

Rosana Sofia Rodrigues Gonçalves

O Efeito Geracional no Desempenho Empresarial



Novembro de 2014

Rosana Sofia Rodrigues Gonçalves

O Efeito Geracional no Desempenho Empresarial

Tese de Mestrado

Mestrado em Finanças Empresariais

Professor Doutor António Pedro Soares Pinto

Professora Doutora Carla Manuela Ribeiro Henriques

Novembro de 2014



Agradecimentos

Gostaria de manifestar o meu sincero agradecimento a todos os que contribuíram para a concretização desta dissertação.

Ao Professor Doutor Pedro Pinto e à Professora Doutora Carla Henriques, pelo apoio, orientação, disponibilidade e dedicação demonstrada.

A todas as empresas que se demonstraram disponíveis em fazer parte deste estudo.

Por último gostaria de agradecer à minha família e amigos, por todo o apoio prestado.

Índice

Resumo.....	6
Abstract	7
1. Introdução.....	8
2. Revisão da Literatura.....	10
3. Hipóteses e Metodologia de Investigação	18
3.1 População e Recolha de Dados	18
3.2 Variáveis, Procedimentos Estatísticos e Definição de Hipóteses	21
3.3 Definição das Hipóteses	24
4. Resultados e Discussão.....	28
4.1 Descrição da Amostra.....	28
4.2 Efeito da geração na rendibilidade das empresas	35
4.3 Efeito da concentração da propriedade sobre a rendibilidade	36
4.4 Efeito da propriedade interna sobre a rendibilidade.....	36
4.5 Relação entre a geração e propriedade interna sobre a rendibilidade – Modelo com Interação	37
4.6 Variáveis de controlo.....	38
5. Conclusão.....	40
6. Bibliografia	41

Índice dos Gráficos

Gráfico 1: Evolução da dimensão das empresas em 2006 e 2012.....	19
Gráfico 2: Crescimento anual das empresas entre 2006 e 2012.....	19
Gráfico 3: Dimensão das empresas na região de Viseu.....	20
Gráfico 4: Classificação das empresas em função da geração.....	29
Gráfico 5: Classificação das empresas em função da dimensão.....	29
Gráfico 6: Classificação das empresas em função da rendibilidade.....	30
Gráfico 7: Distribuição das empresas por dimensão e idade.....	30
Gráfico 8: Análise do volume de negócios em função da dimensão empresarial.....	31
Gráfico 9: Análise do ativo total em função da dimensão empresarial.....	32
Gráfico 10: Distribuição da geração em função da dimensão.....	33

Índice das Tabelas

Tabela 1: Variáveis em estudo e método de cálculo.....	23
Tabela 2: Estatística descritiva.....	28
Tabela 3: Análise da idade das empresas.....	31
Tabela 4: Análise do volume de negócios das empresas.....	32
Tabela 5: Análise do ativo total das empresas.....	33
Tabela 6: Análise da rentabilidade para as empresas micro e não micro.....	34
Tabela 7: Impacto da geração na rentabilidade.....	35
Tabela 8: Impacto da geração e da concentração de propriedade na rentabilidade	36
Tabela 9: Impacto da geração e da propriedade interna na rentabilidade.....	37
Tabela 10: Impacto da interação entre a geração e a propriedade interna na rentabilidade.....	38
Tabela 11: Influência das variáveis de controlo.....	39

Lista de Siglas Utilizadas

AEP – Associação Empresarial de Portugal

APEF - Associação Portuguesa de Empresas Familiares

AT – Ativo Total

CEO – *Chief Executive Officer*

MLP – Médio e Longo Prazo

PME – Pequena Média Empresa

RO – Resultado operacional

ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibérios

Resumo

Na investigação desenvolvida em torno do efeito geracional, a análise dos problemas originados pela divergência de interesses entre gerações têm ganho relevância.

Quando a natureza do principal proprietário é uma pessoa física ou um grupo familiar, a evidência empírica, continua a revelar dificuldades na avaliação do impacto desta no desempenho. A especificidade destas empresas, ao nível da assimetria de informação, da divergência de interesses nas relações estabelecidas entre os diferentes participantes e o peso que assumem no setor empresarial, confere-lhes um papel relevante.

O presente estudo visa perceber de que forma a geração condiciona a rendibilidade das empresas familiares.

A investigação incide sobre um conjunto de empresas familiares portuguesas com sede na região de Viseu.

Os resultados obtidos sugerem que nas empresas “não micro” (com mais de cinco trabalhadores), a gestão praticada pelos proprietários fundadores é fonte de maior rendibilidade, face às restantes gerações. Constatou-se também que a propriedade interna, exerce influência significativa sobre a rendibilidade das empresas que estão na primeira geração, verificando-se que à medida que esta aumenta a rendibilidade tende a diminuir.

Palavras Chave: Rendibilidade, Empresas Familiares, Geração, Dimensão Empresarial, Propriedade Interna.

Abstract

In research carried out around the generational effect, analyses of problems caused by the divergence of interests between generations have gained relevance. When the nature of the principal owner is an individual or a family group, the empirical evidence continues to show difficulties in assessing the impact of this performance. The specificity of these companies, the level of information asymmetry, the divergence of interests in the relations established between the different participants and the weight they play within the business sector, gives them an important role.

This study aims to understand how the generation affects the profitability of family businesses.

The research focuses on a set of Portuguese family business based in Viseu region.

The results suggest that the company "did not micro" (with more than five employees), the management practiced by the founding owners is a source of increased profitability, compared to the other generations. It was also found that the internal property, has significant influence on the profitability of companies that are in the first generation and it was observed that as this increases the profitability tends to decrease.

Keywords: Profitability, Family Business, Generation, Business Dimension, Internal Property

1. Introdução

Este trabalho pretende avaliar a influência do efeito geracional no desempenho empresarial das empresas familiares da região de Viseu.

O estudo propõe-se, assim, focar o efeito que as diferentes gerações têm na rentabilidade das empresas. Esta questão prende-se com a importância que o líder tem nas empresas familiares e com um correto planeamento de sucessão empresarial.

A importância das empresas familiares tem gerado nos últimos anos um abundante debate, expresso na literatura através de inúmeros trabalhos (La Porta *et al.* 2000, Arosa *et al.* 2010 e García *et al.* 2011).

Um dos propósitos das empresas familiares é perpetuar o controlo empresarial do fundador por várias gerações, tendo isto impacto direto na rentabilidade da empresa. Na primeira geração, a propriedade está concentrada no núcleo familiar e a direção normalmente recai no fundador. Contudo, as relações tornam-se mais complexas à medida que a empresa cresce e fica sujeita a processos de sucessão. Esta linha de investigação desenvolve-se em torno dos problemas que a separação de propriedade e controlo originam, constituindo um ponto de partida para as análises que procuram identificar mecanismos de controlo que possam atenuar os custos de agência.

Nas pequenas empresas de cariz familiar, o processo sucessório é a decisão estratégica mais importante que a empresa tem que tomar, pois é a partir dessa decisão que se escolhe o novo líder, sendo essa escolha, fator determinante da decadência do negócio empresarial ou da sua expansão (Neubauer *et al.*, 1991). No entanto, a passagem de testemunho do fundador para os sucessores pode culminar no fracasso da empresa, em parte devido à dependência organizacional face ao líder (Feltham *et al.*, 2005). A dependência da figura do proprietário na gestão da empresa tem impacto direto na rentabilidade. Os estudos sobre empresas familiares refletem a importância da figura do fundador, afirmando que o proprietário é fonte de melhor desempenho em relação aos seus sucessores (Baraontini *et al.* 2006, Villalonga *et al.* 2006, García *et al.* 2011), ou seja, o fundador concede à empresa capacidades de gestão, ao contrário dos seus sucessores que intervêm menos para a produtividade e a eficiência da empresa (Anderson e Reeb, 2003).

O trabalho tem como objeto de estudo a influência da geração na rentabilidade das empresas familiares da região de Viseu.

A seleção das empresas para objeto deste estudo, prende-se com o facto do tecido empresarial da região ser maioritariamente constituído por empresas familiares de pequena dimensão, geridas pelos seus fundadores. Consideramos ainda que a insuficiência de estudos no contexto das empresas portuguesas e, da região de Viseu em particular, constitui um impulso determinante na realização deste trabalho.

Relativamente à organização do trabalho, encontra-se dividido em cinco secções. Na secção seguinte procura-se contextualizar a problemática das relações internas estabelecidas e a sucessão empresarial. A terceira é dedicada à metodologia, caracterização da amostra, formulação de hipóteses e apresentação dos modelos propostos para as avaliar. Na quarta apresentam-se os resultados. E por fim, a última secção refere-se às conclusões.

2. Revisão da Literatura

Os estudos empíricos sobre a estrutura de propriedade e o controle das empresas foram desenvolvidos pela primeira vez por, Adam Smith em 1776 em “*The Wealth of Nations*”. Um século e meio depois, Berle e Means (1932) publicaram “*The Modern Corporation and Private Property*”, trazendo à discussão a problemática da estrutura de propriedade, nomeadamente a separação de propriedade e controle empresarial.

O governo da empresa ou *corporate governance* foi desenvolvido no início da década de 1990 nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, centrado no conflito de interesses entre investidores (proprietários e credores) e gestores (García, 2005). O conceito está associado às relações formais e informais estabelecidas entre os vários intervenientes da empresa, dando a literatura particular relevância às estabelecidas entre: i) proprietários e gestores, ii) proprietários majoritários e minoritários, iii) proprietários e credores, e ainda com os trabalhadores e clientes (Shleifer *et al.*, 1986).

No âmbito da primeira relação (proprietário – gestor), a propriedade e controle assumem especial relevância. Quando o papel de proprietário e gestor é desempenhado pelo mesmo indivíduo, não existem conflitos. No entanto à medida que a separação ocorre, surgem ineficiências empresariais, constituindo a teoria de agência um importante marco conceptual (Jensen e Meckling, 1976). A relação de agência estabelece-se sempre que um indivíduo depende da ação de outro (McGuire *et al.*, 1991). Mais especificamente, Jensen e Meckling (1976) consideram que uma relação de agência estabelece-se através de um contrato explícito em que uma parte, o agente (gestor), compromete-se a levar a cabo determinadas ações em proveito da outra, o principal (proprietário). É um contrato que geralmente incorpora delegação de autoridade, de tal forma, que o agente toma decisões em nome do principal.

Os problemas de agência decorrem do risco moral e da assimetria de informação, agravados pelo comportamento de quem detém a maioria da informação e acesso a informações privilegiadas (Jensen e Meckling, 1976).

A literatura refere a existência de assimetrias de informação, quando um dos elementos possui informação que o outro não detém, ou seja, a informação é

distribuída de forma imperfeita pelos agentes, sendo assim fonte de conflitos (Stiglitz 1985, Milgrom e Roberts 1992). A assimetria dá origem a: i) informação oculta ou seleção adversa (*adverse selection*) – uma das partes dispõe *a priori* de informação privada, sobre determinados estados de natureza não observáveis pela outra, e ii) ações ocultas ou risco moral (*moral hazard*) – ações *a posteriori* não observáveis, adotadas por uma das partes com o propósito de maximizar a sua utilidade em detrimento da outra (Williamson, 1985). O principal pode reduzir o comportamento desviante do agente em relação ao contratualmente estabelecido, instituindo um sistema de incentivos ou suportando custos de agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência decorrem da elaboração dos contratos entre o principal e o agente, da supervisão e controlo da atividade do agente, da sua honestidade e das perdas que decorrem da não maximização do valor empresarial.

A teoria de agência constitui um importante referencial teórico para analisar os problemas de: i) agência – que decorrem das relações entre investidores (proprietários e credores) e os gestores, e ii) discricionariedade diretiva – comportamento oportunista dos gestores (Eisenhardt, 1985). Os problemas de agência sucedem quando ocorrem conflitos de interesses, entre quem detém a propriedade e a gestão. Em parte, os problemas de agência podem ser reduzidos através do controlo da informação privilegiada e do desempenho da empresa. Os autores Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983) e Demsetz e Lehn (1985), revelam que o controlo das duas variáveis é uma das contribuições mais relevantes, para reduzir os problemas de agência entre as diferentes partes interessadas.

No contexto da teoria da agência, os conflitos entre os vários intervenientes da empresa originam custos, pelo que, devem ser desenvolvidos mecanismos de controlo empresarial que permitam minimizá-los. A classificação mais consensual permite agregá-los em dois grupos: um que engloba os mecanismos de controlo externo, e outro denominado de controlo interno. Os mecanismos externos são descritos por Jensen (1993), como a presença da empresa num mercado de aquisição hostil e pela existência dum mercado de trabalho competitivo. Por outro lado, os mecanismos internos são utilizados como meios de monitorizar o comportamento dos gestores e criar incentivos, para que atuem no sentido de maximizar o valor da empresa, tais

como, sistemas de incentivos, composição do conselho de administração e a estrutura de propriedade (Silva, 2009). Mas não só, a concentração de propriedade é também um instrumento fundamental, no sentido de regular as relações entre os proprietários majoritários e minoritários. Os mecanismos internos e externos procuram minimizar os conflitos de interesses entre os proprietários e gestores, garantindo, total transparência nas informações prestadas, tomadas de decisão que procuram maximizar o valor empresarial e a diminuição dos problemas de agência.

A revisão da literatura tem dado especial relevo a dois importantes eixos de estudo: i) a relação entre proprietários e gestores (desempenhando a propriedade de gestão um papel importante) e, ii) a relação entre proprietários majoritários e minoritários (assumindo a concentração de propriedade uma função de relevo).

Como já foi referido, o conceito de governo da empresa está associado a um conjunto de relações que são estabelecidas entre os vários *stakeholders*, das quais se destacam: as relações entre proprietários/gestores, proprietários majoritários/minoritários e entre proprietários e credores.

A intervenção dos gestores deve procurar os interesses da empresa, no entanto, quando os objetivos não são comuns acabam por gerar conflitos. A falta de consenso entre as partes surge, da delegação de competências para as tomadas de decisão dos gestores, estes por terem objetivos pessoais divergentes da maximização da riqueza do proprietário, passam a decidir em prol dos seus interesses particulares, em detrimento do melhor benefício para a empresa. Neste sentido, os mecanismos de controlo devem impedir os gestores de tomarem decisões que prejudiquem a rentabilidade empresarial, e desenvolver um fenómeno designado na literatura por “entrenchamento” (Costa, 1998). De acordo com Berger, Ofek e Yermack (1997), “entrenchamento”, reflete a situação em que os gestores ficam imunes à disciplina imposta por um vasto conjunto de mecanismos de controlo. O nível de “entrenchamento” pode ser controlado por vários fatores, sendo de realçar o peso da propriedade detida pelos gestores e pelo poder de voto na tomada de decisões (Demsetz 1983, Fama e Jensen 1983b, Bebchuk, Cohen, e Ferrell, 2009).

Para além dos problemas que resultam das divergências de interesses entre o gestor e o proprietário, a teoria da agência contempla a atitude face ao risco, na medida em

que, o principal e o agente tomam decisões diferentes mediante o risco que estão dispostos a correr (Eisenhardt, 1989). Assim, a literatura sugere a criação de incentivos que conduzam à minimização de conflitos. As divergências entre os detentores de capital e os gestores podem ser minimizadas com o recurso a incentivos, que levem o gestor a atuar de acordo com os interesses do proprietário (Jensen e Meckling, 1976). Ou seja, para os autores a definição dum plano remuneratório, a monitorização da tomada de decisão, a intervenção direta do principal junto do agente e a propriedade detida pelo gestor, constituem um importante incentivo na resolução de conflitos.

A relação estabelecida entre os proprietários é um fator propenso à criação de problemas de agência, isto é, a elevada concentração de propriedade desloca a atenção da relação entre proprietário e gestor, para os conflitos gerados entre proprietários majoritários e minoritários (Claessens *et al.*, 2002). A prevalência dos proprietários controladores na tomada de decisão, propicia a expropriação de riqueza dos minoritários através de práticas como: i) pagamento excessivo de salários, ii) atribuição de benefícios privados e iii) resistência a ações vantajosas para os restantes proprietários como, liquidações, fusões e cisões (Caixe *et al.*, 2013).

Para além dos conflitos referidos, a literatura enumera também os que decorrem das relações entre os proprietários e credores, nomeadamente quando a empresa passa por períodos de dificuldade. As decisões tomadas prejudicam os credores em benefício dos proprietários, utilizando para isso uma estratégia egoísta, que assume riscos elevados na escolha de projetos financiados com recurso a capital alheio. A utilização deste tipo de estratégia consiste, na escolha de projetos mais arriscados do que desejariam os credores. Isto é, se o projeto gerar elevada rendibilidade, a maior parte dos ganhos reverte para os proprietários, uma vez que os credores têm direito apenas à parcela fixa de juros. Por outro lado, se for inviável, a maior parte dos prejuízos recai sobre os credores, se a empresa não conseguir assumir os seus compromissos (Jensen e Meckling, 1976).

O *Corporate Governance* está associado à ideia de que existe uma questão de partilha de poder e de resultados entre as diversas partes, cujos interesses nem sempre são coincidentes. No entanto este conceito é apreendido de forma diferente nos diversos

países, reportando-se a pessoas ou instituições distintas e a naturezas diversas em função do sistema político/legal (ex: proteção legal dos investidores) (Shleifer e Vishny, 1997). Apesar das diferenças, existe consenso na literatura em agregar os sistemas de governo empresarial em torno de dois modelos: i) modelo anglo-saxónico (*Outsider System* ou *Market Oriented*) e ii) modelo continental/japonês (*Insider System* ou *Bank Oriented*).

No âmbito dos mecanismos de controlo interno, a estrutura de propriedade constitui um elemento fundamental do governo, apresentando características distintas em cada um dos diferentes modelos. No modelo anglo-saxónico, as empresas apresentam maior dimensão e elevada dispersão de capital, com uma clara separação entre propriedade e gestão (Kaplan 1997, Franks e Mayer 1998). O mercado exerce um maior controlo face ao modelo continental, porque a propriedade é dispersa, o que leva à diminuição do controlo interno. Neste sistema, a maior concentração de capital faz-se acompanhar por um maior número de participações cruzadas como instrumento de controlo (González e González, 2008). No modelo continental a propriedade está muito concentrada e existe um forte controlo familiar (La Porta *et al.* 1999, Facio e Lang 2002). Este modelo caracteriza-se por uma certa passividade dos detentores de capital e investidores institucionais, pelo facto, do conselho de administração nem sempre ser independente da direção (impedindo uma eficaz fiscalização) e pela ausência de um controlo ativo do mercado empresarial (Jensen 1993, Gedajlovic e Shapiro, 2002). Neste modelo prevalece a empresa familiar com origem numa organização controlada e dirigida por um empreendedor (Gersick *et al.*, 1997).

Na literatura existem várias definições em torno da empresa familiar. Desde do trabalho inicial de Christensen (1953) até ao presente, ainda não foi possível encontrar um corpo teórico convergente e unificado. Podem facilmente ser identificadas na literatura inúmeras características associadas à empresa familiar: i) um membro da família está na sua origem; ii) os membros da família participam na propriedade; iii) os valores institucionais identificam-se com a figura do fundador; iv) sucessão ligada ao fator hereditário (Leone, 1991); v) gerida numa base de transmissão de geração em geração, para atingir uma visão formal ou implícita da empresa, sendo propriedade de uma única família ou de um pequeno número de famílias (Sharma, Chrisman e Chua,

1999); vi) a família detém o controlo, nomeia a gestão e alguns dos seus membros participam e trabalham na empresa (APEF, 2014); vii) o proprietário detém pelo menos 50% da propriedade (Anderson e Reeb, 2003 e Wang, 2006).

Como se pode verificar, está longe de se encontrar um consenso em torno da empresa familiar. Contudo, podem ser identificados elementos comuns que prevalecem entre os diferentes autores, nomeadamente, a relação familiar, a propriedade, a gestão ativa do negócio e a garantia de assegurar a continuidade geracional.

As empresas familiares como as restantes são influenciadas pelas relações empresariais, no entanto, têm associadas laços de interdependência familiar muito fortes (Correia, 2003). Os estudos empíricos centrados nestas empresas revelam que, a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho sofre alterações significativas em função da geração (Arosa *et al.*, 2010). A primeira geração está fortemente centralizada no fundador e no núcleo familiar, prevalecendo uma convergência de interesses muito forte, pelo que os custos de agência assumem pouca relevância (Lester e Canella, 2006). O equilíbrio de forças permite reduzir os custos de agência de formas distintas: i) a concentração de propriedade reduz os conflitos, ii) a tomada de decisão tem horizontes temporais dilatados (Bartholomeuz e Tanewski 2006) e iii) a presença do controlo familiar garante maior supervisão da gestão pela presença (participação) dos seus membros, reduzindo deste modo, os inconvenientes associados à separação da propriedade e controlo (Fama e Jensen, 1983b).

Estas empresas apresentam-se com uma realidade económica e social que não deve ser ignorada, devendo ser estudadas de modo particular pelas características que apresentam (Alves, 2004). A relação entre a família e a empresa condiciona, em muitas circunstâncias, as decisões mais importantes no seio da organização, na medida em que ocorre uma sobreposição destas duas realidades (Ussman, 2004). Como principais vantagens relativamente às restantes, a referir: i) prevalência de interesses comuns (os laços afetivos entre as pessoas e a forma como atuam em prol de um objetivo comum); ii) confiança mútua e autoridade definida e reconhecida (minimiza as lutas pelo poder e as intenções menos claras, quer entre trabalhadores e linhas hierárquicas); iii) facilidade de transmissão da informação (comunicação intensa e fluída, sem barreiras e com confiança entre as pessoas); iv) flexibilidade de processos

(maior simplicidade da estrutura da organização, contribuindo para a delegação de funções, autonomia e flexibilização dos sistemas de informação e de controlo; v) execução de projetos a longo prazo (planos elaborados para o futuro, a pensar na família e sucessores que garantam a continuidade do negócio) e iv) permanência da cultura e valores (organizações marcadas pela cultura e pelos valores definidos pelo seu fundador) (Gallo, *et al.* 1996, Martins, *et al.* 1999).

No entanto deparam-se com alguns constrangimentos, nomeadamente: i) não existe separação entre a propriedade e a gestão (ausência de um elemento com competências para dar continuidade ao negócio); ii) maior isolamento da envolvente negocial (ignora as alterações do meio, dos produtos e dos clientes); iii) dificuldades em acompanhar as regras do mercado (a empresa é pouco flexível na capacidade de adaptação ao mercado, fruto da elevada centralização de poder no fundador); iv) forte relação (interdependência) entre os laços afetivos e contratuais (não existe distinção clara entre a vida familiar e empresarial); v) problemas de sucessão (a falta de “sangue novo” pode comprometer a capacidade de inovação da empresa, verificando-se uma forte resistência à saída do fundador) e vi) ausência de clareza nos processos (o controlo e a fiscalização da atividade da gestão é menos rigoroso, ficando assim mais exposta a irregularidades (Gallo, *et al.* 1996, Martins, *et al.* 1999).

A gestão das empresas familiares está inicialmente nas mãos do seu fundador, e gradualmente os sucessores vão desempenhando um papel cada vez mais relevante na gestão da empresa. À medida que a empresa cresce e se desenvolve, os seus descendentes sentem a necessidade de recorrer a elementos externos. Para Miller e Rice (1988), estas tendem a manter a gestão do negócio no seio do agregado familiar. No entanto, na medida em que ganham dimensão, os problemas tornam-se mais complexos e na ausência de resposta interna, recrutam no exterior as capacidades necessárias, sob pena de não poderem garantir a sua sobrevivência. Acompanhando o crescimento da estrutura da empresa estabelecem-se e desenvolvem-se novas relações no seu seio, tendencialmente mais complexas, ampliadas com os problemas de sucessão.

Os estudos centrados nestas empresas referem, que a sua sobrevivência está diretamente relacionada com o processo sucessório, a profissionalização da gestão e

com os conflitos familiares gerados (Fujioka, 2002). Quando o fundador transmite para a geração seguinte, a cultura e a filosofia da vida familiar, condiciona o modo como a gestão é exercida. Em muitas circunstâncias, a experiência acumulada não é absorvida pelos sucessores, e a separação do património pessoal e empresarial é pouco nítida, estando na sua origem a: i) utilização indevida dos recursos empresariais, ii) ausência de sistemas de planeamento financeiro, iii) resistência à modernização, e por fim, iv) contratação de pessoas por afinidade pessoal e não pela sua competência técnica (Lodi, 1998). As dificuldades na sucessão decorrem da ausência de fronteiras nítidas entre o domínio familiar e empresarial (Magretta, 1998 e Matthews, *et al.* 1999). Para os autores, quando surgem problemas na empresa, estes têm que ser identificados e resolvidos atempadamente, sob pena de comprometerem o desempenho e o futuro da organização.

Os estudos empíricos (Fritz 1993, Morris *et al.* 1998, Oliveira 1999, Venter, *et al.* 2005) revelam que cerca de 30% das empresas familiares sobrevivem na segunda geração e apenas 14% na terceira.

A transferência de poder não é imediata, carece tempo de maturação, pelo que deve ser levado em conta um conjunto de aspetos, a saber: o processo de aprendizagem dos descendentes, o relacionamento que se estabelece com o fundador, a confiança mútua e o planeamento do processo sucessório (Lodi, 1987 e Morris *et al.*, 1998). Para garantir o seu êxito tornar-se-á necessário preparar a geração seguinte que vai assumir a gestão, sendo esta, determinante na sobrevivência empresarial (Ward, 1987, Weinstein, 1999 e Venter *et al.*, 2005).

3. Hipóteses e Metodologia de Investigação

Tendo por base o referencial teórico desenvolvido nas secções anteriores deste estudo, pretende-se avaliar a influência do efeito geracional no desempenho empresarial. Isto é, perceber de que modo os problemas de agência criados com a sucessão condicionam a rendibilidade.

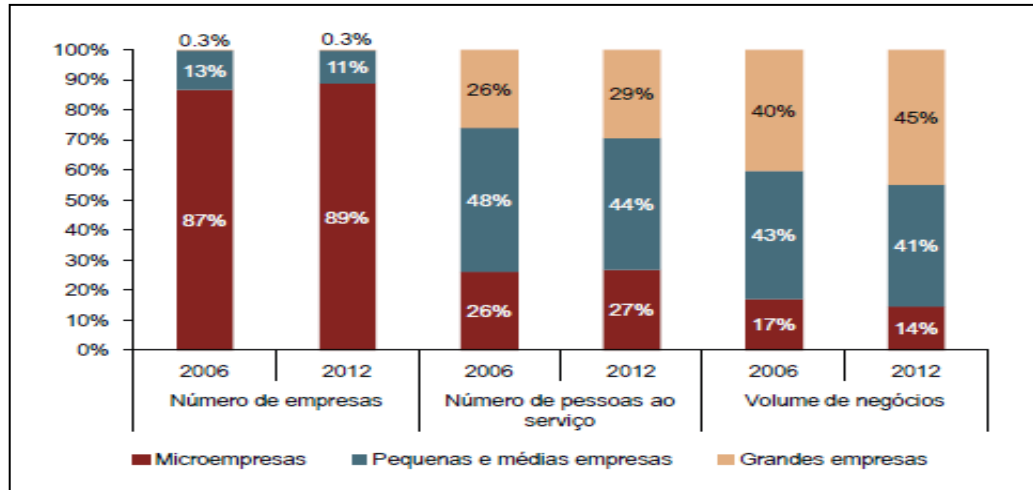
3.1 População e Recolha de Dados

A economia mundial é constituída por empresas de pequena e grande dimensão, no entanto, as que assumem a propriedade familiar têm uma importância acrescida, com uma representatividade que varia entre os 65% e 80% (Gersick et al. 1997). Nos últimos anos, inúmeros trabalhos têm voltado a sua atenção para as pequenas e médias empresas (PME's), pela importância que desempenham na atividade económica, criação de emprego, inovação e capacidade de gerar riqueza (Behr, 2013). O facto da maioria dos trabalhos dedicarem a sua atenção a grandes empresas e mercados, leva-nos a concluir que, ainda com base na literatura, se torna indispensável aprofundar o estudo destas questões no universo das empresas de pequena dimensão (PME's) que julgamos, não se encontrar suficientemente tratado. Consideramos ainda que a insuficiência de estudos no contexto das empresas portuguesas e, da região de Viseu em particular, constitui um impulso determinante na realização deste trabalho. As empresas familiares representam mais de 70% do tecido empresarial português e empregam mais de 60% da população ativa (Azevedo, 2014). Um estudo de 2011 da AEP - Câmara de Comércio/Indústria, concluiu que, em Portugal, metade das empresas familiares não passam para a segunda geração e apenas 20% atingem a terceira. Quanto à dimensão das empresas em Portugal, um estudo do Banco de Portugal¹, refere que o setor das Sociedades Não Financeiras é dominado por microempresas, tendo atingido 89% das empresas em 2012. No entanto, são as pequenas e médias empresas as que apresentam maior capacidade de criar emprego. Estas têm um valor significativo de volume de negócios, sendo de salientar, que em 2012 as

¹ Banco de Portugal (Novembro 2013) - Estrutura e Dinâmica das Sociedades não financeiras

microempresas e as pequenas e médias perdem terreno para as grandes como documenta o Gráfico 1.

Gráfico 1 – Evolução da dimensão das empresas em 2006 e 2012

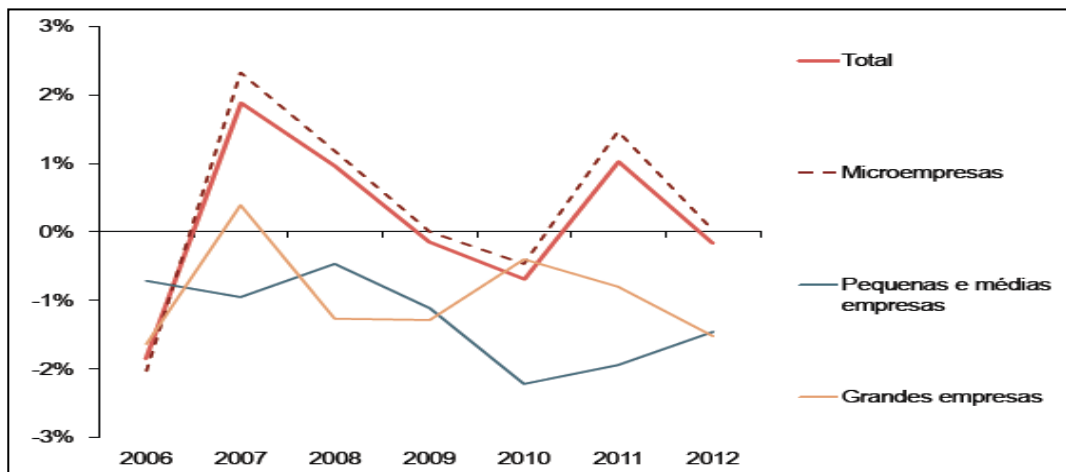


Fonte: Banco de Portugal (2013)

O mesmo estudo apresenta também a evolução da taxa de crescimento anual das empresas em Portugal por dimensão.

O Gráfico 2 avalia o crescimento das empresas por dimensão entre 2006 e 2012. Verifica-se que o número das pequenas e médias empresas recuperam a partir de 2010 ao contrário das grandes. Quanto às microempresas, apesar de entre o ano de 2011 e 2012 apresentarem uma quebra, a sua evolução acompanha a tendência global.

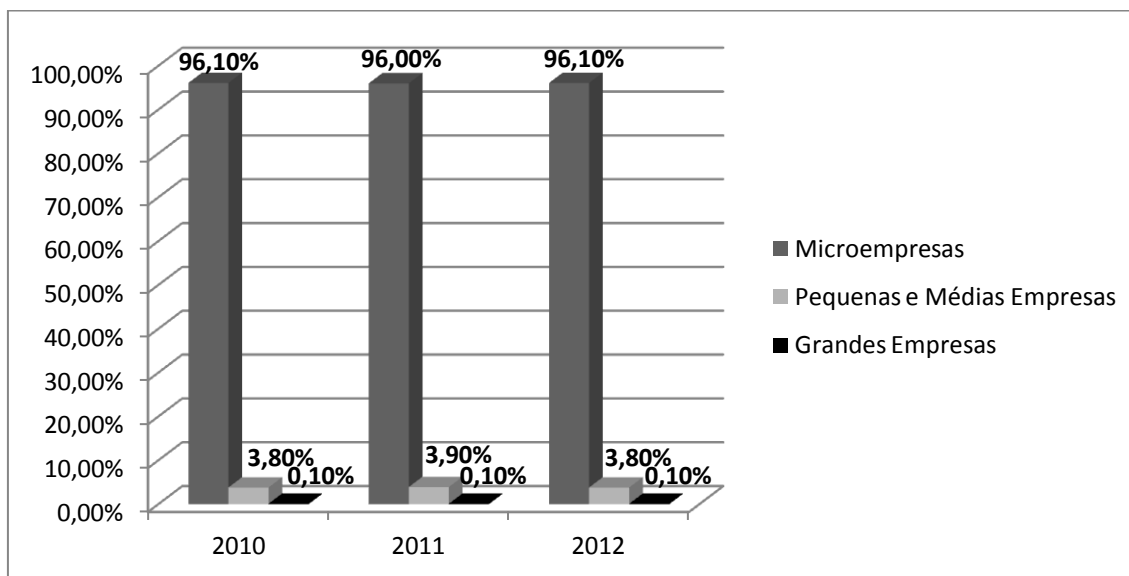
Gráfico 2 – Crescimento anual das empresas entre 2006 e 2012



Fonte: Banco de Portugal (2013)

Relativamente à distribuição por dimensão na região de Viseu, as microempresas representam 96% do tecido da região de acordo com o Gráfico 3.

Gráfico 3: Dimensão das empresas na região de Viseu



Fonte: Pordata (2014)

De acordo com o Programa Operacional Regional do Centro (2012), na região centro predominam as microempresas, de cariz familiar. Este facto tem a ver por um lado, com o perfil de especialização regional, que assenta nos recursos naturais e no baixo custo de mão-de-obra, e por outro lado, com a própria estrutura empresarial maioritariamente formada por empresas familiares e de pequena dimensão.

O nosso estudo incide sobre PME's familiares da região de Viseu. Considera-se como empresa familiar aquela em que, pelo menos 50% da propriedade é familiar à semelhança de Anderson e Reeb (2003) e Wang (2006), entre outros.

Os dados utilizados na elaboração deste estudo compreendem duas fontes: i) consulta direta às empresas para recolher informação sobre a geração responsável pela gestão e ii) à SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibérios) para extrair dados económico-financeiros, relativos ao ano de 2012.

A amostra foi selecionada da seguinte forma: i) eliminaram-se da base de dados as empresas que não tinham informação contabilística, ii) retiveram-se apenas as

empresas do distrito de Viseu e iii) incluíram-se apenas aquelas para as quais foi possível recolher informação sobre a geração. Tendo em conta estas condicionantes a amostra é constituída por 141 empresas.

3.2 Variáveis, Procedimentos Estatísticos e Definição de Hipóteses

Com base na revisão da literatura, e para medir cada um dos atributos relevantes para este estudo, optou-se pelas variáveis que a seguir se apresentam. A variável dependente é o desempenho, aferido pela rentabilidade operacional do ativo (ROA), e como variáveis independentes o efeito geracional, avaliado pela geração, e a estrutura de propriedade, analisada através da concentração de propriedade e propriedade interna. Consideram-se também como variáveis de controlo, o nível de endividamento, dimensão e idade.

A utilização de indicadores de rentabilidade, como expressão do desempenho empresarial, constitui o suporte de muitos trabalhos empíricos realizados sobre esta temática. Entre estes indicadores destacam-se: a rentabilidade operacional do ativo (ROA) (Anderson e Reeb 2003, Villalonga e Amit 2006, Chu 2009 e Dogan 2013). O ROA mede o desempenho da empresa e reflete a rentabilidade operacional dos investimentos realizados. Uma vantagem adicional deste indicador decorre de não ser influenciado pela estrutura de capital, pois não inclui os gastos financeiros, exprimindo em boa medida, a utilização que a empresa faz dos seus ativos. A sua expressão analítica é dada pelo quociente entre os resultados operacionais (RO) e o ativo total (AT).

A variável geração é traduzida por uma variável binária e faz a distinção das empresas que estão na primeira geração das restantes, assumindo o valor um para as empresas que se encontram na primeira geração e zero para as gerações seguintes. Optamos por isolar a primeira geração das restantes, dado que estudos empíricos apontam que o efeito positivo entre a rentabilidade e a geração, é inteiramente atribuível à empresa familiar de primeira geração; quanto às gerações posteriores o seu efeito não é significativo, ou seja, não há grande oscilação nas empresas de segunda geração para as de terceira geração e seguintes (Villalonga *et al.*, 2006). A utilização desta variável

tem principal destaque nos estudos desenvolvidos sobre empresas familiares, entre os quais, Kang (1998), Mishra *et al.* (2001), Miller *et al.* (2007) e Arosa *et al.* (2010).

Quanto à estrutura de propriedade, tem sido difícil reunir consenso sobre a melhor forma de a avaliar e, surgindo na literatura diferentes formas de a quantificar, propomos a concentração de propriedade e a propriedade interna como características que melhor a identificam.

A concentração de propriedade é definida pela percentagem de participação detida pelos detentores de capital na empresa (indivíduos ou organizações). Esta variável tem várias formas de ser avaliada, optamos assim por utilizar o critério do total da propriedade detida pelos dois principais acionistas (Kuznetsov, P., Muravyev, A., 2001 e Pinto e Augusto 2014).

A propriedade interna define-se pela propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão (Uchida, 2006 e Ortiz-Molina e Peñas, 2007). É um importante mecanismo de controlo interno para a empresa, porque à medida que a propriedade interna aumenta os conflitos entre a propriedade e a gestão diminuem (Miguel *et al.*, 2004), afetando a estrutura de propriedade da empresa e a sua rendibilidade (Shleifer e Vishny, 1997). Esta variável foi quantificada através da propriedade detida pelos gestores da empresa (Demsetz e Villalonga 2001, Bhagat e Bolton 2008, García *et al.* 2011).

A literatura refere ainda um conjunto de características empresariais que podem condicionar as relações em estudo. Salientam-se: nível de endividamento, dimensão e idade da empresa.

O nível de endividamento constitui um sinal que é enviado ao mercado sobre a qualidade da empresa. Pese a multiplicidade de indicadores utilizados, optamos pela relação estabelecida entre o passivo e o capital próprio, à semelhança de Pedersen (2001), Fok (2004) e Silva (2012).

A dimensão da empresa é considerada como fator determinante do desempenho empresarial (Anderson e Reeb 2003, Carter *et. al* 2003, Barontini e Caprio 2006, Santalo e Diestre 2006, Wang 2006 e Chu 2009). Esta variável tem sido aferida por um

vasto leque de indicadores, entre os quais: i) logaritmo do valor da empresa (Mishra, 2001), ii) logaritmo das vendas (García, 2008), iii) logaritmo do ativo (Arosa *et al.* 2010), iv) volume de negócios, total do ativo e número de trabalhadores (Dogan, 2013) e v) número de trabalhadores (Paulo, 2009). No nosso estudo, a dimensão da empresa será avaliada com base no logaritmo das vendas, sendo este critério utilizado por, Huang e Song (2006), Serrasqueiro e Nunes (2008), Arkbas e Karaduman (2012) e Shubita e Alsawalhah (2012).

A idade reflete o número de anos de existência da empresa. Esta variável é utilizada em estudos empíricos para analisar o seu comportamento em relação à rentabilidade empresarial, mas os estudos que analisam essa fonte de heterogeneidade são escassos e quase inexistentes (Miralles, 2014). Relativamente à base de cálculo para determinar a idade, recorreu-se à análise do logaritmo da idade, como preconizam Mishra *et al.* (2001) e Miller *et al.* (2013).

Tabela 1 – Variáveis em estudo e método de cálculo

Designação		Expressão de cálculo
Rendibilidade	Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA)	Resultado Operacional / Ativo Total
Geração	Geração presente na empresa (G)	Variável dicotómica com valor 1 para empresas familiares e valor zero para as restantes
Estrutura de Propriedade	Concentração de Propriedade (CP)	Propriedade detida pelos dois proprietários maioritários / Total da propriedade
	Propriedade Interna (PI)	Propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão/ Total da propriedade
Variáveis de Controlo	Nível de Endividamento (END)	Passivo/ Capital Próprio
	Dimensão da Empresa (DIM)	Logaritmo das Vendas
	Idade (I)	Logaritmo da Idade

A caracterização da amostra relativa a cada uma destas variáveis é apresentada no capítulo seguinte. A descrição das variáveis qualitativas é feita através de percentagens, sendo utilizado o teste do Qui-quadrado para avaliar relações entre elas. As variáveis quantitativas são descritas através de médias e desvios padrões ou através dos seus quartis. Para comparar grupos de empresas quanto a variáveis quantitativas, utilizamos o teste t e o teste de Mann-Whitney. Os modelos de regressão propostos para avaliar cada uma das hipóteses em investigação, são estimados pelo método dos mínimos quadrados e a significância dos seus coeficientes avaliada através do teste t. Todas as análises estatísticas foram efetuadas com recurso ao SPSS (versão 21), tendo-se considerado um nível de significância de 5%.

3.3 Definição das Hipóteses

Partindo do referencial teórico desenvolvido na revisão da literatura, formalizam-se um conjunto de hipóteses.

A gestão das empresas familiares é iniciada pelo seu fundador, onde posteriormente os sucessores iniciam o processo de participação nas decisões da empresa. Villalonga e Amit (2006) referem que o efeito geracional desempenha um papel importante na análise do desempenho da empresa. Neste estudo, o autor salienta que o efeito da geração sobre a rentabilidade é positivo para as empresas familiares que se encontrem na primeira geração, no entanto, quando os descendentes começam a fazer parte da tomada de decisão, a empresa perde valor. Assim como os estudos apresentados por Morck *et al.*, (1988) e Perez-González (2001) revelam que os fundadores e descendentes têm diferentes impactos no valor da empresa, isto é, o fundador concede à empresa capacidades de gestão, ao contrário dos seus sucessores que intervêm menos para a produtividade e eficiência da empresa (Anderson e Reeb 2003).

Com o intuito de perceber a relação entre a geração e a rentabilidade formulou-se a seguinte hipótese:

H₁: As empresas de primeira geração têm maior rentabilidade;

Para avaliar este efeito o modelo formulado é o seguinte:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 G + \varepsilon \quad (\text{Modelo 1})$$

A estrutura de propriedade é um dos principais mecanismos de gestão que influencia os custos de agência das empresas. Neste sentido, Jensen e Meckling (1976) referem que a concentração da propriedade tem um efeito positivo no desempenho das empresas, porque alivia o conflito de interesses entre os proprietários e os gestores, enquanto outros autores, por exemplo, Fama e Jensen (1983), referem que os problemas de agência resultam da combinação entre a concentração e o controlo proprietário. Relativamente à rendibilidade das empresas Arosa *et al.* (2010) revelam que a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho altera-se em função da empresa ser gerida pelo fundador ou pelos seus sucessores.

No seguimento do contexto formulamos a seguinte hipótese:

H2: Para além da geração, a concentração de propriedade tem efeito sobre a rendibilidade;

Para analisar a relação existente entre a geração, concentração de propriedade e rendibilidade, propõe-se o seguinte modelo:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 G + \beta_2 CP + \varepsilon \quad (\text{Modelo 2})$$

A propriedade interna é um dos fatores que quantificam a estrutura de propriedade. Estudos empíricos revelam que a propriedade interna pode ajudar na estabilidade do negócio e no planeamento a longo prazo das decisões estratégicas (Mishra, 2001). A propriedade interna é utilizada nas empresas como um mecanismo de controlo, como tal, grandes empresas tentam adotar este tipo de características na sua estrutura, de forma a aumentar o desempenho da empresa (La Porta *et al.* 1996).

Para percebermos o efeito da propriedade interna na rendibilidade, desenvolvemos a seguinte hipótese:

H3: Para além da geração, a propriedade interna está relacionada com a rendibilidade;

No seguimento da hipótese formulada anteriormente, apresentamos o seguinte modelo:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1G + \beta_2PI + \varepsilon \quad (\text{Modelo 3})$$

Dando continuidade à hipótese anteriormente formulada, pretendemos agora aferir se existe efeito da interação entre a geração e a propriedade interna sobre a rendibilidade. Cronqvist e Nilsson (2003) referem que a presença do proprietário na empresa (primeira geração) tem efeitos negativos sobre o desempenho da empresa, no entanto, Renneboog (2000) defende que a posse de participações significativas de capital por parte das famílias permite um controlo mais eficaz com efeitos positivos ao nível do desempenho empresarial. Nesta linha, Andres (2008) refere que as empresas familiares têm um melhor desempenho, nomeadamente quando o seu fundador detém uma participação ativa na gestão. Estudos sobre a propriedade familiar revelam que esta variável está fortemente associada com a empresa especialmente, quando os membros da família tomam posições como CEOs, gestores de topo, presidentes ou diretores, no entanto, a associação torna-se negativa ou insignificante, quando os familiares não estão envolvidos na gestão ou controlo (Chu, 2011).

Formulamos assim a seguinte hipótese:

H4: O efeito da propriedade interna sobre a rendibilidade é condicionado pela geração.

A hipótese anteriormente descrita assume a seguinte especificação:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1G + \beta_2PI + \beta_3PI \times G + \varepsilon \quad (\text{Modelo 4})$$

Por fim, pretende-se avaliar o contributo do nível de endividamento, dimensão e idade para a explicação da rendibilidade. Tendo presente que a amostra é composta por empresas de pequena dimensão, estas enfrentam dificuldades acrescidas no acesso a fontes de financiamento externo. A insuficiência de recursos próprios, a dificuldade de acesso a fontes de financiamento e as condições de negociação constituem para estas, um sério obstáculo (Balakrishnan e Fox, 1993). Relativamente à dimensão da empresa e à sua idade são variáveis importantes para a análise da rendibilidade da empresa.

Por fim, para avaliar esta hipótese apresentamos o quinto modelo:

H5: Para além da geração, propriedade interna e da interação entre as duas variáveis, as variáveis de controlo (nível de endividamento, dimensão e idade) estão relacionadas com a rendibilidade.

Para analisar o impacto das variáveis de controlo apresenta-se o seguinte modelo:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 G + \beta_2 PI + \beta_3 PI \times G + \beta_4 END + \beta_5 DIM + \beta_5 I + \epsilon \quad (\text{Modelo 5})$$

4. Resultados e Discussão

Nesta secção caracterizamos a amostra e apresentamos os resultados da estimação dos modelos formulados (Modelos 1 a 5).

4.1 Descrição da Amostra

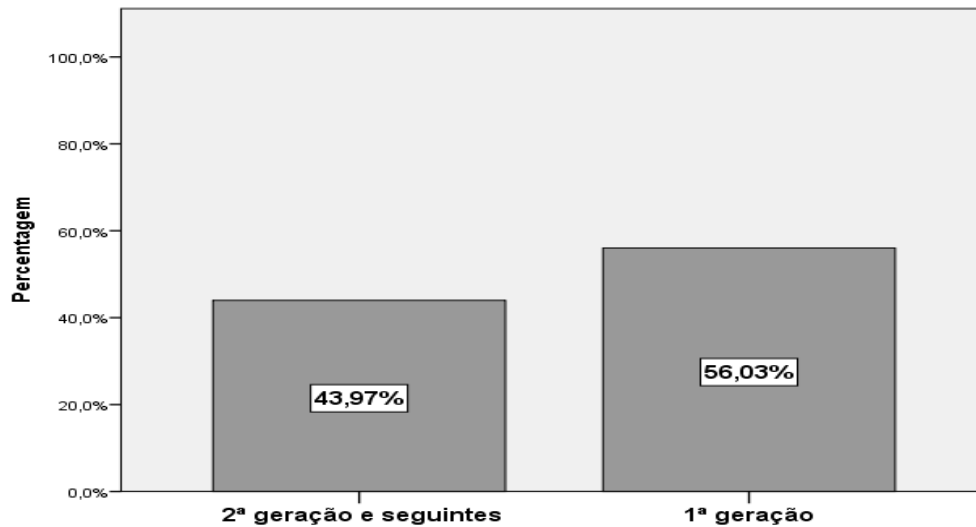
As variáveis objeto do nosso estudo encontram-se sintetizadas na tabela seguinte, na qual estão resumidas algumas medidas descritivas.

Tabela 2: Estatística descritiva

Variável	Média (Desvio-Padrão)	Mediana (Intervalo Interquartil)
ROA (%)	0,4001 (0,134)	0,025 (0,081)
Concentração de Propriedade (% de participação)	62,179 (22,991)	50,00 (25,00)
Propriedade Interna (% participação gestão)	71,138 (36,658)	85,00 (50,00)
Nível de Endividamento (Passivo/CP) (% endividamento)	1,9727 (11,778)	1,345 (2,206)
Dimensão da empresa (Ln Vendas) (ln dimensão)	6,236 (1,706)	5,984 (2,60)
Idade (Ln Idade) (ln anos)	2,602 (0,883)	2,890 (1,12)

A amostra é constituída por 141 empresas, das quais 79 (56,03%) se encontram na primeira geração, como ilustrado no Gráfico 4.

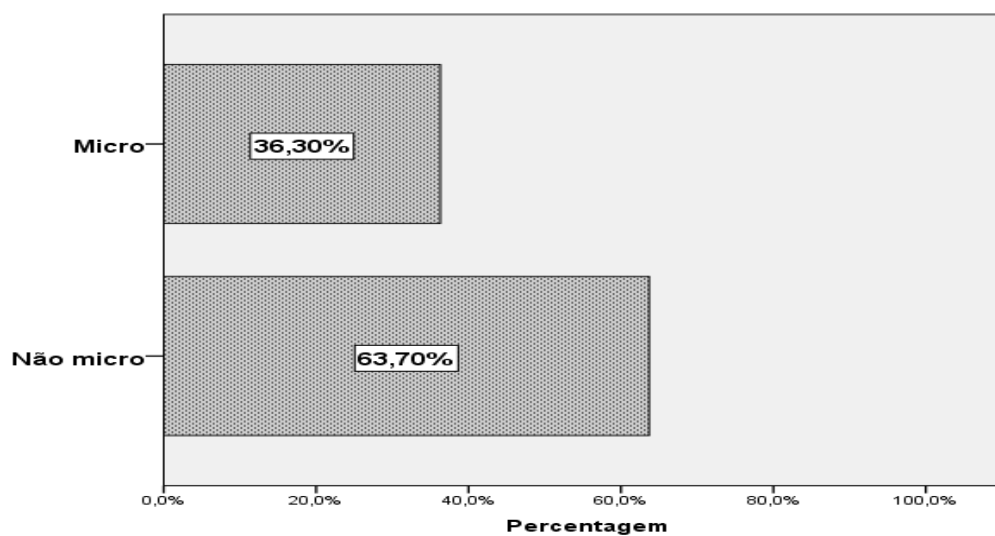
Gráfico 4: Classificação das empresas em função da geração



Todas as empresas da amostra são PMEs, mas algumas têm uma dimensão muito pequena em termos do número de trabalhadores (Jonsson 2007, Serrasqueiro e Nunes 2008 e Paulo 2009). Para efeitos deste estudo, consideraram-se “micro” as empresas que têm menos de seis trabalhadores e “não micro” as restantes, tendo por base um dos critérios do Decreto-Lei n.º 35/2010, de 2 de Setembro.

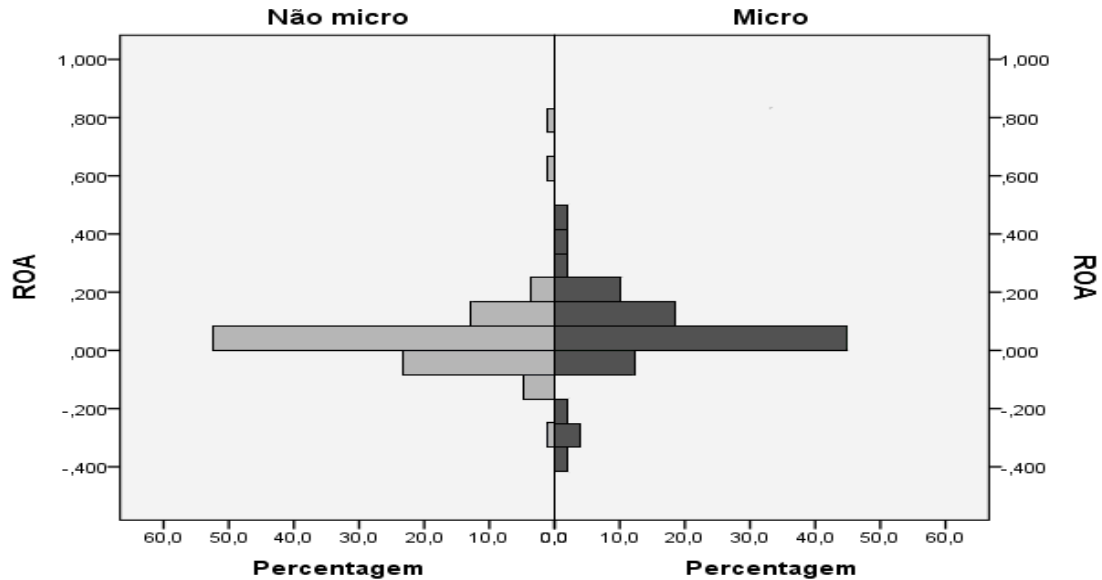
A amostra é, pois, constituída por 49 microempresas (36,30%) e 86 “não micro” (63,70%), como ilustra o Gráfico 5.

Gráfico 5: Classificação das empresas em função da dimensão



Comparamos, de seguida, estes dois grupos de empresas relativamente a alguns dos indicadores que estão em análise.

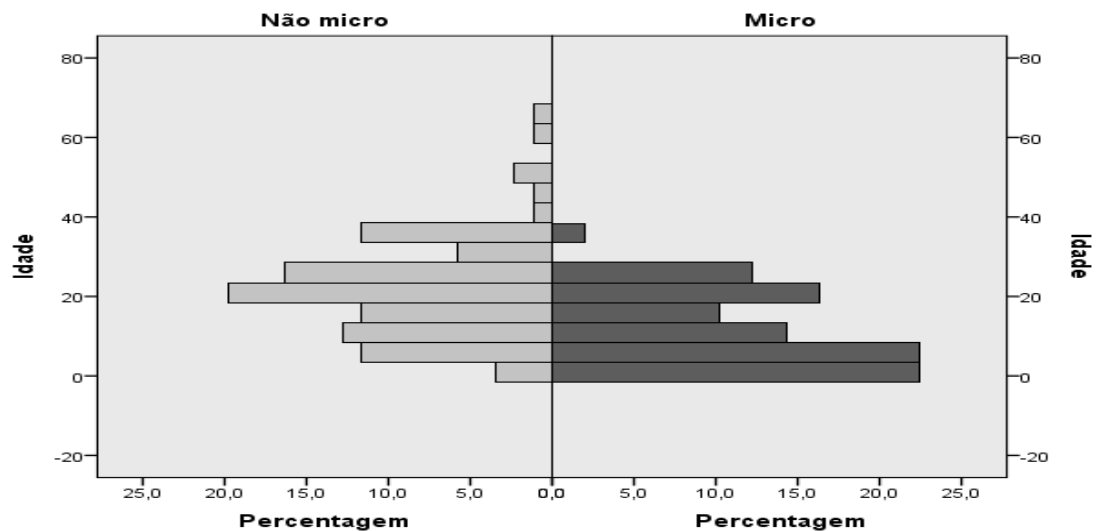
Gráfico 6: Classificação das empresas em função da rentabilidade



No Gráfico 6 ilustra-se a distribuição dos valores do ROA em cada um dos grupos de empresas, “micro” e “não micro”. Como o gráfico deixa transparecer, não há diferenças significativas entre os dois grupos quanto à rentabilidade ($p > 0,05$ tanto no teste t como no teste de Mann-Whitney).

O mesmo já não se passa com a idade, como ilustra o gráfico seguinte.

Gráfico 7: Distribuição das empresas por dimensão e idade



Percebemos, pela análise do gráfico que existe uma diferença na distribuição das idades das empresas, com um valor médio de idade superior para as empresas “não micro”, facto confirmado através da Tabela 3.

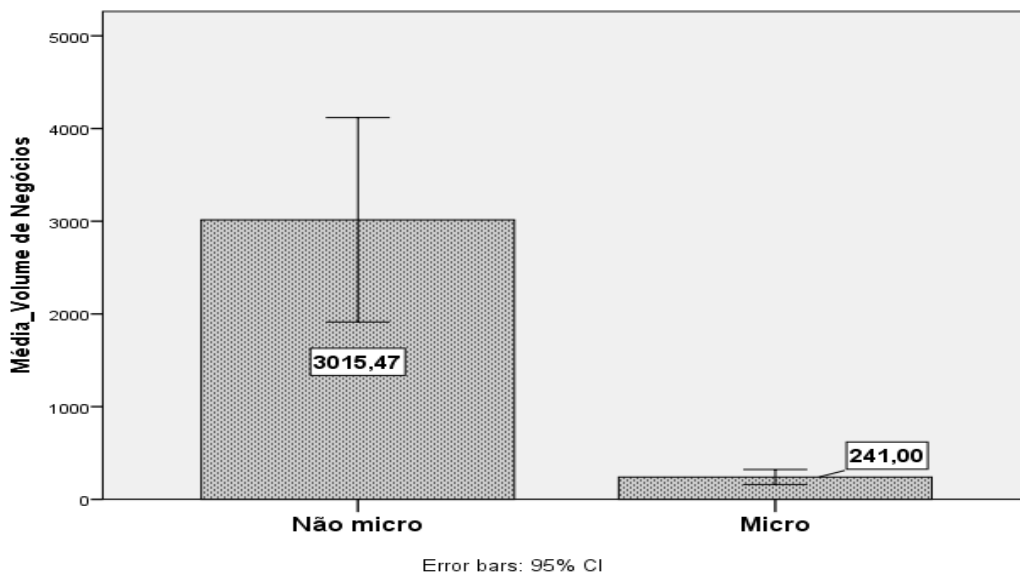
Tabela 3 – Análise da idade das empresas

	Média (Desvio-Padrão)	Mediana (Intervalo Interquartil)	Teste de Mann-Whitney e Teste t
Não Micro	21,78 (12,60)	20,00 (15,00)	
Micro	12,08 (9,16)	9,00 (16,00)	P <0,0005

Como é natural verifica-se, pois, que nas empresas de maior dimensão, “não micro”, encontram-se as empresas mais antigas.

De seguida analisam-se alguns dados económico-financeiros em função da dimensão empresarial.

Gráfico 8 – Análise volume de negócios em função da dimensão empresarial



O Gráfico 8 demonstra que os valores médios do volume de vendas distam muito entre os dois grupos de empresas.

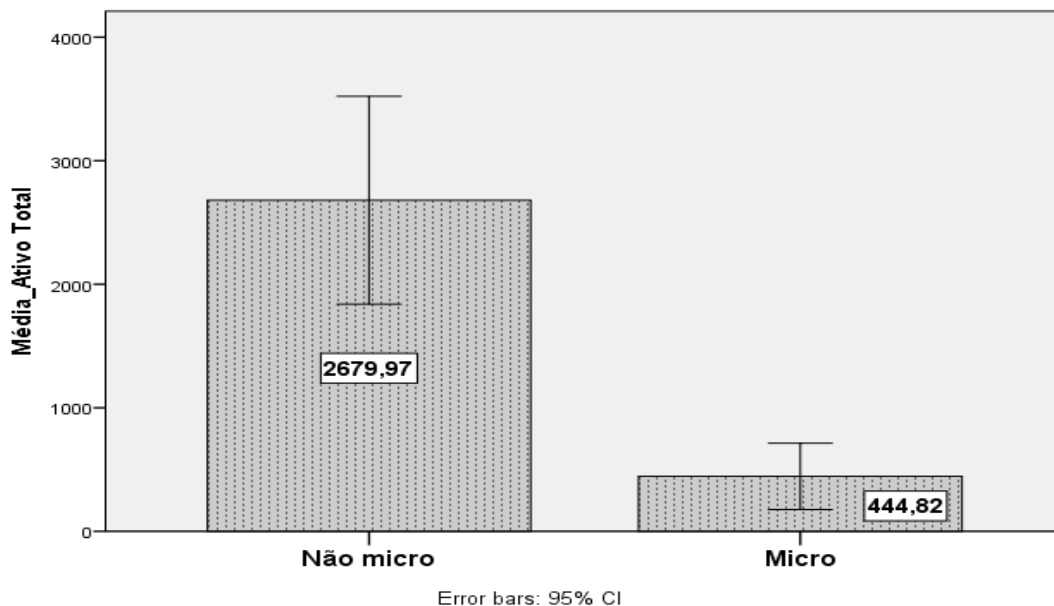
Tabela 4 – Análise do volume de negócios das empresas

	Média (Desvio-Padrão)	Mediana (Intervalo Interquartil)	Teste de Mann-Whitney e Teste t
Não Micro	3 015,47 (5 141,67)	1 015,50 (3 353,00)	P <0,0005
Micro	241,00 (281,49)	121,00 (201)	

Com recurso à Tabela 4 podemos concluir que os volumes de vendas para as empresas “micro” e “não micro” são significativamente diferentes. A média de vendas apresentada pelas empresas “não micro” é de 3 015,47 mil euros, quase treze vezes maior do que o valor médio apresentado pelas “micro” (241 mil euros).

Através do Gráfico 9 é possível comparar a média do ativo total nos dois grupos de empresas.

Gráfico 9 – Análise ativo total em função da dimensão empresarial



Da análise do Gráfico 9, verifica-se que as empresas “não micro” têm também uma média de ativo total superior às “micro”. A Tabela 5 confirma esta diferença, facto justificado pelas empresas “não micro” serem representadas por empresas de maior dimensão.

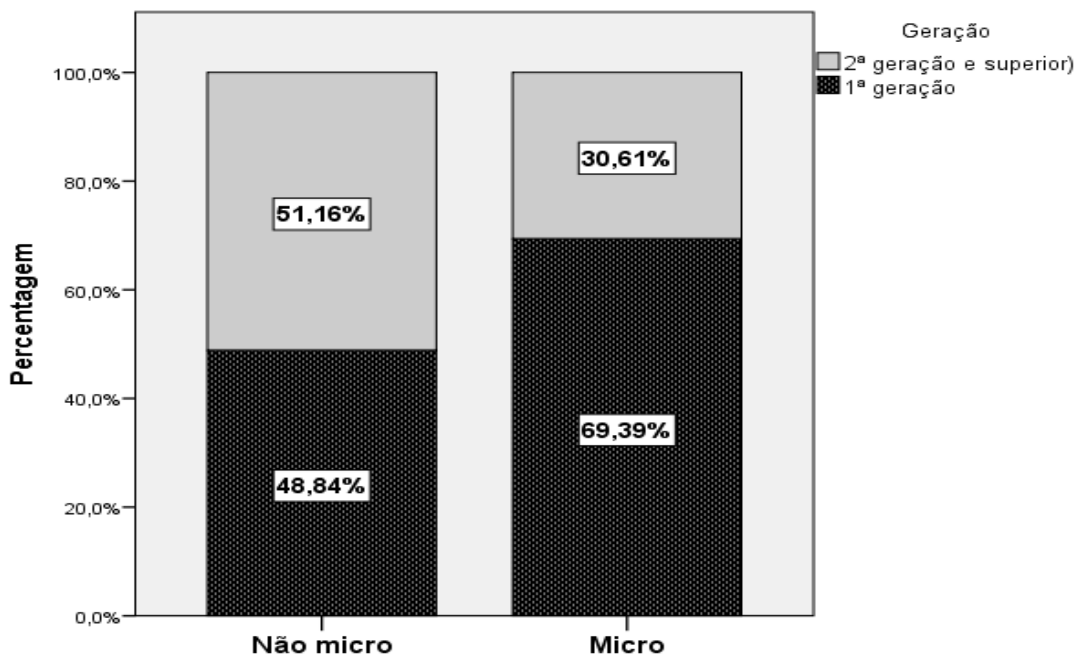
Tabela 5 – Análise do ativo total das empresas

	Média (Desvio-Padrão)	Mediana (Intervalo Interquartil)	Teste de Mann-Whitney e Teste t
Não Micro	2 679,97 (3 925,76)	1 214,00 (3 290,00)	P <0,0005
Micro	444,82 (935,09)	127,00 (294,00)	

Como seria de esperar, os resultados apresentados nos Gráficos 8 e 9 demonstram que as empresas de menor dimensão, “micro”, têm menos vendas e ativo.

O gráfico seguinte relaciona a geração com a dimensão (“micro”/“não micro”) das empresas.

Gráfico 10: Distribuição da geração em função da dimensão



Há uma clara predominância do número de empresas de primeira geração nas empresas “micro” (69,39% para 48,84%). Esta discrepância revelou-se estatisticamente significativa (p=0.021).

A Tabela 6 apresenta os resultados provenientes da análise da rentabilidade face à geração presente nas empresas, considerando separadamente as empresas “micro” das empresas “não micro”.

Tabela 6: Análise da rendibilidade das empresas micro e não micro

Dimensão	Geração		Teste de Mann-Whitney
	Só a 1ª Geração	Está presente 2ª Geração (ou superior)	
	Mediana (Amplitude Interquartil)	Mediana (Amplitude Interquartil)	
Não Micro	0,054 (0,073)	0,013 (0,059)	0,001
Micro	0,032 (0,122)	0,024 (0,145)	0,729

Constatamos que a rendibilidade das empresas é superior para as empresas na primeira geração, contudo a diferença só é significativa para as empresas “não micro”. Os resultados obtidos nas empresas “não micro” encontram-se em sintonia com Kang (1998) e Villalonga *et al.*, (2006) que realçam o papel do fundador nas empresas familiares de primeira geração. Os autores afirmam que o efeito positivo do valor das empresas familiares é inteiramente atribuível à empresa familiar de primeira geração, devido ao impacto da figura do fundador.

Nas empresas “micro” não foi, pois, possível identificar para a primeira geração uma rendibilidade superior. Este facto pode encontrar justificação pela obtenção de “benefícios privados” por parte dos proprietários. O proprietário utiliza o seu poder de controlo para obter benefícios residuais que ultrapassam a sua participação social (La Porta *et al.*, 2000). O facto da geração não se configurar como determinante da rendibilidade nas microempresas, pode ser um sintoma da prevalência significativa da obtenção de “benefícios privados” por parte dos proprietários controladores. Nas empresas de reduzida dimensão, não há distinção clara entre património empresarial e pessoal, sendo ambos utilizados em benefício próprio. Parigi e Pelizzon (2004) afirmam que a elevada concentração de propriedade é um fator de risco: a riqueza auferida pelo proprietário passa a ter o mesmo destino que o rendimento da empresa.

De acordo com o resultado descrito na Tabela 6, a primeira geração tem efeito na rendibilidade, mas apenas nas empresas “não micro”. Como tal, para aprofundar a relação entre a rendibilidade e a geração, vamos considerar apenas as empresas “não micro”. Os modelos propostos para avaliar as hipóteses em investigação serão pois estimados com 86 empresas.

4.2 Efeito da geração na rentabilidade das empresas

Nesta secção temos como objetivo aferir se as empresas de primeira geração têm maior rentabilidade face às restantes empresas, como preconiza a Hipótese 1.

Tabela 7: Impacto da geração na rentabilidade

	ROA	Nível de significância
Constante	0,004	
Geração (G)	0,076	0,005
R ²	9,20%	
N	84	

Através dos resultados apresentados na Tabela 7, verifica-se que a geração tem um efeito significativo na rentabilidade e que as empresas de primeira geração, em média, têm uma rentabilidade acrescida de 0,076, ou seja, as empresas de primeira geração apresentam um ROA superior face às restantes empresas. O coeficiente de determinação é de 9,20%, ou seja, o modelo estimado explica cerca de 9% das variações no ROA. Assim sendo, o resultado obtido valida a hipótese H1 formulada. A conclusão apresentada anteriormente corrobora com alguns estudos presentes na literatura. Estes revelam que a presença a longo prazo de membros da primeira geração na empresa pode aumentar a qualidade dos resultados (Wang, 2006) melhorando assim o desempenho (Martikainen, Nikkinen, e Vähämaa, 2009). Nesta linha, Andres (2008) refere que as empresas familiares têm um melhor desempenho, nomeadamente quando o seu fundador detém uma participação ativa na gestão. Estudos recentes (Baraontini *et al.* 2006, Villalonga *et al.* 2006, García *et al.* 2011) confirmam também que as empresas em que o fundador é responsável pela gestão apresentam melhor desempenho em relação aos seus sucessores, isto é, o fundador concede à empresa capacidades de gestão, ao contrário dos seus sucessores que intervêm menos para a produtividade e a eficiência da empresa (Anderson e Reeb, 2003).

4.3 Efeito da concentração da propriedade sobre a rentabilidade

Pretende-se avaliar o efeito da geração e da concentração da propriedade no desempenho da empresa, com recurso ao Modelo 2.

Tabela 8: Impacto da geração e da concentração de propriedade na rentabilidade

	ROA	Nível de significância
Constante	-0,017	
Geração (G)	0,072	0,015
Concentração de Propriedade (CP)	0,000	0,525
R ²	9,00%	
N	84	

Os resultados apresentados na Tabela 8 sugerem que variável geração exerce influência significativa no desempenho das empresas. No que se refere à concentração de propriedade, não produz efeito significativo no ROA. Assim, os resultados apresentados não validam a hipótese H2 da concentração de propriedade ter efeito na rentabilidade das empresas. O resultado obtido vai ao encontro do estudo desenvolvido por Arosa *et al.* (2010) onde não foi identificada qualquer relação entre a concentração de propriedade e a rentabilidade empresarial. A literatura apresenta outros resultados divergentes face ao apresentado anteriormente, entre os quais, Hu e Izumida (2008) e Pinto e Augusto (2014) os quais revelam que a concentração da propriedade tem uma relação em forma de U com o desempenho operacional. Surgem ainda resultados demonstrativos da existência de uma relação não linear entre concentração da propriedade e o valor da empresa (Gedajlovic e Shapiro 1998, DeAngelo e DeAngelo 2000, Anderson e Reb 2003 e Miguel *et al.* 2004).

4.4 Efeito da propriedade interna sobre a rentabilidade

O efeito da propriedade interna e da geração na rentabilidade empresarial é avaliado através da estimação do Modelo 3.

Tabela 9: Impacto da geração e da propriedade interna na rentabilidade

	ROA	Nível de significância
Constante	0,042	
Geração (G)	0,090	0,001
Propriedade Interna (PI)	-0,001	0,074
R²	12,6%	
N	84	

Na Tabela 9 resumem-se os resultados da estimação do modelo 3. Este modelo, tal como os anteriores, confirma o efeito significativo da geração sobre o ROA. Quanto à propriedade interna, verificou-se que tem um efeito marginalmente significativo e negativo sobre o ROA, o que significa que em média quanto mais elevada for a propriedade interna, menor será a rentabilidade da empresa. Consideramos, pois, que se confirma a hipótese H3. O resultado obtido vai ao encontro de Cronqvist e Nilsson (2003), estes referem que a presença do principal proprietário que possui maioritariamente o capital da empresa, tem efeitos negativos sobre o desempenho da empresa. No entanto, existe também na literatura estudos que defendem que a posse de participações significativas de capital por parte de investidores ou famílias, permitem um controlo mais eficaz com efeitos positivos ao nível do desempenho empresarial (Renneboog, 2000). A relação entre a propriedade interna e o desempenho da empresa é influenciada por variáveis importantes das empresas familiares, especificamente, a gestão familiar e controlo exercido pelos proprietários (Habbershon, Williams e MacMillan 2003, Dyer 2006 e Villalonga e Amit 2006).

4.5 Relação entre a geração e propriedade interna sobre a rentabilidade – Modelo com Interação

Com o Modelo 4 pretende-se aferir se existe efeito da interação entre a variável geração e propriedade interna. Isto é, se o efeito da propriedade interna sobre o ROA é, ou não, independente da geração e vice-versa. Os resultados da estimação são apresentados na Tabela 10.

Tabela 10: Impacto da interação entre a geração e a propriedade interna na rentabilidade

	ROA	Nível de significância
Constante	-0,020	
Geração (G)	0,280	0,000
Propriedade Interna (PI)	0,000	0,323
Interação_GeraçãoxProp. Interna (GxPI)	-0,003	0,000
R ²	26,50%	
N	84	

Através dos resultados apresentados na Tabela 10 podemos afirmar que o efeito da interação é significativo, validando assim a hipótese H4 formulada. Mais precisamente, o modelo estimado dá indicação de que a propriedade interna só tem efeito significativo sobre o ROA nas empresas de primeira geração (o coeficiente associado a PI não é significativo). Para as empresas de primeira geração, verifica-se o que se havia concluído a partir do Modelo 3: a propriedade interna tem um efeito negativo sobre o ROA. Refira-se ainda que o R² é de 26,50%, ou seja, uma boa parte da variação do ROA é explicada pelas variáveis independentes, geração, propriedade interna e a interação entre ambas. As empresas familiares têm um melhor desempenho, nomeadamente quando o seu fundador detém uma participação ativa na gestão (Andres, 2008). O estudo desenvolvido por Demsetz e Lehn (1985), através de um modelo linear, afirmam que a rentabilidade da empresa é independente da propriedade interna detida. Miguel *et al.*, (2004) afirmam que o aumento da propriedade interna propicia a convergência de interesses entre os proprietários e os gestores. Mas os elevados níveis de propriedade interna conferem custos às empresas (Fama e Jensen, 1983b), pois a posse dum elevada participação de capital do gestor, confere-lhe influência significativa nas tomadas de decisão, podendo não cumprir com os objetivos da maximização do valor da empresa.

4.6 Variáveis de controlo

Como referimos anteriormente, identificam-se na literatura variáveis que têm impacto sobre a rentabilidade da empresa, entre as quais, o nível de endividamento, dimensão

da empresa e idade. Por forma a avaliar a influência destas variáveis, introduzimo-las no Modelo 5. Os resultados da estimação deste modelo encontram-se na Tabela 11.

A literatura identifica ainda um conjunto de outras variáveis que condicionam também a rentabilidade nomeadamente: identidade dos proprietários e gestores (Anderson et al. 2003, Barontini et al. 2006, Villalonga et al. 2006 e Chua et al. 2012), composição do conselho de administração (Anderson e Reeb 2003, Barontini e Caprio 2006), oportunidades de crescimento (Scherr e Hulburt 2001), entre outras.

Tabela 11: Influência das variáveis de controlo

	ROA	Nível de significância
Constante	-0,036	
Geração (G)	0,313	0,000
Propriedade Interna (PI)	0,001	0,206
Interação_GeraçãoxProp. Interna (GxPI)	-0,003	0,000
Nível de Endividamento – P/CP (END)	-0,001	0,229
Dimensão da empresa - Ln Vendas (DIM)	0,000	0,998
Idade – Ln Idade (I)	-0,001	0,949

Como podemos verificar pelos resultados apresentados na Tabela 11, nenhuma das variáveis de controlo acrescenta poder explicativo significativo sobre a rentabilidade empresarial. É pertinente salientar que estas variáveis foram testadas nos cinco modelos estimados, mas em nenhum se mostraram significativas.

5. Conclusão

O objetivo principal desta dissertação foi compreender a influência do efeito geracional na rentabilidade da empresa, ou seja, perceber de que forma os problemas gerados com a sucessão empresarial condicionam o seu desempenho.

Tendo por base as empresas familiares situadas na região de Viseu, investigou-se de que modo a geração é fator condicionante da rentabilidade. No âmbito da investigação desenvolvida concluiu-se que a geração só tem efeito significativo nas empresas com mais de 5 trabalhadores (não micro), observando-se uma maior rentabilidade nas que se encontram na primeira geração.

Por outras palavras, a análise dos modelos de regressão levou-nos a concluir que a geração é um fator explicativo da rentabilidade da empresa, sendo que a primeira geração apresenta um ROA superior. A concentração de propriedade não se revelou um fator significativamente influente. Quanto à propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão, observou-se um impacto negativo, isto é, à medida que a propriedade interna aumenta a rentabilidade tenderá a diminuir. No entanto, quando avaliada a interação entre a geração e a propriedade interna, esta revelou-se significativa: o efeito da propriedade interna não é independente da geração, mais precisamente, a propriedade interna apenas exerce efeito significativo nas empresas de primeira geração.

Em síntese, os resultados obtidos permitem concluir que a geração é um fator importante na explicação da rentabilidade das empresas “não micro”.

Como principal limitação deste estudo realça-se o número reduzido de empresas em análise. Um maior número de empresas em estudo iria permitir aferir com maior precisão o efeito da geração na rentabilidade das empresas.

Em investigações futuras seria interessante investigar, com uma amostra de maior dimensão, os fatores que influenciam a rentabilidade das empresas, nomeadamente explorar a prevalência da obtenção de “benefícios privados”.

6. Bibliografia

- AEP – Câmara de Comércio e Indústria** (2011), “Desafio da Sucessão Empresarial em Portugal - Livro Branco da Sucessão Empresarial”, pp. 1-128;
- Akbas, H. E. & Karaduman, H. A.** (2012), “The effect of firm size on profitability: An empirical investigation on Turkish manufacturing companies”. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 55, pp. 21-27;
- Alves, C. A.** (2004), “O Processo de Gestão Estratégica nas Empresas Familiares: Uma Revisão Teórica”, Artigo não publicado apresentado nas I Jornadas de Gestão – Empresas Familiares realizadas pela ESGHT, Universidade Algarve;
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M.** (2003), “Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500”. *The journal of finance*, 58(3), pp. 1301-1327;
- 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*, 1(2), pp. 88-96;
- Associação Portuguesa das Empresas Familiares** (2014), “Organização: A Empresa Familiar”. <http://www.empresasfamiliares.pt/o-que-e-uma-empresa-familiar?article=287-o-que-e-uma-ef>;
- Azevedo, Belmiro** (2014), “As empresas familiares e a sucessão” <http://economico.sapo.pt/noticias/as-empresas-familiares-e-a-sucessao-193328.html>, 15/05/2014;
- Baker, M. e J. Wurgler** (2002), “Market Timing and Capital Structure”. *The Journal of Finance*, 57(1), pp. 1-32;
- Balakrishnan, S. e Fox, I.** (1993), “Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure”, *Strategic Management Journal*, 14(1), pp. 3-16;
- Baronitini, R. e 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;
- Bartholomeusz, Simon, and George A. Tanewski** (2006), “The relationship between family firms and corporate governance”. *Journal of Small Business Management* 44(2), pp. 245-267;
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A.** (2009), “What matters in corporate governance?” *Review of Financial studies*, 22(2), pp. 783-827;
- Behr, P., Norden, L., & Noth, F.** (2013), “Financial constraints of private firms and bank lending behavior”. *Journal of Banking & Finance*, 37(9), pp. 3472-3485;
- Berger, Philip G., Eli Ofek, and David L. Yermack** (1997), “Managerial entrenchment and capital structure decisions.” *The Journal of Finance* 52(4), pp. 1411-1438;

- Berle, Adolph, Means, Garnier** (1932), “The modern corporation and private property”, New York: Macmillan;
- Bhagat, S. e Bolton, B.** (2008), “Corporate governance and firm performance”, *Journal of Corporate Governance*, 14(3), pp. 257-273;
- Blanco Mazagatos, V.** (2003). “La empresa familiar en Castilla y León”. Un primer intento de caracterización y análisis, pp. 1-29;
- Bolton, P. e Scharfstein, D.** (1996), “Optimal debt structure and the number of creditors”, *Journal of Political Economy*, 104(1), pp. 1-25;
- Burkart, M.; Panunzi, F. e Shleifer, A.** (2003), “Family firms”. *Journal of Finance*, 58, pp. 2167-2210;
- Caixe, D. F., & Krauter, E.** (2013), “A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil”. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 24(62), pp. 142-153;
- Campos, T. L. C.** (2006), “Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil”. *Revista de Administraç da Universidade de São Paulo*, pp. 41(4);
- Casillas, José Carlos, Adolfo Vázquez, e Carmen Díaz** (2007), “Gestão da empresa familiar: conceitos, casos e soluções”, São Paulo. Editora Thomson;
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T.** (2012). “Family Involvement, Family Influence, and Family-centered Non-economic Goals in Small Firms”. *Entrepreneurship theory and practice*, 36(2), pp. 267-293;
- Christensen, C.** (1953), “Management Succession in small and frowin enterprises”. Boston. Graduate School of Business Administration. Harvard University;
- Chu, Wenyi** (2011), “Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size”. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), pp. 833-851;
- Churchill, N. C., e Hatten, K. J.** (1987), “Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power: A Research Framework for Family Businesses”. *American Journal of Small Business*, 11(3), pp. 51-64;
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P.** (2002), “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings”. *The Journal of Finance*, 57(6), pp. 2741-2771;
- Correia, Telma Patrícia dos Santos** (2003), "Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas", pp. 1-349;
- Costa, A. N., Rio, F. N., & Rio, J. N.** (2011), “50 Perguntas Essenciais Sobre Empresas Familiares”. *Vida Económica Editorial*, pp. 1-86;
- Cronqvist, H., & Nilsson, M.** (2003), “Agency costs of controlling minority shareholders”. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(4), pp. 695-719;
- Cunha, P. M. M. D.** (2011), “Gestão de recursos humanos em empresas familiares: o impacto geracional na definição das políticas de recursos humanos”, pp. 7-27;

- DeAngelo, H., & DeAngelo, L.** (2000), “Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the times mirror company”. *Journal of Financial Economics*, 56(2) pp. 153-207;
- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G.** (2004), “The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region”, *Journal of Multinational Financial Management*, 14, pp. 387-405;
- Demsetz, H.** (1983), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 375-390;
- Demsetz, H. e Lehn, K.** (1985), “The structure of corporate ownership: causes and consequences”, *Journal of Political Economics*, 93(6), pp.1155-1177;
- Demsetz, H. e Villalonga, B.** (2001), “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 7(3), pp. 209-233;
- Denis, D. K.** (2001), “Twenty-five years of corporate governance research and counting”. *Review of financial economics*, 10(3), pp. 191-212;
- Dogan, M.** (2013), “Does Firm Size Affect The Firm Profitability?” Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), pp. 53-59;
- Donckels, R., & Fröhlich, E.** (1991), “Are family businesses really different? European experiences from Stratos”. *Family business review*, 4(2), pp. 149-160;
- Dyer, W. G. (1986)**, “Cultural Change in family firms”. San Francisco: Jossey Bass;
- Eisenhardt, K. M.** (1985), “Control: Organizational and Economic Approaches”. *Management Science*, 31(2), pp. 134-149, January;
- Eisenhardt, K. M.** (1989), “Agency theory: An Assessment and Review”. *Academy of Management Review*, 14(1), pp. 57-74;
- Facio, M. e Lang, L.** (2002), “The Ultimate Ownership of Western European corporations”. *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365-395;
- Fahlenbrach, R.,** (2004), “Founder-CEOs and stock market performance”. Unpublished working paper. Wharton School, University of Pennsylvania, pp. 1-56;
- Fama, E. e Jensen, M.C.** (1983), "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 327-349;
- Fama, E. e Jensen, M.C.** (1983b), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325;
- Franks, J. e Mayer, C.** (1998), “Bank control, takeovers and corporate governance in Germany”, *Journal of Banking & Finance*, 22(10-11), pp. 1385-1403;
- Feltham T., Feltham G. e Barnett, J.** (2005), “The Dependence of Family Businesses on a Single Decision-Maker”. *Journal of Small Business Management*, 43(1), pp. 1-15;
- Fok, R. C., Chang, Y. C. e Lee, W. T.** (2004), “Bank relationships and their effects on firm performance around the Asian financial crisis: Evidence from Taiwan”, *Financial Management*, 33(2), pp. 89-112;
- Fritz, R.** (1993), “Empresa familiar: uma visão empreendedora”. São Paulo: Makron Books;

- Fujioka, N.** (2002), “Empresa familiar: fracasso ou sucesso?”. Fórum Paranaense de Administração Curitiba. Anais Spein;
- Gallo, Miguel Angel; Ribeiro, Vitor Sevilhano** (1996), “A Gestão das Empresas Familiares”. Iberconsult;
- Garcia, F. A.** (2005), “Governança corporativa”. Instituto de Economia, Univ. Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, pp. 1-41;
- García, J. P., Puerto, I. R., & de la Torre Olvera, C.** (2008), “Does family ownership impact positively on firm value?” In *Estableciendo puentes en una economía global*. Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing, ESIC;
- García, J. P., Puerto, I. R., & de la Torre Olvera, C.** (2011). “Concentración de propiedad y valor de mercado en la empresa familiar: un enfoque de gobierno corporativo”. *Pecunia: revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, (1), 111-131;
- García-Ramos, R., & Olalla, M. G.** (2011), “Estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: evidencia empírica en España”. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, 40(149), pp. 35-64;
- Gedajlovic, E. R., & Shapiro, D. M.** (1998), “Management and ownership effects: Evidence from five countries”. *Strategic Management Journal*, 19(6), pp. 533-553;
- Gedajlovic, E. e Shapiro, D.** (2002), “Management and ownership effects: evidence from five countries”. *Academy of Management Journal*, 45, pp. 565-575;
- Gersick, K. E.; Davis, J. A.; Hampton, M. M. & Lansberg, I.** (1997), “De Geração para Geração”. *Ciclos de Vida das Empresas Familiares*. Harvard Business School Press/ Negócio Editora, pp. 308;
- González, V. e González, F.** (2008), “Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence”. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 363-375;
- Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C.** (2003). “A unified systems perspective of family firm performance”. *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp. 451–465;
- Handler, W. C.** (1990), “Succession in owner-managed and family firms”. A mutual role adjustment between the entrepreneur and the next generation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 15(19), pp. 37-51;
- Handler, W. C.** (1994) “Succession in Family Business: A Review of the Research, *Family Business Review*”, 7(2), pp. 133-157;
- Hill, C., and S. Snell** (1988), “External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries.” *Strategic Management Journal*, 9, pp. 577-590;
- Hill, C., and S. Snell.** (1989), “Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity.” *Academy of Management Journal*, 32, pp. 25-46;

- Huang, G. & Song, F.M.** (2006), “The Determinants of Capital Structure: Evidence From China”, *China Economic Review*, 17, pp. 14-36;
- Hu, Y. e Izumida, S.** (2008), “Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with japaneses panel data”, *Corporate Governance An International Review*, 16(4), pp. 342-358;
- Jensen, Michael** (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”. *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880;
- Jensen, Michael C., Meckling, William H.** (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360;
- Jonsson, B.** (2007), “Does the size matter?” The relationship between size and profitability of icelandic firms”, *Bifröst Journal of Social Sciences*, 1, pp. 43-55;
- Kang, D.** (1998), “The Impact of Ownership Type on Performance in Public Corporations: A Study of the US Textile Industry 1983–1992,” *School Working Paper* (Harvard Business);
- Kaplan, S.** (1997), “Corporate governance and corporate performance, a comparison of Germany, Japan and US”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), pp. 86-93;
- Klein, A.** (2002), “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp. 375-400;
- Kole, S.** (1995), “Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data”. *Journal of Corporate Finance*, 1(3–4) pp. 413–435;
- Kuznetsov, P., & Muravyev, A.** (2001). “Ownership concentration and firm performance in Russia: the case of blue chips of the stock market”. *Acta Oeconomica*, 51(4), pp. 469-488;
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A.** (1999), “Corporate ownership around the World”. *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 471-517;
- La Porta, R., López DE Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R.** (2000), “Agency problems and dividend policies around the world”, *Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33;
- Leech, D., & Leahy, J.** (1991), “Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies”. *The Economic Journal*, pp. 1418-1437;
- Leone, N. M. D. C. P.** (1991), “A dimensão física das pequenas e médias empresas (PM E's): à procura de um critério homogeneizador.” *Revista de Administração de Empresas*, 31(2), pp. 53-59;
- Lester, R. H., & Cannella, A. A.** (2006), “Interorganizational Familiness: How Family Firms Use Interlocking Directorates to Build Community-Level Social Capital 1”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), pp. 755-775;
- Lodi, J.B.** (1987), “Sucessão e Conflito na Empresa Familiar”. São Paulo: Pioneira, pp. 151;
- Lodi, J.B.** (1998), “A empresa familiar”. 5ª Edição. São Paulo: Pioneira;

- Magretta, J.** (1998), “Governing the family-owned enterprise: Na interview with Finland’s Krister Ahlström”. *Harvard Business Review*, January/February, pp. 113-123;
- Martikainen, M., Nikkinen, J., & Vähämaa, S.** (2009), “Production functions and productivity of family firms: Evidence from the S&P 500”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), pp. 295-307;
- Marshall, J., Sorenson, R., Brigham, K., Wieling, E., Reifman, A. e Wampler, R.** (2006), “The paradox to succession-related processes and plans”. *Journal of Business Venturing*, vol. 21(3), pp. 348-368;
- Martins, José Coelho** (1999), “Empresas Familiares”, Lisboa, GEPE – Gabinete de Estudos e Prospetiva Económica do Ministério da Economia;
- Matthews, C. H, Moore, T. W., E Fialko, A. S.** (1999), “Succession in the family firm: A cognitive categorization perspective”. *Family Business Review*, 12(2), pp. 159-169;
- Maury, B.** (2006), “Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations”. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp. 321-341;
- McConaughy, D. L., Walker, M., Henderson, G., & Mishra, C. S.** (1998), “Founding family controlled firms: Efficiency and value”. *Review of Financial Economics*, 7(1), pp. 19;
- McConnell, J. J., and H. Servaes**(1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value.” *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612;
- Mcguire, M., Pratt, J. e Zeckhauser, R.** (1991), “Paying to Improve Your Chances. Gambling or Insurance”. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, pp. 329-338;
- Milgrom, Paul Robert; Roberts, Jonh** (1992), “Economics organization and management”. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall;
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., & Cannella, A.A.** (2007), “Are family firms really superior performers?” *Journal of Corporate Finance*, 13(5), pp. 829-858;
- Miller, E. J. e A. K. Rice** (1988), “The Family Business in Contemporary Society, in *Family Business Review*”, 1(2), pp. 193-210;
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H.** (2012). “Family firm governance, strategic conformity and performance: Institutional versus strategic perspectives”. *Organization Science*, 24(1), 189-209;
- Miguel, A.; Pindado, J. y de la Torre, C.** (2004), “Ownership structure and firm value: New evidence from Spain”, *Strategic Management Journal*, 25, pp. 1199-1207;
- 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*;
- Mishra, Chandra S., Trond Randoy, and Jan Inge Jenssen** (2001), "The effect of founding family influence on firm value and corporate governance." *Journal of International Financial Management & Accounting* 12(3), pp. 235-259;

- Morck, R. K., Shleifer, A., & Vishny, R.** (1988), “Management ownership and market valuation: An empirical analysis”. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), pp. 293-315;
- Morck, R. K., Stangeland, D. A., & Yeung, B.** (2000). “Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease”. In R. K. Morck (Ed.). *Concentrated corporate ownership*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 319–369;
- Morris, M. H., Williams, R. O., Allen, J. A., & Avila, R. A.** (1997). Correlates of success in family business transitions. *Journal of business venturing*, 12(5), pp. 385-401;
- Morris, M. H.; Williams, R. O.; Allen J. A.; Ávila R. A.** (1998). “Correlates of success in family business transitions”, 51(8);
- Neubauer, F. e Lanke, A. G.** (1991). “La empresa familiar: como dirigir la para que perdure”. Bilbao: Deusto;
- Neves, J. C.** (2001), “A Sucessão na Empresa Familiar: a Estrutura de Governo e o Controlo do Capital”. Conferência de Finanças Universidade dos Açores 2001-06-11, pp. 1-18;
- Nunes, P.J.M., Serrasqueiro, Z.M. & Sequeira, T.N.** (2009), “Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach”, *The Service Industries Journal*, 29(5), pp. 693-707;
- Oliveira, Djalma P. R.** (1999), “Planeamento Estratégico: conceito, metodologia e práticas”. *Competição—Estratégias Competitivas Essenciais*. 6ª. Edição, São Paulo, Editora Campus Ltda;
- Ortiz-Molina, H. e Peñas, M. F.** (2007), “Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems”, *Small Business Economics*, 30(4), pp. 361–383;
- Padron, Y., Aplinario, G., Santana, O. M., Martel, M.C.V, & Sales, L.J.** (2005), “Determinants Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Corporations”, *Journal of Risk Finance*, 6(1), pp. 60-68;
- Parigi, B. M., & Pelizzon, L.** (2004). “Does Local Market Correlation Matter for Ownership Structure and Control Rights?” Available at SSRN 621501;
- Paulo, Diana Narciso Alves** (2009). “Empresas familiares em Portugal”: sucessão competente, pp. 1-89;
- Pedersen, T. e Thomsen, S.** (2001), “The Causal Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies” Working Paper, pp. 15;
- Pérez-González, F.**, (2001), “Does inherited control hurt firm performance?” Unpublished working paper. Columbia University, pp. 1-37;
- Pinto, A. P. S., & Augusto, M. G.** (2014), “Are There Non-linear Relationships between Ownership Structure and Operational Performance?” Empirical Evidence from Portuguese SMEs Using Dynamic Panel Data. *International Journal of Business Administration*, 5(3), pp. 1-19;

- Pinto Jr, H. Q., & Pires, M. C. P.** (2000). “Assimetria de informações e problemas regulatórios”. Rio de Janeiro: Agência Nacional do Petróleo, Nota Técnica, (10), pp. 1-12;
- Porta, R. L., Lopez-De-Silane, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W.** (1996), “Trust in large organizations” (No. w5864). National Bureau of Economic Research;
- Poza, E. J.** (2007), Family business. New York: Thomson South-Western 2ª Edição;
- Rajan, R. G. e L. Zingales** (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, The Journal of Finance, 5(5), pp. 1421-1460;
- Renneboog, L.** (2000), “Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange”, Journal of Banking & Finance, 24(12), pp. 1959-95;
- Ross, Stephen A.** (1973), “The economic theory of agency: the principal’s problem”. The American Economic Review, 63(2), papers and proceedings of the 85th annual meeting of the American economic association, pp. 134-139;
- Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S., & Cabeza-García, L.** (2011), “Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence”. Family Business Review, 24(1), pp. 71-93;
- Saliha, T. & Abdessatar, A.** (2011), “The Determinants Of Financial Performance: An Empirical Test Using The Simultaneous Equations Method”, Economics and Finance Review 10(1), pp. 1-19;
- Scherr, F. C., & Hulburt, H. M.** (2001), “The debt maturity structure of small firms”. Financial management, pp. 85-111;
- Schulze, W., Lubatkin, M. e Dino, R.** (2002), “Altruism, agency, and competitiveness of family firms”, Managerial and decision economics, 23(4-5), pp. 247-259;
- Sharma, P.; Chrisman, J.; Chua, J.** (1999), “Strategic management of the family business: past research and future challenges”. Family Business Review, 10(1), pp. 1-35;
- Shleifer, A. e Vishny, R.** (1986), “Large shareholders and corporate control”, Journal of Political Economy, 94(3), pp. 458-461;
- Shleifer, A. e Vishny, R.** (1997), “A Survey of Corporate Governance”. The Journal of Finance, 52(2), pp. 737-783 (ISSN 00221082);
- Shubita, M. F., & Alsawalhah, J. M.** (2012), “The Relationship between Capital Structure and Profitability”. International Journal of Business and Social Science, 3(16), pp. 104-112;
- Silva, P. P.** (2009), “Comissão de Remunerações, Compensação dos Gestores e Desempenho das Empresas”. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – 33ª Edição dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp. 1-152;
- Silva, S.** (2012), “Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon”, pp. 1-55;
- Smith, Adam.** (1776), “The Wealth of Nations”. Editado por Edwin Cannan, 1904. Reimpressão de 1976. The University of Chicago press;

- Spence, Michael, Zeckhauser, R.** (1971), “Insurance Information and Individual Action”, *American Economic Review*, 61, pp. 380-387;
- Sraer, D., & Thesmar, D.** (2007), “Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market”. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), pp. 709-751;
- Stiglitz, Joseph E.** (1985), “Information and Economic Analysis: A perspective”. *The Economic Journal*, 95, pp. 24-41;
- Titman, S. e R. Wessels** (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, *The Journal of Finance*, 43(1), pp. 1-19;
- Uchida, K.** (2006), “Determinants of Stock Option Use by Japanese Companies”, *Review of Financial Economics*, 15(3), pp. 251-269;
- Ussman, A. M.** (2004), “Empresas Familiares”, 1ª edição, Lisboa, Edições Sílabo, pp. 17-53;
- Varian, Hal R.** (1992), “Microeconomic analysis”, 2, New York: Norton;
- Venter, E, Boshoff, C.; Maas, G.** (2005), “The Influence of Successor-Related Factors on the Succession Process in Small”. *Family Business Review*, 18(4), pp. 283-303;
- Villalonga, B., & Amit, R.** (2006), “How do family ownership, control and management affect firm value?”. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417;
- Wang, D.** (2006), “Founding family ownership and earnings quality”. *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 619-656;
- Ward, J. L.** (1987), “Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability and family leadership”. San Francisco: Jossey-Bass;
- Weinstein, A. G.** (1999), “Family business in the United States – Research and observations”. Presented at the 44th World conference of the International Council for Small Business. Naples, Italy;
- Weston, John Fred, Brigham, Eugene** (2004), “Fundamentos da administração financeira”. 10ª ed. São Paulo: Pearson Makron Books;
- Williamson, O. E.** (1985), “The Economic Institutions of Capitalism”. New York: The Free Press;

Sites visitados:

- **Pordata – Base de dados de Portugal Contemporâneo:**
<http://www.pordata.pt/Municipios/Pesquisa/5/179>
- **Programa Operacional Regional do Centro:** <http://www.maiscentro.qren.pt/>;
- **Associação Portuguesa das Empresas Familiares:**
<http://www.empresasfamiliares.pt>

Legislação:

- Decreto Lei n.º 35/2010, de 2 de Setembro.