, sendo evidente a falta de consenso entre os vários autores devido à sua heterogeneidade. Apesar disso, há alguns elementos que são comuns à generalidade das definições. Normalmente, para uma empresa ser classificada como EF, a família está presente, ou como proprietária da empresa, ou como parte integrante da gestão da mesma ou até mesmo em ambas, quer a família responsável pela fundação da empresa quer os seus sucessores. Segundo alguns autores (Allouche et al., 2008; Berg, 2014 e Saito, 2008) um consenso sobre a definição deste conceito pode não representar um objetivo de investigação pertinente pois as EFs dependem do contexto jurídico institucional que difere de país para país assim como as regras que definem os direitos de propriedade e de voto e a percentagem de capital necessário para um controlo efetivo variam de país para país.

Também o desempenho das EFs foi e continua a ser objeto de estudo pois acredita-se ser um tipo de empresas que possui vantagens e desvantagens perante as empresas não familiares que se poderão traduzir em diferenças no desempenho.

Por um lado, argumenta-se que, não existindo uma separação entre o proprietário e gestor, ou seja, se a família é quem gere e detém a empresa, é possível que este tipo de EF apresente um desempenho superior, pois os interesses encontram-se alinhados, não havendo problemas de agência. Por outro lado, podem existir algumas desvantagens para o valor da empresa decorrentes do facto de o gestor escolhido pelo fundador ter de ser o seu descendente mesmo que não tenha qualificações para gerir o negócio. Este é um cenário muito provável de acontecer, visto que um dos objetivos deste tipo de empresas não passa só por dar continuidade à sua existência no mercado mas também manter o negócio na família.

A revisão da evidência empírica mostrou que existem diferentes formas de avaliar o desempenho económico e financeiro de uma empresa, através de diferentes indicadores financeiro e não financeiros. As conclusões retiradas pelos diferentes autores são conflitantes, na medida em que alguns concluem que as EFs exibem um melhor desempenho que as ENFs enquanto outros autores concluem exatamente o

contrário. As diferenças na definição de EF e nos indicadores de desempenho utilizados torna difícil, no entanto, comparar resultados.

Capítulo III – Dados e Metodologia

3.1. Introdução

Neste capítulo descreve-se a amostra utilizada e apresentam-se os critérios utilizados para definir EFs. Descrevem-se ainda os modelos a estimar, bem como as variáveis incluídas nos modelos.

3.2. Descrição da amostra

Foi usada a base de dados *AMADEUS* para construir uma amostra de empresas familiares cujo desempenho – medido através da utilização de indicadores financeiros e económicos – é comparado com um grupo de controlo de empresas não familiares.

Dado o elevado número de empresas constantes da base *AMADEUS* e a dificuldade em identificar as empresas familiares, optamos por restringir a nossa análise às empresas de quatro indústrias tradicionais a operar em Portugal:

- Setor 1 – Indústria têxtil;
- Setor 2 – Indústria de artigos de vestuário;
- Setor 3 – Indústria de produtos em pele e produtos relacionados;
- Setor 4 - Indústria de madeira e de produtos de madeira e cortiça, exceto móveis, fabricação de artigos de palha e cestaria.

Foram excluídas da amostra as empresas inativas, as empresas cotadas, as empresas com capital estrangeiro e com capitais públicos, e ainda as sociedades anónimas. Considerando apenas as sociedades por quotas chegamos a um total de 5.623 empresas. A dimensão da amostra diminuiu, no entanto, para um total de 1.134 empresas para as quais existe informação completa relativa às variáveis escolhidas.

Da amostra de 1.134 empresas foram ainda excluídas 62 empresas por apresentarem valores iguais ou inferiores a zero para o VAB, as Vendas ou o Capital. Obtivemos, assim, uma amostra de 1.072 empresas ativas, familiares e não familiares, portuguesas, cuja distribuição setorial está descrita na *Tabela 5*.

Tabela 5 - Distribuição setorial das Empresas Familiares

<i>Indústria</i>	<i>População</i>	<i>Amostra</i>	
		Total	EF
NACE 13 - <i>Indústria têxtil</i>	1015	242	168
NACE 14 - <i>Indústria de artigos de vestuário</i>	2118	369	223
NACE 15 - <i>Indústria de produtos em pele e produtos relacionados</i>	963	195	119
NACE 15 - <i>Indústria de madeira.</i>	1527	266	196

A amostra utilizada corresponde a 19% das empresas das indústrias consideradas. Por setor, a representatividade da amostra varia entre os 17,4% para as indústrias do Vestuário e da Madeira e os 23,8% para a indústria têxtil.

Para identificar as EFs foi necessário adotar uma definição de empresa familiar. A definição de EF adotada seguiu os critérios utilizados num estudo anteriormente realizado, também com base na base de dados *AMADEUS*, por Belenzon e Zarutskie (2012) para empresas localizadas em países da Europa Ocidental. Seguindo estes critérios, as empresas foram classificadas como EFs se pelo menos dois acionistas possuem o mesmo último nome (apelido) e detêm a maioria das ações da empresa, podendo tratar-se de familiares “de sangue” ou casados. O uso destes critérios pode originar problemas de sobreavaliação, na medida em que os apelidos podem ser comuns sem que existam quaisquer laços familiares (de sangue ou matrimoniais). Assim estaremos a classificar como EF uma empresa que na verdade é uma ENF. Por outro lado, quando existem laços matrimoniais, mas os apelidos não são iguais, estaremos a classificar como ENF uma EF, existindo aqui um problema de subavaliação. Estas limitações dos critérios podem levar a erros na identificação e contagem de empresas familiares.

Para auxiliar na identificação das EFs recorreremos também à lista dos associados efetivos da Associação das Empresas Familiares.

Para esta amostra de empresas extraiu-se, também da base de dados *AMADEUS*, informação de carácter quantitativo dizendo respeito à dívida de longo prazo, ao capital, às vendas, ao ROE (*Return on Equity*), ao ROA (*Return on Assets*), ao número de trabalhadores ao total dos ativos, ao VAB (Valor Acrescentado Bruto), e ao ano de

incorporação da empresa. Todas as variáveis são relativas ao ano de 2014, último ano para o qual a informação está disponível.

3.3. Modelos a estimar

Como já mencionamos acima, o objetivo desta investigação é averiguar se a escolha dos indicadores de desempenho influencia os resultados relativos ao desempenho relativo das EFs e recolher evidência relativa ao suposto desempenho relativo superior das EFs. Para isso, usamos a produtividade do trabalho como indicador económico e os rácios ROE e ROA como indicadores financeiros.

Assim, estimamos três modelos, correspondentes aos três indicadores de desempenho considerados. A especificação dos modelos seguiu a utilizada por Górriz e Fumás (1996).

Modelo 1:

$$\ln \text{produtiv} = f(EF, \text{setor}, \ln \text{idade}, \ln \text{racao}, \ln \text{dimensão})$$

em que *EF* é a variável *dummy* que apresenta o valor de 1 se a empresa é familiar, e as restantes variáveis são variáveis de controlo: *setor* representa o setor de atividade da empresa, *idade* é a idade da empresa, *racao* refere-se ao rácio entre o capital e o número de trabalhadores, e *dimensão* pretende controlar para a dimensão empresa. O *ln* significa as variáveis expressas em termos logarítmicos.

As questões de saber se as empresas que apresentam um melhor desempenho são as empresas maiores ou menores, ou se são as empresas mais jovens ou as mais experientes têm motivado um grande interesse da literatura.

A literatura sugere uma relação positiva entre a idade e o desempenho. Para alguns autores a idade pode ser vista como um indicador de eficiência, uma vez que, se a empresa sobrevive ao longo dos anos, é porque apresenta um nível de eficiência semelhante ou superior à das empresas concorrentes. Outros autores referem, no entanto, que a idade torna as empresas mais inertes, retirando-lhes a flexibilidade necessária para se adaptarem rapidamente a alterações no seu ambiente. (Majumdar, 1997).

Em relação à dimensão, uma relação positiva entre dimensão e desempenho será esperada, como resultado da exploração de eventuais economias de escala e do eventual poder de mercado. Niresh e Velnampy (2014) referem Lee (2009) e Jónsson (2007) como exemplos de trabalhos que encontraram evidência de uma relação positiva entre dimensão e lucratividade. No entanto, outros autores, partindo da eventual relação positiva entre dimensão e poder de mercado, sugerem que as empresas de menor dimensão exibem um desempenho superior quando o desempenho é medido por outros indicadores que não a rentabilidade (Majumdar, 1997).

Seguindo a metodologia de Górriz e Fumás (1996), consideramos três medidas alternativas da dimensão da empresa: o volume de vendas (vendas), o valor acrescentado bruto (VAB) e o número de trabalhadores (trab).

O VAB associa os resultados da atividade de funcionamento da empresa com o custo do capital, sendo assim um indicador de desempenho mais robusto que as vendas ou volume de negócios (Pantea et al., 2008; Hamilton et al., 2009 citados por Correia, 2013).

No entanto, segundo Górriz e Fumás (1996), se a dimensão for medida pelo número de empregados, então estaremos apenas a controlar para o efeito de possíveis economias de escala. Se a dimensão for medida pelo VAB ou pelo valor das vendas, então estaremos a controlar quer para as economias de escala, quer para possíveis efeitos de poder de mercado. Estes autores afirmam que este controlo é necessário pois o preço do *output* entra no valor acrescentado e, se a empresa detém poder de mercado, então será capaz de aumentar os seus preços acima dos seus custos e gerar um valor acrescentado que não pode ser atribuído à eficiência produtiva.

A introdução da variável *setor* no modelo justifica-se, na medida em que o desempenho das empresas pode ser influenciado pelas características específicas do sector em que opera. Assim, os modelos estimados incluem uma variável *dummy* para cada um dos sectores incluídos na análise, com o objetivo de capturar as condições específicas desses sectores suscetíveis de influenciar o desempenho das empresas.

Os dois outros modelos consideram dois indicadores financeiros – ROE e ROA – como medidas de desempenho.

O ROE (em português rentabilidade dos capitais próprios) é um indicador económico, muito utilizado nas análises económicas e financeiras, que mede a capacidade dos capitais próprios da empresa em gerar retorno financeiro. Ou seja, quanto maior o valor do ROE, melhor será a performance da empresa na utilização dos investimentos dos seus proprietários. Como o ROE depende positivamente da margem líquida de vendas, do grau de utilização dos ativos e do grau de endividamento. Seguimos a metodologia de Górriz e Fumás (1996) e incluímos na equação a estimar a variável endividamento, calculada como um rácio entre a dívida de longo prazo e o ativo.

Modelo 2:

$$ROE = f(EF, \text{setor}, \ln \text{idade}, \text{endiv}, \ln \text{dimensão})$$

Tal como no Modelo 1, além da variável explicativa *EF*, incluímos como variáveis independentes o *setor* de atividade, a *idade* e a *dimensão* da empresa, além do rácio de endividamento (*endiv*). Na estimação deste modelo, assim como no modelo anterior, consideramos três especificações diferentes para a dimensão: o volume de vendas (vendas), o VAB e o capital (ativo), expressos em logaritmos.

Modelo 3:

$$ROA = f(EF, \text{setor}, \ln \text{idade}, \text{endiv}, \ln \text{dimensão})$$

Neste modelo, a variável dependente é também um indicador financeiro, neste caso o Return On Assets (ROA), que mede a capacidade dos ativos da empresa em gerarem lucros.

3.4. Variáveis explicativas e estatísticas descritivas

Na *Tabela 6* apresentam-se as variáveis utilizadas nos modelos a estimar, bem como a explicação das mesmas, tendo por base a revisão de literatura efetuada. Todas as variáveis provêm da base de dados AMADEUS e são relativas ao ano de 2014.

Tabela 6 – Descrição das Variáveis Empíricas

Variável	Explicação
Variáveis Dependentes	
ROA	Rácio entre o lucro (antes de itens extraordinários) e o total de ativos de uma empresa.
ROE	Rácio entre o resultado líquido e o total do capital próprio.
Produtiv	Rácio do VAB pelo número de trabalhadores da empresa.
Variáveis Independentes	
EF	Variável <i>dummy</i> que toma o valor de 1 quando a empresa é de carácter familiar.
Vendas	Volume de vendas
Idade	Diferença entre o ano de 2014 e o ano de constituição da empresa.
Endiv	Rácio entre a dívida de longo prazo e o ativo.
Capital	Ativo total
Trab	Número de trabalhadores em 2014.
Racio	Logaritmo do rácio entre o capital e o número de trabalhadores em 2014.
Setor 1	Indústria têxtil.
Setor 2	Indústria de artigos de vestuário.
Setor 3	Indústria de produtos em pele e produtos relacionados.
Setor 4	Indústria de madeira e de produtos de madeira e cortiça, exceto móveis, fabricação de artigos de palha e cestaria.

Fonte: Tabela realizada pela autora

A *Tabela 7* resume as estatísticas descritivas básicas das variáveis definidas acima quer para o total da amostra, quer para as empresas familiares e para as empresas não familiares separadamente.

Tabela 7 – Estatísticas Descritivas

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Min.	Máx.	Skewness	Kurtosis
<i>Produtiv</i>	1072	18.084	13.82	-22.484	152.666	4.576	34.468
<i>ROE</i>	1072	11.058	71.617	-942.766	699.807	-1.659	79.051
<i>ROA</i>	1072	3.96	9.492	-74.562	74.335	-0.549	17.573
<i>Setor</i>	1072			1	4	0.173	1.72
<i>Vendas</i>	1071	1907.31	4916.448	11.417	93726.98	9.236	136.382
<i>Idade</i>	1072	20.795	11.853	2	84	1.178	5.932
<i>Capital</i>	1072	1492.46	3091.69	15.379	39001.63	6.041	54.904
<i>Trab</i>	1072	27.148	57.196	1	1330	13.14	265.916
<i>VAB</i>	1072	497.222	1190.93	-174.512	25711.38	11.774	210.379
<i>Racio</i>	1072	7.086	15.987	0.022	250	7.314	80.48
<i>Endiv</i>	1072	0.18	0.173	0	0.949	1.287	4.506
Empresas Não Familiares	Obs	Média	Desvio Padrão	Min.	Máx.	Skewness	Kurtosis
<i>Produtiv</i>	366	18.176	14.972	-6.671	130.102	4.468	29.552
<i>ROA</i>	366	3.767	10.909	-71.483	47.608	-1.507	13.960
<i>ROE</i>	366	11.283	82.654	-942.766	599.623	-2.403	64.703
<i>Idade</i>	366	18.62	11.067	2	84	1.478	7.972
<i>Trab</i>	366	31.443	52.675	1	570	5.605	46.736
<i>VAB</i>	366	589.049	1148.007	-91.723	11491.12	5.178	37.778
<i>Vendas</i>	366	2247.218	4972.463	22.284	54762.86	5.429	44.531
<i>Capital</i>	366	1668.896	3415.977	15.3788	28623.04	4.563	28.689
<i>Endiv</i>	366	0.182	0.179	0	0.881	1.37	4.957
<i>Racio</i>	366	5.307	9.816	0	88.889	4.39	28.696
Empresas Familiares	Obs	Média	Desvio Padrão	Min.	Máx.	Skewness	Kurtosis
<i>Produtiv</i>	706	18.036	13.194	-22.484	152.666	4.609	37.695
<i>ROA</i>	706	4.059	8.673	-74.562	74.335	0.478	20.084
<i>ROE</i>	706	10.942	65.228	-900.914	699.807	-0.810	88.375
<i>Idade</i>	706	21.92	12.096	2	83	1.055	5.318
<i>Trab</i>	706	24.922	59.319	1	1330	15.892	336.099
<i>VAB</i>	706	449.618	1210.643	-174.512	25711.38	14.759	285.239
<i>Vendas</i>	705	1730.847	4881.326	11.417	93726.98	11.368	189.383
<i>Capital</i>	706	1400.99	2907.747	25.011	39001.63	7.17	78.351
<i>Endiv</i>	706	0.18	0.171	0	0.949	1.235	4.207
<i>Racio</i>	706	8.008	18.327	0.0313	250	6.92	68.32

Legenda: *Produtiv*, *ROE*, *ROA*, *Vendas*, *Capital* e *VAB* expressos em milhares de euros;

Endiv e *Racio* expressos em %;

Idade – número de anos;

Trab – número de trabalhadores;

Setor – variável dummy.

Como podemos observar, em média, não há diferenças significativas entre a produtividade das EFs e das ENFs. No entanto, analisando os indicadores financeiros – ROA e ROE – observamos que, em média as EFs têm um desempenho financeiro ligeiramente superior ao desempenho das ENFs.

É de salientar a existência de uma grande dispersão entre as empresas quando olhamos para o indicador financeiro ROE. A assimetria é relativamente maior quando consideramos o ROE em relação ao ROA e a Curtose é 5 vezes maior sugerindo que a amostra tem um pequeno número de empresas com um ROE muito elevado. A assimetria é negativa no caso do ROE e do ROA e positiva no caso da produtividade.

Analisando as variáveis de dimensão – Trab, VAB, Vendas e Capital – percebemos que as empresas não familiares possuem uma dimensão superior à das empresas familiares. No entanto, têm em média um grau de endividamento igual.

Na tabela seguinte – *Tabela 8* – é apresentada a matriz de correlações e correspondentes significâncias para as variáveis utilizadas na estimação dos modelos.

Os coeficientes de correlação são, em geral, baixos. Excetuam-se os coeficientes de correlação entre as três variáveis que pretendem controlar para a dimensão da empresa (Vendas, VAB, Trab e Capital). No entanto, esta elevada correlação não levanta problemas, na medida em que incluiremos apenas uma dessas variáveis em cada equação estimada.

Tabela 8 – Matriz de Correlações das Variáveis

	<i>Produtiv</i>	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	<i>Racio</i>	<i>Endiv</i>	<i>Idade</i>	<i>EF</i>	<i>Setor</i>	<i>Trab</i>	<i>Vendas</i>	<i>VAB</i>	<i>Capital</i>
<i>Produtiv</i>	1											
<i>ROE</i>	0.1158*	1										
<i>ROA</i>	0.2566*	0.5046*	1									
<i>Racio</i>	0.1894*	-0.0559	-0.1326*	1								
<i>Endiv</i>	-0.0923*	-0.0035	-0.2132*	-0.0121	1							
<i>Idade</i>	-0.0346	-0.1240*	-0.1709*	0.1839*	0.0103	1						
<i>EF</i>	-0.0048	-0.0023	0.0146	0.0802*	-0.0067	0.1321*	1					
<i>Setor</i>	0.0518	-0.0269	-0.0775*	0.057	0.0555	0.056	0.0424	1				
<i>Trab</i>	0.0080	0.0085	0.0435	-0.0437	-0.0778*	0.1807*	-0.0541	-0.0591	1			
<i>Vendas</i>	0.2483*	0.0161	0.0678*	0.0667*	-0.1048*	0.1708*	-0.0498	-0.0444	0.7895*	1		
<i>VAB</i>	0.1802*	0.029	0.1115*	-0.0034	-0.0938*	0.1792*	-0.0555	-0.0322	0.9314*	0.8931*	1	
<i>Capital</i>	0.2708*	-0.0093	0.0097	0.1562*	-0.0535	0.2480*	-0.0411	-0.0292	0.7130*	0.8903*	0.8448*	1

Legenda: * indica os coeficientes de correlação estatisticamente significativos a 5%.

3.5. Conclusão

Neste capítulo descrevemos a metodologia utilizada para responder à questão de investigação formulada, de forma a permitir que o estudo possa ser replicado. Para tal, identificamos a amostra utilizada, o método usado para identificar as empresas familiares, os modelos a estimar e as variáveis a utilizar e respetivas fontes.

Capítulo IV – Apresentação e Discussão dos resultados

4.1. Introdução

Após uma breve descrição da base de dados utilizada e definidas as variáveis a utilizar neste estudo, serão neste capítulo apresentados os resultados da estimação dos modelos de regressão linear apresentados no capítulo anterior bem como a discussão dos resultados encontrados, feita à luz de estudos anteriormente realizados sobre o tema.

4.2. Estimação dos modelos e discussão dos resultados

Como o objetivo deste estudo é averiguar se a escolha do indicador de desempenho é relevante na verificação empírica do hipotético desempenho superior das EFs, procedemos à estimação econométrica de 3 modelos, usando 3 indicadores de desempenho diferentes.

Os modelos foram estimados por OLS usando o *software* STATA 14. Para cada modelo, foram estimadas três diferentes especificações onde foram usadas três *proxies* para a dimensão:

- Especificação A: o logaritmo do número de trabalhadores (ou do capital, no caso dos modelos em que a variável dependente é um indicador da performance financeira)
- Especificação B: o logaritmo do volume de vendas
- Especificação C: o logaritmo do valor acrescentado bruto

i. Modelo 1 – Indicador de desempenho: Produtividade do trabalho (LnProd)

$$\ln\text{Produtiv} = \alpha + \beta_1\text{EF} + \beta_1\text{setor} + \beta_2 \ln\text{idade} + \ln\text{racao} + \ln\text{dimensão} + \varepsilon$$

Na Tabela 9 apresentam-se os resultados da estimação do Modelo 1 para as diferentes medidas de dimensão acima referidas. Como se pode observar, que não há evidência estatística de diferenças de produtividade entre EFs e ENFs. Como seria expectável, as empresas mais novas e com maior intensidade capitalística são mais produtivas. A dimensão tem também um efeito positivo sobre a produtividade, qualquer que seja o indicador utilizado. O poder explicativo do modelo, no entanto, diminui consideravelmente quando consideramos a dimensão da empresa medida pelo número de trabalhadores.

Tabela 9 – Resultados da estimação do Modelo 1 (Variável Dependente: LnProd)

	LnProd (A)	LnProd (B)	LnProd (C)
EF	0.004 (0.11)	0.038 (1.29)	0.039 (1.36)
LnTrab (A)	0.062*** (3.83)		
LnVendas (B)		0.168*** (16.5)	
LnVAB (C)			0.219*** (15.44)
LnIdade	-0.112*** (-3.81)	-0.161*** (-6.13)	-0.198*** (-7.24)
LnRacio	0.119*** (9.63)	0.085*** (7.93)	0.116*** (11.20)
Sector:			
2	-0.183*** (-4.67)	-0.170*** (-4.92)	-0.188*** (-5.48)
3	0.016 (0.36)	-0.03 (-0.77)	-0.047 (-1.20)
4	-0.01 (-0.21)	0.047 (1.14)	0.077** (2.02)
_Cons	2.871*** (34.49)	2.094*** (25.23)	2.076*** (25.06)
R ²	0.15	0.331	0.375
F	25.91	70.25	68.45
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	1064	1063	1064

Legenda: *, **, *** representam os coeficientes estatisticamente significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Estimação com erros-padrão robustos.

Os valores entre parêntesis são os valores das estatísticas t.

ii. Modelo 2 – Indicador de desempenho: ROE

$$ROE = \alpha + \beta_1 EF + \beta_2 \text{sector} + \beta_3 \text{ln idade} + \beta_4 \text{endiv} + \beta_5 \text{ln dimensão} + \varepsilon$$

Na Tabela 10 podemos observar os resultados da estimação do Modelo 2 para as diferentes medidas de dimensão acima apresentadas.

Tabela 10 – Estimação do Modelo de Regressão Linear da Variável Dependente: ROE

	ROE (A)	ROE (B)	ROE (C)
EF	3.341 (0.70)	4.142 (0.86)	3.773 (0.80)
LnCapital (A)	1.888 (1.12)		
LnVendas (B)		4.334*** (3.20)	
LnVAB (C)			8.341*** (4.05)
LnIdade	-16.064*** (-4.99)	-17.331*** (-5.81)	-19.13*** (-5.81)
Endiv	4.924 (0.16)	8.141 (0.27)	10.357 (0.34)
Sector:			
2	3.095 (0.44)	2.878 (0.42)	0.562 (0.08)
3	4.709 (0.77)	3.531 (0.60)	0.239 (0.04)
4	-3.951 (-0.57)	-2.612 (-0.37)	-0.685 (-0.10)
_Cons	40.874*** (3.40)	27.512** (2.41)	16.788 (1.46)
R ²	0.022	0.027	0.04
F	5.44	6.51	6.58
Prob > F	0.0000	0.0000	0.0000
Obs.	1072	1071	1064

Legenda: *, **, *** representam os coeficientes estatisticamente significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente. Estimação com erros-padrão robustos. Os valores entre parêntesis são os valores das estatísticas t.

Tal como no Modelo 1, os resultados obtidos não evidenciam diferenças estatisticamente significativas entre o desempenho das EFs e das ENFs. O poder explicativo do modelo 2 é, no entanto, significativamente mais baixo. Apesar disso, o resultado obtido pela estatística F permite rejeitar a hipótese nula de que os coeficientes estimados são globalmente iguais a zero.

As empresas maiores apresentam rentabilidades do capital mais elevadas, quando a dimensão é medida pelo valor das vendas ou pelo VAB. Tal como no modelo anterior, as empresas mais jovens tendem a apresentar desempenhos melhores. Ao contrário do que seria de esperar, o efeito do endividamento sobre a rentabilidade não é estatisticamente significativo.

iii. Modelo 3 – Indicador de desempenho: ROA.

$$ROA = \alpha + \beta_1 EF + \beta_2 sector + \beta_3 \ln idade + \beta_4 endiv + \beta_5 \ln dimensão + \varepsilon$$

Os resultados da estimação do Modelo 3 para as diferentes medidas de dimensão acima apresentadas estão apresentados na Tabela 11.

Tabela 11 – Estimação do Modelo de Regressão Linear da Variável Dependente: ROA

	ROA (A)	ROA (B)	ROA (C)
<i>EF</i>	0.942 (1.41)	1.087 (1.62)	1.033* (1.66)
<i>LnCapital (A)</i>	-0.048 (-0.16)		
<i>LnVendas (B)</i>		0.495** (2.18)	
<i>LnVAB (C)</i>			1.484*** (5.51)
<i>LnIdade</i>	-2.540*** (-5.12)	-2.88*** (-6.23)	-3.367*** (-7.02)
<i>Endiv</i>	-10.875*** (-5.53)	-10.537*** (-5.39)	-10.167*** (-5.38)
<i>Sector:</i>			
2	0.542 (0.59)	0.628 (0.72)	0.129 (0.16)
3	1.020 (1.09)	0.886 (0.96)	0.043 (0.05)
4	-1.607* (-1.83)	-1.348 (-1.54)	-1.073 (-1.36)
<i>_Cons</i>	12.868*** (5.46)	10.15*** (4.52)	7.097*** (3.71)
<i>R²</i>	0.090	0.095	0.131
<i>F</i>	11.01	11.30	13.36
<i>Prob > F</i>	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Obs.</i>	1072	1071	1064

Legenda: *, **, *** representam os coeficientes estatisticamente significativos a 10%, 5% e 1%, respetivamente. Estimação com erros-padrão robustos. Os valores entre parêntesis são os valores das estatísticas *t*.

Pode-se observar que os coeficientes da variável EF apresentam sinal positivo nas três especificações, mas apenas é (marginalmente) estatisticamente significativo para a especificação C, em que a dimensão é aproximada pelo VAB. Existe, portanto, neste caso, alguma evidência de um desempenho superior das empresas familiares.

O poder explicativo deste modelo (ROA) é notavelmente menor que o do modelo anterior (ROE), olhando essencialmente para as medidas de dimensão VAB e Vendas. Mais uma vez são as empresas mais novas a exibirem um melhor desempenho e, neste modelo, as menos endividadas qualquer que seja o indicador de dimensão utilizado. Os coeficientes estimados não apresentam, no entanto, significância estatística.

Em resumo, podemos dizer que as empresas familiares não evidenciam um desempenho superior ao das empresas não familiares, o que indicia que as empresas familiares portuguesas das indústrias tradicionais não parecem tirar partido das vantagens que podem advir de uma gestão centralizada e não pressionada pela obtenção de resultados de curto prazo.

A compreensão destes resultados requereria dispor de informação mais detalhada ao nível da empresa. Em particular, seria útil conhecer, nomeadamente a relação existente entre os gestores e os acionistas e, no caso da gestão familiar, conhecer a geração que dirige a empresa.

Apesar de não dispor dessa informação a experiência vivida durante o estágio curricular permitiu-me perceber que, em grande parte das empresas familiares portuguesas das indústrias tradicionais, existe coincidência entre propriedade e controlo, sendo comuns os casos de sucessão familiar no controlo da empresa. Uma elevada aversão ao risco e pressões para manter práticas de negócios “bem-sucedidas” levam, em muitos casos, a baixos níveis de inovação (nomeadamente organizacional), o que pode de alguma forma explicar os resultados encontrados. Eventualmente, a consideração de outros setores mais intensivos em tecnologia e em conhecimento, poderia conduzir a resultados diferentes.

4.3. Conclusão

No presente capítulo procedeu-se à estimação de três modelos econométricos, cujas variáveis dependentes correspondentes são três indicadores de desempenho – um dos quais económico e dois outros financeiros – selecionados de entre os mais utilizados na literatura para analisar o desempenho das EFs relativamente ao das ENFs.

Quando usamos as especificações A (dimensão medida pelo número de trabalhadores ou pelo capital) e B (dimensão medida pelas vendas), os coeficientes estimados da variável EF são sempre positivos, mas não são significativos estatisticamente. Desta forma, concluímos que os resultados são coincidentes, não existindo evidência de que a escolha do indicador influencia o resultado.

No entanto, quando os modelos são estimados usando a especificação C (dimensão medida pelo VAB), o coeficiente estimado da variável EF é positivo e estatisticamente significativo para o nível de significância de 10% quando a variável dependente é o ROA (Modelo 3). Neste caso, os resultados dos Modelos 1 e 2 são coincidentes, uma vez que, em ambos os casos, os coeficientes são positivos, mas não estatisticamente significativos, mas o Modelo 3 revela existir alguma evidência (ainda que relativamente fraca) de que o nível de desempenho é influenciado pela propriedade da empresa.

Podemos, portanto, dizer que não encontramos evidência robusta de que a escolha do indicador é relevante na avaliação do desempenho relativo das EFs. Esta conclusão é relevante e sugere que as empresas de consultadoria, nomeadamente a *Outros Símbolos, Lda.*, não necessitam de ter uma grande preocupação com a escolha do indicador de desempenho a utilizar, na medida que, em termos relativos, os resultados da sua análise conduzem a conclusões semelhantes.

Capítulo V – Conclusão

5.1. Principais conclusões

A partir do enquadramento teórico deste trabalho, foi possível verificar existirem várias definições de empresa familiar, o que, de certa forma, reflete a natureza bastante heterogênea destas empresas.

Da análise de algumas definições propostas na literatura conclui-se que há um conjunto de características que são comuns à generalidade das definições utilizadas, onde se incluem o facto de um membro da família ser o maior acionista (propriedade), este ou a família estar presente no conselho de gestão da empresa (gestão) ou haver sucessão do negócio da família fundadora para as suas gerações seguintes. Contudo, um consenso sobre esta definição torna-se impossível, pois as empresas dependem do contexto jurídico e institucional inerente a cada nação e os direitos de voto e de propriedade diferem de país para país.

Muitos autores têm encontrado evidência de que o desempenho das EFs é superior ao das ENFs. Outros autores, usando outros indicadores e outras definições de EF têm chegado ao resultado oposto.

Torna-se, portanto, relevante analisar o impacto do indicador escolhido na conclusão a retirar, e analisar se de facto as EFs detêm um desempenho económico e financeiro superior ao das ENFs.

A primeira decisão importante para a execução deste Relatório de Estágio passou pela definição da amostra. Usamos a base de dados AMADEUS e adotamos o critério de identificação de empresas familiares usado por Belenzon e Zarutskie (2012), que utilizaram a mesma base de dados. Uma vez que o método de identificação das empresas familiares envolve a verificação, empresa a empresa, dos nomes dos acionistas, limitações de tempo forçaram-nos a centrar a atenção às empresas localizadas em Portugal que operam em apenas quatro indústrias tradicionais: indústria têxtil (NACE 13), indústria de artigos de vestuário (NACE 14), indústria de produtos em

pele e produtos relacionados (NACE 15) e indústria da madeira e de produtos de madeira e cortiça, exceto móveis, fabricação de artigos de palha e cestaria (NACE 16). Destas empresas, excluímos as empresas cotadas, as empresas estrangeiras, as empresas com capitais públicos e as sociedades anónimas. Definiu-se, assim, uma amostra de 1072 empresas, das quais 706 foram codificadas como empresas familiares.

Foram estimados 3 Modelos com o objetivo de apurar se as EFs detêm um desempenho superior ou inferior às ENFs. Para o Modelo 1 foi utilizado como medida de desempenho um indicador económico (o logaritmo da Produtividade do trabalho) e para os modelos restantes foram utilizados como indicadores de desempenho dois indicadores financeiros: o ROA e o ROE. Mediante suas estimações, foi possível perceber que não houve evidência estatística de diferenças na produtividade e rentabilidade entre as EFs e ENFs, à grande exceção da análise ao desempenho através do ROA (Modelo 3) medido pela dimensão VAB, por existir alguma evidência, ainda que marginal, de um desempenho superior para as EFs. Perante isto, é possível afirmar que devido à escolha do indicador não parece ser relevante para uma análise do desempenho das empresas.

Este estudo permitiu recolher evidência para Portugal e para um conjunto restrito de setores tradicionais de que a escolha dos indicadores, sejam económicos ou financeiros, que as empresas de consultadoria usem na análise ao desempenho das suas empresas, não terá um impacto relevante na sua análise e conclusões. Este é um resultado que a empresa *Outros Símbolos, Lda.* poderá ter em conta quando enfrenta a necessidade de escolher um indicador de desempenho das empresas

5.2. Limitações do estudo

A primeira dificuldade encontrada nesta investigação esteve relacionada com a recolha da amostra de empresas familiares e não familiares. Inicialmente estava previsto utilizar a carteira de clientes da empresa onde foi efetuado o estágio curricular de forma a efetuar uma análise de perto e mais pormenorizada do desempenho das empresas. Esta hipótese tornou-se inexecutável devido à inexistência de ENFs na carteira de clientes da empresa.

A revisão de literatura evidencia que, dentro do grupo das EFs, pode haver diferenças no desempenho, dependendo de quem detém a propriedade e a gestão. Inicialmente, era pretendido investigar esta questão numa amostra de empresas retirada das empresas clientes do gabinete, mas mais uma vez não foi possível pois em todas as empresas clientes do gabinete a mesma pessoa que geria era a mesma que detinha a propriedade da empresa. Esta será uma questão a explorar em trabalhos posteriores.

Por fim, visto ser impossível utilizar uma amostra constituída pelas empresas clientes do gabinete foi decidido utilizar a base de dados AMADEUS de forma a recolher um grupo de empresas familiares e não familiares a operarem em Portugal. Devido ao elevado número de empresas e à dificuldade em classificar todas aquelas que eram EFs, decidimos restringir a nossa análise às empresas das quatro indústrias tradicionais referidas. Seria interessante replicar o estudo considerando uma amostra de empresas diferente, por exemplo considerando um conjunto de indústrias intensivas em tecnologia.

Outras especificações, com outras variáveis, devem ser igualmente testadas.

Referências

- Allouche, J., Amann, B. & Jaussaud, J. a. K. T., 2008. The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Business in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review*, 21(4), pp. 315-329.
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M., 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Junho, Volume LVIII, NO.3, pp. 1301-1328.
- Andres, C., 2008. Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 431-445.
- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A., 2010. Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, Março, Volume 1, pp. 88-96.
- Barontini, R. & Caprio, L., 2006. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), pp. 689-723.
- Baumol, W. J., 1961. What can economic theory contribute to managerial economics?. *American Economic Review*, 51(2), pp. 142-146.
- Belzon, S. & Zarutskie, R., 2012. *Married to the Firm? Family Ownership, Performance, and Financing in Private Firms*. USA: Duke University.
- Berg, B.-J., 2014. *Determinants of Firm Performance in Family Business*. The Netherlands: University of Twente, Faculty of Management and Governance.
- Berle, A. A. & Means, G. C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick (U.S.A) and London (U.K.): Transaction Publishers.
- Cho, H.-J. & Pucik, V., 2005. Relationship between innovativeness quality, growth, profitability, and market value. *Strategic Management Journal*, Volume 26, pp. 555-575.
- 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), pp. 335-354.
- Chu, W., 2009. The influence of family ownership on SME performance: evidence from public firms in Taiwan. *Small Bus Econ*, Volume 33, pp. 353-373.
- Colli, A., 2002. *Family business historical and comparative perspectives*. UK: Cambridge University Press.
- Correia, S., 2013. *Determinantes do desempenho económico das empresas familiares portuguesas: será a inovação relevante?*, Porto: Universidade do Porto.
- Cronqvist, H. & Nilsson, M., 2003. Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), pp. 695-719.
- Cucculelli, M. & Micucci, G., 2008. Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), pp. 17-31.
- Daily, C. M. & Dollinger, M. J., 1992. An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms. *Family Business Review*, 5(2), pp. 117-136.

- Douma, S. W. & Schreuder, H., 2008. *Economic approaches to organization*. 4 ed. England: Pearson Education.
- Economics, L., 2002. *Family business: do they perform better?*, Dublin 18, Ireland : European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions .
- Erbetta, F., Menozzi, A., Corbetta, G. & Fraquelli, G., 2013. Assessing family firm performance using frontier analysis techniques: Evidence from Italian manufacturing industries. *Journal of Family Business Strategy*, Abril, Volume 4, pp. 106-117.
- Favero, C. A., Giglio, S. W., Honorati, M. & Panunzi, F., 2006. *The Performance of Italian Family Firms*. London: ECGI Finance Working Paper.
- Filatotchev, I., Lien, Y.-C. & Piesse, J., 2005. Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management* , 22(3), pp. 257-283.
- Garcia-Castro, R. & Aguilera, R. V., 2014. Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry. *Journal of Family Business Strategy*, Volume 5, pp. 85-96.
- Górriz, C. G. & Fumás, V. S., 1996. Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain. *Managerial and Decision Economics*, Volume 17, pp. 575-586.
- Hamilton, J., Rahman, S. & Lee, A. C., 2009. EVA: Does Size Matters?. *Pacific Basin Financial Market an Polices* , 12(2), pp. 267-287.
- Hamlyn, B., 1994. *The Quest for Growth: A Survey of UK Private Companies*. London: s.n.
- Hamlyn, B., 1994. *The Quest for Growth: A Survey of UK Private Companies*. London: Binder Hamlyn.
- Hayward, S., 1992. *The Performance of Family Firms*. London: s.n.
- Hayward, S., 1992. *The Performance of Family Firms*. London: Stoy Hayward.
- Isakov, D. & Weisskopf, J.-P., 2009. *Family Ownership, Multiple Blockholders and Firm Performance*. Paris: AFFI-EUROFIDAI.
- Jónsson, B., 2007. Does the size matter? The relationship between size and profitability of Icelandic firms.. *Bifrost Journal of Social Science*, Volume 1, pp. 43-55.
- King, M. R. & Santor, E., 2008. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance* , 32(11), pp. 2423-2432.
- Kortelainen, P., 2007. *The Effect of Family Ownership on Firm Performance: Empirical Evidence from Norway*, Lappeenranta: Kauppateellinen tiedekunta.
- Kotane, I., 2015. Evaluating the importance of financial and non-financial indicators for the evaluation of company's performance. *Management Theory and Studies for Rural Business and Infrastructure Development*, 37(1), pp. 80-94.
- Laband, D. N. & Lentz, B. F., 2001. *Like Father, Like son: Toward an Economic Theory of Occupational Following*. s.l.:Copyright .

- Lauterbach, b. & Vaninsky, 1999. Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel.. *Journal of Management and Governance*, 3(2), pp. 189-201.
- Lee, J., 2004. The Effects of Family Ownership and Management on Firm Performance. *Advanced Management Journal*, Volume 69, pp. 46-53.
- Lee, J., 2006. Family Firm Performance: Further Evidence. *Family Business Review*, Junho.
- Lee, J., 2009. Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), pp. 189-203.
- Lindow, C. M., Stubner, S. & Wulf, T., 2010. Strategic fit within family firms: The role of family influence and the effect on performance. *Journal of Family Business Strategy*, 1(3), pp. 167-178.
- Litz, R. A., 1995. The family business: Toward definitional clarity.. *Family Business Review*, 8(2), pp. 71-81.
- Liu, W., Yang, H. & Zhang, G., 2012. Does family business excel in firm performance? An institution-based view. *Asia Pacific Journal of Management* , 29(4), pp. 965-987.
- Majumdar, S. K., 1997. The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, Volume 12, pp. 231-241.
- Mannarino, L., Pupo, V. & Ricotta, F., 2011. *Family involvement in management and firm performance: Evidencce from Italy*. Italy: University of Calabria.
- Marris, R., 1963. A model of the "managerial enterprise".. *The Quarterly Journal of enterprise*, 77(2), pp. 185-209.
- Martínez, J. I., Stohr, B. S. & Quiroga, B. F., 2007. Family Ownership and Firm Performance: Evidence From Public Companies in Chile. *Family Business Review*, Junho, Volume XX, no. 2, pp. 83-94.
- Maury, B., 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, Junho, Volume 12, pp. 321-341.
- Mazzi, C., 2011. Family Business and Financial Performance: Current State of Knowledge and Future Research Challenges. *Journal of Family Business Strategy*, Volume 2, pp. 166-181.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H. & Fialko, A. S., 2001. Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), pp. 31-49.
- Miller, D. & Breton-Miller, I. L., 2006. Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship and Capabilities. *Family Business Review* , Volume XIX, pp. 73 - 87.
- Miller, D., Breton-Miller, I. L., Lester, R. H. & Jr., A. A. C., 2007. Are family firms really superior performers?. *Journal of Corporate Finance* , Maio, Volume 13, pp. 829-858.
- Miller, D. L. B.-M. I. & Scholnick, B., 2008. Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses. *Journal of Management Studies*, 45(1), pp. 51-78.
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. d. M. & Lisboa, I., 2014. The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, Março, Volume 5, pp. 156-168.

- Monea, M. & Guta, A. J., 2011. The Relevance of the Performance Indicators in Economic and Financial Diagnosis. *Annals of the University of Petrosani, Economics*, 11(4), pp. 207-214.
- Moschandreas, M., 2000. *Business economics*. Second Edition ed. USA and Canada: Cengage Learning EMEA.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjoberg, K. & Wiklund, J., 2007. Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms. *Family Business Review*, March, 20(1), pp. 33-47.
- Niresh, A. J. & Velampy, T., 2014. Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(4), pp. 57-64.
- Nordqvist, M., Hall, A. & Melin, L., 2008. *Methodology and Family Business Studies: The Interpretative Approach*. Jönköping: CeFEO - Center for Family Enterprise and Ownership.
- Pantea, M. I., Munteanu, V., Gligor, D. & Sopoian, D., 2008. The Managerial Performances Evaluation through the Economic Value Added. *European Research Studies*, 11(4), pp. 83-100.
- Pérez-González, F., 2006. Inherited Control and Firm Performance. *American Economic Review*, 96(5), pp. 1559-1588.
- Pintea, M.-O. & Achim, M.-V., 2010. Performance - An Evolving Concept. *Economic Sciences Series*, 2(38).
- Rutherford, M. W., Kuratko, D. F. & Holt, D. T., 2008. Examining Link Between "Familianness" and Performance : Can the F-PEC Untangle the Family Business Theory Jungle?. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), pp. 1089-1109.
- Saito, T., 2008. Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of The Japanese and International Economies*, Junho, Volume 22, pp. 620-646.
- Santos, J. B. & Brito, L. A., 2012. Toward a Subjective Measurement Model for Firm Performance. *Brazilian Administration Review*, 9(6), pp. 95-117.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. & Dino, R. N., 2003. Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing* , 18(4), pp. 473-490.
- Sciascia, S. & Mazzola, P., 2008. Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, 21(4), pp. 331-345.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. & Chua, J. H., 1997. Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges. *Family Business Review*, 10(1), pp. 1-36.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), pp. 461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.
- Sirmon, D. G. & Hitt, M. A., 2003. Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practise*, 27(4), pp. 339-358.
- Sraer, D. & Thesmar, D., 2007. Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association* , 4(5), pp. 709-751.

Steier, L., 2003. Variants of agency contracts in family-financed ventures as a continuum of familial altruistic and market rationalities. *Journal of Business Venturing* , Volume 18, pp. 597-618.

Villalonga, B. & Amit, R., 2004. How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics* , Volume 80, pp. 385-417.

Villalonga, B. & Amit, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, Volume 80, pp. 385-417.

Westhead, P. & Cowling, M., 1996. *Performance Contrasts Between Family and Non Family Unquoted Companies in the United Kingdom*. Warrick: ISSN 0964-9328 - CSME Working Papers.

Westhead, P. & Cowling, M., 1997. Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 3 (1), pp. 30-52.

Westhead, P. & Howorth, C., 2006. Ownership and Management Issues Associated With Family Firm Performance and Company Objectives. *Family Business Review* , 19(4), pp. 301-316.

Williamson, O., 1963. Managerial discretion and business behavior.. *The American Economic Review*, 53(5), pp. 1032-1057.

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), pp. 363-381.