

CESÁRIO MATEUS



Investigador no Centre for Analytical Finance e no Departamento de Finanças da The Aarhus School of Business, na Dinamarca. Bolseiro do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação da Dinamarca. Faz parte do Conselho Editorial

da ECONOMIA PURA.
cmateus@asb.dk



EMPRESAS FAMILIARES VS. RESTANTES

De que forma a estrutura de propriedade influencia o valor das empresas e o seu desempenho? Serão as fundadas e mantidas no seio familiar pior geridas, ou existe preconceito em relação a este tipo de empresas, que são a base da economia portuguesa?

As empresas familiares representam a parte mais importante do tecido empresarial português e são, a nível mundial, uma forma não negligenciável de organização empresarial. É costume associar-se a propriedade familiar às pequenas e médias empresas (PME). Estas ocupam um lugar importante nos países da OCDE, constituindo aproximadamente 95% do total de empresas e sendo responsáveis por cerca de 60 a 70% do emprego. Mas não é só no âmbito das PME que as empresas familiares ocupam um papel relevante. Nos EUA, 35% das companhias que constam no Stan-

dard & Poor's 500 têm origem em fundação familiar, representando cerca de 18% do capital. O controlo e influência são mais pronunciados do que se poderia supor, pois detêm 2,75 vezes mais assentos na administração do que a sua parte no capital sugeriria. Em Portugal, uma amostra de 1863 empresas do sector industrial indica que, para 35,8% das mesmas, o principal accionista é um indivíduo ou família, detendo pelo menos 49,9% das acções. Das cotadas no Euronext de Lisboa, 20% são detidas por particulares ou famílias, com uma percentagem directa ou indirecta entre os 25 e os 49,9%.

SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E ADMINISTRAÇÃO

É normal que à medida que as empresas ganham dimensão exista uma crescente separação entre a propriedade (accionistas) e quem administra, delegando os proprietários a gestão em profissionais, que a maior parte das vezes nem participam na mesma como accionistas. Existem inúmeras razões que alegam a favor da separação entre a propriedade e a administração da empresa, destacando-se: melhores conhecimentos técnicos por parte dos profissionais contratados; a dimensão do negócio, que pode levar a que tenham de se en-

volver inúmeros accionistas e nem todos podem pertencer à administração; possível venda da empresa, que permite aos novos accionistas manter os órgãos de gestão com vantagens para estes, etc. No entanto, com o aumento do profissionalismo na gestão, as empresas podem estar a operar mais para o benefício dos gerentes/gestores do que para o dos proprietários. Esta vantagem de separação entre propriedade e administração cria potencialmente um conflito de interesses entre estes dois grupos (problemas de agência)⁽¹⁾. Conflito esse que advém de os gerentes poderem sentir-se tentados a utilizar os fluxos de caixa livres (fluxos que excedem o requerido para financiar os projectos que tenham um valor actual líquido positivo) para aumentarem o seu poder, prestígio ou até vaidade (renovação da frota automóvel, aquisição de instalações sumptuosas para a administração, etc.), ou ainda para investir em projectos que não aumentam a riqueza dos accionistas (e que podem incluir investimentos com VAL negativo). Os gerentes podem prometer o aumento dos dividendos ou a futura recompra de acções como forma de passar parte da riqueza para os accionistas, mas ambos os casos deixam para os gestores o controlo de como usar os fluxos de caixa livres, podendo sempre, por exemplo, não proceder ao aumento dos dividendos. A emissão de dívida com posterior recompra de acções é um meio que os accionistas podem utilizar para obrigar os gestores a cumprirem as promessas, forçando-os a distribuírem valor aos credores na forma de juros. Um maior nível de endividamento funciona, portanto, como disciplinador das decisões dos gestores.

Assim, a estrutura de propriedade afecta o conflito de interesses entre accionistas e gerentes/gestores. Os interesses destes dois grupos ficam mais alinhados à medida que a relação entre a gestão e a propriedade aumenta, resultando num melhor desempenho da empresa. Por conseguinte, a noção de que a concentração de propriedade e a existência de grandes accionistas é inerentemente menos eficiente não é um dado adquirido. A relação combinada entre propriedade e administração pode ser mesmo vantajosa, pois os accionistas com maior poder podem ameni-

Quando é a família que detém o cargo de presidente executivo, o custo de endividamento é mais elevado

zar a expropriação de riqueza por parte da administração. Nesse sentido, a presença histórica de famílias com lugares na administração pode trazer vantagens no controlo e monitorização da gerência. O desejo de que a empresa sobreviva para as gerações subsequentes e preocupações quanto à reputação familiar sugerem que os accionistas “família” valorizem mais provavelmente a sobrevivência da empresa que a maximização da riqueza. Alguns estudos empíricos apontam também para o facto de que, tendo as famílias horizontes de investimento mais longos, haverá maior eficiência nos investimentos, o que facilita o desempenho.

EMPRESAS FAMILIARES E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Em sequência do conflito de interesses entre gestores e accionistas, investigação conduzida nos EUA para o conjunto das empresas da Fortune 500 no período 1994-2000 indica que, em geral, os credores vêem a propriedade das empresas por parte de famílias como uma estrutura organizacional que melhor protege os seus interesses. Os resultados indicam também que quando a família detém o cargo de presidente executivo o custo do endividamento é mais elevado em comparação com empresas familiares em que é exercido por alguém fora do âmbito familiar. Este custo é sobretudo atribuído quando o cargo é desempenhado pelos descendentes do fundador, em vez de quando ainda é o próprio fundador o presidente executivo. Esta evidência insinua, por um lado, que os fundadores fornecem valor acrescentado sem igual à empresa, através de uma capacidade natural que se consubstanciou na fundação da mesma; por outro lado, os descendentes tendem a contribuir para a diminuição do desempenho, talvez porque alguns obtêm o cargo de presidente executivo mais por laços familiares do que por terem qualificações para o lugar. Isto é consistente com estudos que apontam para um forte desempenho das empresas nos primeiros anos após a sua fundação (quando o fundador está no início da sua carreira) e um fraco desempenho nos anos subsequentes. Para além disto, os presi-

NOTA

(1) Teoria da agência, sobre a relação entre o principal (accionista) e um agente do principal (gestor/gerente da empresa).

dentos executivos pertencentes à família são mais apegados e permanecem mais tempo no cargo. Então, a empresa tende a criar mais valor com uma propriedade familiar por comparação com uma não-familiar nos casos em que o fundador exerce o cargo de presidente executivo ou em que este é externo à família.

CONFLITOS ENTRE ACCIONISTAS E CREDORES

Há também um problema de alinhamento de interesses entre os accionistas (e gerentes que actuam no interesse destes) e os credores. O conflito surge porque os accionistas são pouco incentivados a reduzir as perdas da empresa na eventualidade de falência. Os dirigentes que actuam no melhor interesse dos accionistas optarão por empreender investimentos mais arriscados, que têm o efeito de aumentar o património dos accionistas em detrimento dos credores. Para as empresas com um grande volume de dívidas, os dirigentes talvez tenham incentivo para realocar os activos de forma a reduzir o valor

total das mesmas com o fim de beneficiar os accionistas. Como os credores estão cientes de que, sob certas circunstâncias adversas, os dirigentes podem ver-se tentados a prejudicá-los, limitarão os seus empréstimos. Tais conflitos de agência podem ser minimizados em empresas de propriedade familiar. Este tipo de propriedade é comum em grandes empresas cotadas e relaciona-se estatística e economicamente com um menor custo de endividamento. Os resultados são consistentes com a ideia de que as de fundação familiar têm uma estrutura que resulta em menores conflitos de agência entre accionistas e credores. Isto sugere que os financiadores as visualizam como uma estrutura organizacional que melhor protege os seus interesses, levando, conseqüentemente, a um custo de financiamento mais baixo para este grupo de empresas.

QUAL A IMPORTÂNCIA DAS EMPRESAS FAMILIARES?

A indústria portuguesa comporta um significativo número de empresas de propriedade familiar. Na tabela Resumo Estatístico da Amostra, as empresas familiares representam 35,8% de uma amostra de 1863 firmas para o período de 1994 a 2003, definindo-se estas pela situação em que um particular ou família está identificado como accionista e possui pelo menos uma propriedade directa ou indirecta de 49,9% do capital da empresa. O peso relativo deste tipo de organizações decresce à medida que a dimensão – determinada com base no critério número de trabalhadores – da empresa aumenta. Situação inversa verifica-se para o conjunto de empresas não-familiares. Na última coluna apresenta-se o número de empresas onde não é conhecido o seu grau de independência ou nenhum dos accionistas

RESUMO ESTATÍSTICO DA AMOSTRA

N.º de accionistas	N.º de empresas	Empresas familiares	Empresas não familiares	Não detidas
<= 100	1146	416	730	100
> 100	717	131	586	123
>= 750	154	14	140	16
Total	1863	561	1306	140

FONTE Autor

SECTORES MAIS REPRESENTADOS

Sector	N.º de empresas	Empresas familiares	Empresas não familiares	Não detidas
Alumínio	216	169	47	0
Alumínio e derivados	316	26	290	0
Alumínio	216	14	202	0
Produtos metálicos	121	12	109	0
Alumínio	121	10	111	0
Produtos metálicos não ferrosos	121	10	111	0
Indústria e equipamentos	114	10	104	0
Metalurgia	81	24	57	0
Total	1531	425	1106	0

FONTE Autor

detêm mais de 24,9% do capital. A tabela Sectores Mais Representados apresenta os oito sectores – de um conjunto de 23 – com maior número de empresas na amostra (as dos oito sectores representam cerca de 71% do total). No que diz respeito às empresas familiares a proporção é ainda mais significativa, rondando os 78%, notando-se uma forte concentração nas indústrias têxtil, de vestuário e calçado.

CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE SIGNIFICA MELHOR DESEMPENHO?

Conforme já exposto, a existência de grandes accionistas poderá minimizar os conflitos entre estes e gestores, levando a um melhor desempenho das empresas. Nesse sentido, para a amostra atrás definida construiu-se um indicador de independência das empresas com três níveis: nível 1, para aquelas onde não está identificado nenhum accionista (particular, família, empresa, etc.) com pelo menos 24,9% do capital; nível 2, onde existe pelo menos um accionista com uma parte do capital entre os 24,9% e os 49,9%; e nível 3, onde um accionista tem mais de 49,9% do capital. Como variável desempenho da empresa utilizaram-se duas aproximações: a taxa de rentabilidade do activo e o *cash flow* dividido pelo total do activo, sendo idênticos para ambos os casos os resultados obtidos. Foram também utilizadas inúmeras variáveis de controlo tais como: dimensão da empresa, peso da dívida de curto e de longo prazo, antiguidade da mesma, variação das vendas, taxa de juro sem risco, risco do negócio, especificidade de cada sector, etc. A tabela Desempenho e Independência apresenta os coeficientes estimados da variável indicador de independência para o conjunto das empresas, também desagregadas em três sub-

grupos: pequenas (até 100 trabalhadores), médias (de 100 a 250) e grandes (mais de 250). Observa-se que uma maior concentração accionista indicia melhor desempenho da empresa, com excepção da subamostra de até 100 trabalhadores. Um pior desempenho à medida que a concentração accionista aumenta, para este subgrupo de empresas, pode estar associado na maioria dos casos a, em face da sua pequena dimensão, o accionista e o gestor se confundirem numa só pessoa, levando a inevitáveis ineficiências. Para as médias e grandes empresas, a melhoria de desempenho das que têm um grande accionista aumenta, visto que, numa boa parte delas, alguns cargos de administração são desempenhados por gestores contratados (havendo no entanto um controlo apertado das suas decisões, reduzindo o eventual conflito de interesses entre propriedade e administração).

TERÃO AS EMPRESAS FAMILIARES ALGUMA VANTAGEM?

As empresas familiares podem ter alguma vantagem junto dos credores pelo facto de minimizarem os conflitos entre accionistas e credores. Se for este o caso, levará a um menor custo de endividamento, logo, a um melhor desempenho. No sentido de aferir se as familiares têm melhor desempenho que as restantes, construíram-se três variáveis binárias, utilizando-se uma de cada

DESEMPENHO E INDEPENDÊNCIA

Indicador	Indicador
Taxa	0,1327*
Proporção	0,1374*
Média	0,1382*
Grande	0,1382*

NOTA: (1) e (2) indicam, respectiva e estatisticamente, significativo para 1% e 10%.

FONTE: Autor

vez na regressão, e mantendo-se as variáveis definidas anteriormente para medir o desempenho e outros factores que o possam determinar. As diferentes variáveis binárias assumem o valor de 1 se a empresa for de propriedade familiar e de 0 nas três seguintes situações: exista um grande accionista não-família, não exista uma propriedade definida, as duas situações em conjunto. O resultado que mais ressalta da análise da tabela Empresas Familiares vs. Restantes é o de que, em média, as familiares têm pior desempenho quando comparadas com as restantes, *ceteris paribus*. O resultado é mais evidente quando se analisa apenas o grupo com mais de 250 trabalhadores. Ao alinhar estes dados com investigações anteriores, verifica-se que as grandes empresas de propriedade familiar, quando geridas por alguém da família, têm um custo de endividamento superior que se manifesta num pior desempenho. Parece ser o caso deste grupo de empresas portuguesas, onde o presidente executivo normalmente não é exterior ao âmbito familiar.

EMPRESAS FAMILIARES VS. RESTANTES

Indicador	Variável Binária		Indicador
	Existência	Existência	
Taxa	0,1357*	0,1329*	0,1327*
Proporção	0,1423*	0,1311*	0,1374*
Média	0,1382*	0,1311*	0,1382*
Grande	0,1382*	0,1311*	0,1382*

NOTA: (1), (2) e (3) indicam, respectiva e estatisticamente, significativo para 1%, 5% e 10%.

FONTE: Autor

CONVÉM MANTER A PRESIDÊNCIA NA FAMÍLIA?

Os descendentes do fundador tendem a contribuir para a diminuição do desempenho da empresa quando comparados com o fundador. Isto advém, conforme defendido em inúmeros estudos, de por vezes os descendentes não possuírem qualificações necessárias para a correcta interpretação das necessidades da empresa, limitando-se a continuar o negócio, sem inovação e sem uma análise perspicaz da evolução do ambiente onde a mesma se posiciona. Face à ausência de dados que permitam saber se a presidência ainda se mantém nas mãos do fundador ou não, utilizou-se como aproximação o número de anos de laboração da empresa. Assim, assumiu-se que empresas familiares com menos de 30 anos se manteriam ainda com o fundador presidente, ao contrário das restantes. A variável binária utilizada assume então o valor de 1 para

empresas com mais de 30 anos e 0 caso contrário, mantendo-se nas regressões as mesmas variáveis dependentes e de controlo. Os resultados apresentados na tabela Fundador vs. Descendente indiciam que o fundador acrescenta valor à empresa, medido pelo desempenho da mesma.

Os descendentes do fundador tendem a contribuir para a diminuição do desempenho da empresa

Esta situação é mais vincada nas pequenas empresas, onde na generalidade a passagem de testemunho é efectuada para os descendentes.

VANTAGENS E DESVANTAGENS

Os resultados apresentados permitem, embora com algumas precauções inerentes a qualquer análise empírica, retirar para o conjunto das empresas em estudo no período 1994-2003 conclusões a quatro níveis. Primeiro, as familiares são uma

realidade importante da economia portuguesa. Segundo, a concentração de propriedade não é maléfica; pelo contrário, poderá contribuir para um melhor desempenho através da diminuição dos conflitos de interesse entre gestores e accionistas. Terceiro, as empresas familiares, em particular as com mais de 250 trabalhadores, têm uma desvantagem competitiva por em média manterem durante demasiado tempo o mesmo presidente executivo ou, na altura da sua substituição, se optar por alguém da família quando a empresa precisa de sair da esfera familiar. Desta forma, e por último, o desempenho das familiares é, na generalidade, pior para aquelas em que a presidência já não é ocupada pelo fundador, mas sim pelos descendentes. Esta situação é mais evidente para as pequenas empresas onde a passagem de "testemunho" dentro da família é a situação usual. Tal como qualquer estudo, também este é um produto inacabado. Um estudo futuro que incluía (quer para estas empresas, quer para as cotadas no Euronext de Lisboa) uma análise qualitativa, questionando o que, quantitativamente, com os elementos disponíveis, não se pode responder, será não só interessante mas acima de tudo desejável. **EP**

FUNDADOR VS. DESCENDENTE

Empresas Fundador	Empresas Descendente
1,000000	0,000000
0,000000	0,000000
0,000000	0,000000
0,000000	0,000000
0,000000	0,000000

NOTA: (1), e (2) indicam respectiva e estatisticamente significativo para 1% e 5%.

FONTE: Autor

PARA SABER MAIS

Anderson R., Reeb D. (2004), **Board Composition: Balancing Family Influence in S&P Firms**, Administrative Science Quarterly, 49, 209-237
 Anderson R., Reeb D. (2003), **Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500**, Journal of Finance, 58, 1301-1328
 Anderson R., Mansi S., Reeb D. (2003), **Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt**, Journal of Financial Economics, 68, 263-285
 Ang J., Cole R., Lin J. (2000),

Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Finance, 55, 81-106
 Barth E., Gulbrandsen T., Schone P. (2005) **Family Ownership and Productivity: The Role of Owner-Management**, Journal of Corporate Finance, 11, 107-127
 Fleming G., Heaney R., McCoster R. (2005), **Agency Costs and Ownership Structure in Australia**, Pacific Basin Finance Journal, 13, 29-52
 Jensen M., Meckling (1986), **Agency Costs of Free Cash Flow,**

Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, 76, 323-329
 Jensen M., Meckling W. (1976), **Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, 3, 305-360
 Mateus, C. (2005), **The Effect of Family Ownership on Firm Value and Performance: Evidence from Western Europe**, working paper, The Aarhus School of Business
 Shleifer A., Vishny R. (1997), **A Survey of Corporate Governance**, 52, 737-783