



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

A Concentração da Propriedade e a Contestabilidade do Poder nas Empresas Familiares

Henrique Gouveia Cardoso de Matos Fonseca

Mestrado em Contabilidade

Orientadora:

[PhD] Inna Choban de Sousa Paiva, Professora Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Outubro, 2022



**BUSINESS
SCHOOL**

A Concentração da Propriedade e a Contestabilidade do Poder nas Empresas Familiares

Henrique Gouveia Cardoso de Matos Fonseca

Mestrado em Contabilidade

Orientadora:

[PhD] Inna Choban de Sousa Paiva, Professora Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Outubro, 2022

Resumo

A presente dissertação tem como objetivo analisar o impacto da concentração da propriedade e de contestabilidade ao poder do acionista maioritário no valor das empresas familiares e comparar com as empresas não familiares. Procedeu-se à recolha manual dos dados das empresas, tendo por referência empresas portuguesas e espanholas, cotadas entre 2015 e 2020. O valor das empresas foi medido através do cálculo do Tobin's Q. De modo a investigar a relação do valor da empresa com a concentração de propriedade e contestabilidade, desenvolveu-se um modelo de regressão linear múltipla.

Os resultados obtidos indicam que a concentração da propriedade nas empresas familiares está relacionada com a diminuição do valor nas empresas, comparando com as empresas não familiares. Este resultado poder ser explicado pelo maior incentivo de expropriação dos acionistas minoritários nestas empresas. Adicionalmente, os resultados obtidos indicam que a contestabilidade não tem um impacto significativo nas empresas familiares, porém tem um impacto negativo no valor das empresas não familiares.

Palavras-chave: Empresas Familiares, Acionistas Maioritários, Valor da Empresa, Propriedade Concentrada

JEL Classification System:

M41: Contabilidade

Abstract

The present dissertation aims to analyze the impact of ownership concentration and contestability to the power of the controlling shareholder on the value of family firms and to compare to non-family firms. The companies' data was collected manually, having Portuguese and Spanish listed companies as a reference, between 2015 and 2020. The firm's value was measured using Tobin's Q. To investigate the relationship between firm value and contestability, a multiple linear regression model was developed.

The results obtained indicate that the ownership concentration in family firms is related to the decrease of the company value when compared to non-family firms. This result can be explained by the greater incentives for expropriation of minority shareholders in this companies. Additionally, the results obtained indicate that contestability does not have a significant impact on family firms, however it does have a negative impact on the value of non-family firms.

Palavras-chave: Family Firms, Majority Shareholders, Firm Value, Ownership concentration

JEL Classification System:

M41: Accounting

Índice

Resumo.....	i
Abstract	ii
Índice de Tabelas.....	v
Índice de Figuras	vi
Lista de Abreviações.....	vii
Introdução.....	1
Capítulo 1. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses.....	3
1.1 Conceito de Empresas Familiares e Teorias	3
1.1.1 Teoria da Agência	4
1.1.2 Teoria do <i>Stakeholder</i>	5
1.2 Valor da Empresa e Concentração de Propriedade	6
1.3 Valor da Empresa e Contestabilidade	9
Capítulo 2. Metodologia.....	11
2.1 Dados e Amostra	11
2.2 Descrição das Variáveis	12
2.2.1 Variável Dependente: Tobin's Q	12
2.2.2 Variáveis Independentes	13
2.3.3 Variáveis de Controlo	14
2.4 Modelo Empírico	15
Capítulo 3. Resultados.....	16
3.1 Estatísticas Descritivas	16
3.2 Matriz das Correlações.....	18

3.3 Resultados da Regressão.....	19
3.4 Análise de Robustez	21
Conclusões	24
Referências Bibliográficas	26
Anexos.....	29
Anexo A - Pressupostos do Modelo de Regressão Linear Múltipla.....	29

Índice de Tabelas

Tabela 1: Definição de Empresas Familiares na Literatura	3
Tabela 2: Literatura Existente sobre Concentração da Propriedade, Contestabilidade e Valor da Empresa.....	6
Tabela 3: Dados e Amostra	12
Tabela 4: Variável Dependente e Respetivo Método de Cálculo.....	13
Tabela 5: Variáveis Independente e Respetivos Métodos de Cálculo	13
Tabela 6: Variáveis Controlo e Respetivos Métodos de Cálculo	14
Tabela 7: Principais Estatísticas Descritivas da Amostra.....	16
Tabela 8: Índice de Avaliação de Acordo com a Propriedade da Empresa e o Nível de Contestabilidade	17
Tabela 9: Matriz de Correlações de Pearson.....	18
Tabela 10: Resultados do Método de Regressão Linear	19
Tabela 11: Teste de Robustez com substituição de uma variável de controlo	22
Tabela 12: Coeficientes de Correlação.....	30
Tabela 13: Estatística Descritiva dos Resíduos.....	30
Tabela 14: Resumo do Modelo e Teste Durbin-Watson	30

Índice de Figuras

Figura 1: Diagrama de Dispersão dos Resíduos Estandarizados e os Valores Previstos Estandarizados	29
Figura 2: Distribuição dos Resíduos Estandarizados	31
Figura 3: Distribuição Esperada vs. Observada	31

Lista de Abreviações

CEO Chief Executive Officer

PIB Produto Interno Bruto

VIF *Variance Inflation Factor*

Introdução

As empresas familiares são predominantes na maior parte das economias mundiais. Na generalidade dos países europeus, as empresas familiares constituem uma realidade particular do tecido económico, embora a sua importância varie de economia para economia (Miralles-Marcelo et al., 2014).

As empresas familiares representam 89% do tecido empresarial espanhol, gerando 67% de emprego e apresentando um volume de negócios de 57% do Produto Interno Bruto (PIB) (KPMG et al., 2021). No caso de Portugal, segundo a Associação Portuguesa das Empresas Familiares (2018), entre 70% a 80% das empresas em Portugal apresentam uma estrutura familiar, contribuindo 50% para o emprego e representando 65% do PIB nacional.

As empresas familiares são caracterizadas pela concentração de propriedade, uma vez que têm um acionista que detém de uma grande percentagem de capital, sendo este a família fundadora da empresa. No entanto, as famílias também convivem com outros acionistas cujo poder de voto e controlo varia, isto é, a distribuição de propriedade pode variar entre um pequeno número de grandes acionistas para um grande número de pequenos acionistas, para além do acionista controlador (Sacristán-Navarro et al., 2015).

A teoria da agência refere que os acionistas familiares podem exercer pressão de forma a cuidarem dos seus interesses e obterem benefícios privados em detrimento dos acionistas minoritários. É neste sentido que os grandes acionistas não familiares podem desempenhar um papel importante, uma vez que podem contestar o poder da família de forma a protegerem os seus interesses. Por outro lado, pode existir conflito entre os acionistas familiares e não familiares, de forma a desviar recursos e obter benefícios privados, diminuindo o valor da empresa (Moolchandani & Kar, 2021).

O principal objetivo do presente trabalho é analisar o impacto da concentração da propriedade e da contestabilidade ao poder do primeiro grande acionista tem no valor da empresa e entender as diferenças deste impacto entre as empresas familiares e as não familiares. O estudo é desenvolvido para uma amostra de um total de 216 empresas cotadas, sendo 175 empresas de Espanha e 41 empresas de Portugal, sob um período de 5 anos, entre 2015 e 2020.

Os resultados obtidos demonstram que, nas empresas familiares, uma propriedade mais concentrada diminui o seu valor, o que pode ser explicado pelos maiores incentivos de expropriação dos acionistas minoritários nestas empresas (Jara-Bertin et al., 2008).

Adicionalmente, a contestabilidade ao poder não tem um impacto significativo nas empresas familiares, porém tem um impacto negativo no valor das empresas não familiares o que, para este tipo de empresas, vai de encontro às conclusões do estudo de Jara-Bertin et al. (2008).

O presente estudo contribui para a literatura existente sobre empresas familiares, nomeadamente sobre a contestabilidade ao poder do primeiro grande acionista pelo segundo e terceiro maiores acionistas e o seu impacto no valor das empresas familiares, que é um tema pouco explorado pela literatura (Sacristán-Navarro et al., 2015). Adicionalmente, as conclusões obtidas ajudam a perceber melhor as características das empresas familiares e a destacar diferenças face às empresas não familiares.

Relativamente à sua estrutura, esta dissertação está dividida em duas partes principais: a fundamentação teórica e o estudo empírico. O capítulo um apresenta a revisão de literatura e o desenvolvimento das hipóteses, onde são abordados os seguintes temas: definição de empresa familiar, apresentação das principais teorias subjacentes ao objetivo do estudo, valor da empresa, concentração de propriedade e contestabilidade.

O capítulo dois diz respeito à metodologia de investigação, começando por descrever os dados e a amostra recolhidos para o estudo. Segue-se a apresentação das variáveis e, no último ponto, é demonstrado o modelo empírico utilizado.

Os resultados e a sua análise são reportados no capítulo três. Começa-se pela análise descritiva das principais variáveis e, nos pontos seguintes analisam-se os resultados obtidos através do modelo de regressão linear, aferindo sobre a validação ou não das hipóteses formuladas no capítulo um.

Por último, a conclusão que tece as conclusões da investigação, enfatizando o contributo da dissertação no debate do valor das empresas familiares e expõe as limitações da investigação bem como sugerindo pistas para futuras linhas de investigação.

Capítulo 1. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses

1.1 Conceito de Empresas Familiares e Teorias

O conceito de empresa familiar é uma questão complexa, pelo que ainda não foi alcançada uma definição satisfatória e consensual de como definir um negócio familiar. Na maior parte dos estudos, a definição de empresa familiar vai de encontro ao facto da organização ser controlada e, normalmente, dirigida por vários membros da mesma família, por vezes ao longo de várias gerações (Kraiczy, 2013).

A Tabela 1 identifica diferentes definições de empresas familiares utilizadas em diversos estudos:

Tabela 1: Definição de Empresas Familiares na Literatura

Autor(es)	Definição
Anderson and Reeb (2003)	Empresa familiar se o fundador e a sua família imediata detiverem ações da empresa.
Chrisman et al. (2005)	A definição de empresa familiar inclui os seguintes componentes: (1) propriedade, (2) governação, (3) gestão, e (4) sucessão transgeracional.
Distelberg and Sorenson (2009)	Todos os indivíduos relacionados por sangue, casamento ou adoção são normalmente considerados familiares. No entanto, indivíduos não relacionados por sangue, casamento ou adoção, mas que compartilham objetivos, recursos e um compromisso com o todo também podem ser considerados família.
F. Simões Vieira (2014)	Empresa familiar se a família fundadora ou um membro da família controlar pelo menos 20% do patrimônio e estiver envolvido na administração da empresa.

Tabela 1 (continuação)

Autor(es)	Definição
Miralles-Marcelo et al. (2014)	Empresa familiar se for detida e controlada por uma família.

Devido à ampla variedade de definições, é pouco provável que surja uma definição comum num futuro próximo. Assim, é de grande importância que os investigadores no campo das empresas familiares descrevam o subconjunto de empresas familiares que investiga em detalhe.

Tendo em conta os países analisados, a definição utilizada neste estudo tem um foco no controlo familiar, isto é, uma empresa é considerada familiar se for detida e controlada por uma família. Esta definição vai de encontro ao estudo de Anderson e Reeb (2003) que classificam uma empresa como empresa familiar quando a família fundadora possui uma participação na empresa e/ou se há membros da família presentes no conselho de administração. Assim, através desta definição, as empresas foram individualmente classificadas como sendo familiares e não familiares.

1.1.1 Teoria da Agência

A teoria da agência surge devido à separação da propriedade e da gestão nas empresas. Esta separação origina assimetrias de informação que podem proporcionar comportamentos oportunos por parte do agente (o gestor), dado que este pode ter objetivos diferentes do principal (o proprietário) e, dessa forma, seguir os seus próprios interesses (Jensen & Meckling, 1976) - problema de agência tipo I. Outro problema que surge desta teoria (problema de agência tipo II) é entre acionistas majoritários e minoritários, isto é, problemas de expropriação dos acionistas minoritários (Shleifer & Vishny, 1997).

As empresas familiares são afetadas maioritariamente pelo problema de agência tipo II, uma vez que a propriedade e a gestão se sobrepõem significativamente neste tipo de empresas (Salvato & Moores, 2010). Por norma, nas empresas familiares os gestores são os próprios proprietários da empresa, o que resulta na atenuação ou até mesmo eliminação dos conflitos entre proprietários e gestores (Jensen e Meckling, 1976).

Com base na teoria da agência e, sendo a família o maior acionista, nas empresas familiares, esta pode extrair benefícios privados em detrimento dos interesses dos acionistas

minoritários, o que diminui o valor da empresa. No entanto, outros *blockholders* (proprietários de um grande conjunto de ações e/ou títulos) podem impedir este comportamento desafiando a família e contestando o seu poder, aumentando o valor da empresa (Sacristán-Navarro, 2015).

1.1.2 Teoria do *Stakeholder*

Segundo Paiva et al. (2016), apesar da sua importância para a análise dos conflitos entre grandes e pequenos acionistas, a *“agency theory is not equally useful if one is interested in considering the claims of other stakeholder groups besides shareholders and their consideration in managers’ decision-making”*. Assim, a teoria do *stakeholder* pode fornecer uma visão complementar na análise de questões relacionadas com as empresas familiares.

A teoria do *stakeholder* tem por base a ideia de que para além dos acionistas existem outros agentes que detêm interesse nas ações e decisões das empresas. Estes agentes são denominados de *stakeholders*: grupos e indivíduos que beneficiam ou são prejudicados e, cujos direitos são violados ou não respeitados por ações corporativas (Freeman, 1999).

Zellweger e Nason (2008) propuseram três argumentos que explicam a relevância de utilizar a teoria do *stakeholder* no contexto das empresas familiares. Primeiro, contrariamente às empresas não familiares, as empresas familiares apresentam um grupo de *stakeholders* extra, a família. Segundo, uma vez que os individuais nas empresas familiares, normalmente, desempenham múltiplos papéis de *stakeholders* (por exemplo, funcionário, proprietário, gerente, membro da família), é de esperar que estas empresas tenham incentivos particulares em satisfazer estes *stakeholders*. Em terceiro lugar, existem evidências de que as empresas familiares apresentam fortes relações com a comunidade e estão inseridas no contexto social das suas empresas.

Segundo Heino et al. (2020), as empresas familiares não se limitam a servir os interesses económicos da família e dos outros acionistas da empresa. Estas empresas adotam uma abordagem estreita aos *stakeholders*, adotando um comportamento sustentável com um número limitado de grupos de *stakeholders*, isto é, os *stakeholders* que são vitais para a sobrevivência da empresa possuem, substancialmente, poder, legitimidade e propriedade responsável em relação à empresa.

A teoria do *stakeholder* destaca um aspeto importante relacionado com os acionistas minoritários. Com base nesta teoria, a empresa dá prioridade a uma boa relação com os grupos ou individuais que detêm interesse, dando uma certa confiança e sentimento de descontração aos acionistas minoritários colocando-as mais à vontade para lidar com as empresas familiares (Heino et al, 2020).

1.2 Valor da Empresa e Concentração de Propriedade

A Tabela 2 apresenta diversos estudos que se focaram na concentração de propriedade e valor das empresas familiares.

Tabela 2: Literatura Existente sobre Concentração da Propriedade, Contestabilidade e Valor da Empresa

Autores	Dados/Amostra	Objetivo	Conclusões
Ducassy and Guyot (2017)	2118 observações de empresas cotadas francesas, de 2000-2009	Estudar a ligação entre a estrutura de propriedade e o seu desempenho.	A contestabilidade ao poder do primeiro acionista aumenta a performance.
García-García et al. (2020)	96 empresas cotadas espanholas, de 2008-2018	Analisar o impacto da concentração de propriedade e contestabilidade no investimento de R&D.	A contestabilidade nas empresas familiares é maior quanto maior a propriedade nas mãos de outros acionistas familiares.
Jara et al. (2018)	595 empresas cotadas em 6 países da América do Sul, de 2000-2015	Analisar o efeito de múltiplos grandes acionistas no valor da empresa.	A contestabilidade ao aumentar, aumenta a performance da empresa. Esta relação é mais significativa nas empresas familiares.
Jara-Bertin et al. (2008)	1.208 empresas de 11 países europeus, de 1996-2000	Analisar o impacto da contestabilidade ao poder do maior acionista no valor das empresas familiares.	A contestabilidade ao controlo do maior acionista aumenta o valor das empresas familiares.
Konijn et al. (2011)	3722 observações em empresas dos EUA, de 1996–2001	Investigar o impacto das diversas estruturas de <i>blockholders</i> no valor da empresa.	A dispersão dos <i>blockholders</i> diminui o valor da empresa.

Tabela 2 (continuação)

Autores	Dados/Amostra	Objetivo	Conclusões
Rossi et al. (2018)	1956 observações em Itália de, 2002-2013	Investigar a relação entre custos de agência e estrutura de propriedade.	Nas empresas familiares, coalizões entre acionistas majoritários e minoritários ajudam a reduzir os custos de agência.
Sacristán-Navarro et al. (2015)	126 empresas espanholas, de 2004-2010	Analisar o impacto da existência de múltiplos acionistas, dos direitos de voto de outros grandes acionistas em relação aos da família, da distribuição final do poder, da identidade dos <i>blockholders</i> e da existência de acordos entre acionistas, no valor da empresa	Nas empresas familiares, a existência de outros grandes acionistas tem um impacto positivo no valor da empresa; - O valor das empresas familiares aumenta no caso de existir contestabilidade moderada, isto é, se os outros acionistas não detiverem tanto ou mais poder que a família.
Santos et al. (2015)	938 empresas cotadas de 13 países europeus, de 2002-2006	Investigar se a existência de estruturas complexas desempenha um papel importante na governação corporativa.	A contestabilidade tem um efeito positivo no valor da empresa; - A expropriação das minorias é menor quando o controlo é mais contestável.

Apesar da existência de vários grandes acionistas aliviar determinados problemas da agência, através de uma supervisão direta dos proprietários, a concentração de propriedade nas mãos de um pequeno número de acionistas pode intensificar divergências de interesses entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (Davis et al. 1997), originando problemas de expropriação de minorias.

As empresas familiares tornam-se um interessante caso de estudo no que toca à concentração de propriedade, uma vez que este tipo de empresas é caracterizado por uma

elevada propriedade concentrada, com alguns grandes acionistas, para além da família, que detêm de uma parte significativa da empresa (Sacristán-Navarro et al., 2015).

Com base na teoria da agência, os acionistas familiares podem exercer pressão de forma a cuidarem dos seus interesses e obterem benefícios privados, mesmo que isso prejudique os interesses dos outros acionistas, o que poderá diminuir o valor da empresa. Nesse sentido, os grandes acionistas não familiares, são prováveis de desempenhar um papel importante por duas razões: devido à sua participação relevante e à necessidade de se protegerem do possível uso excessivo de poder pelos principais acionistas familiares (Sacristán-Navarro et al., 2015; Jara et al., 2018).

Estes acionistas podem criar alianças entre si para desafiar a família e, consequentemente, acionar oportunidades de contestação do poder da família. De acordo com Santos et. al (2014), a expropriação das minorias é menor nas empresas quando o controlo é mais contestável.

De acordo com Sacristán-Navarro et al. (2015), a existência de controlo familiar em demasia pode diminuir o valor da empresa. No entanto, a existência de outros grandes acionistas tem um impacto positivo no valor da empresa, desde que a família detenha a maioria dos direitos de voto. Neste sentido, Maury e Pajuste (2005) apoiam que deve existir uma distribuição de poder mais equilibrada dos direitos de voto, de forma a aumentar o valor da empresa, sendo que este efeito é mais notável nas empresas familiares, uma vez que estes são mais prováveis de extrair benefícios privados, enquanto o seu poder não for desafiado.

É apoiado por diversos autores que devem existir estruturas de propriedade equilibradas com vários grandes acionistas, isto é, uma propriedade mais dispersa (Maury & Pajuste, 2005; Jara-Bertin, 2008). Uma propriedade mais equilibrada faz aumentar o desempenho das empresas, dado que existe um monitoramento mútuo dos grandes acionistas.

Assim, os estudos anteriores indicam que a distribuição da propriedade por vários acionistas de referência é mais relevante nas empresas familiares devido a maiores incentivos de expropriação dos acionistas minoritários, explicado pelo maior incentivo de expropriação dos acionistas minoritários nestas empresas (teoria da agência). Assim, o estudo formula a seguinte hipótese:

Hipótese 1: A maior concentração de propriedade está negativamente e significativamente relacionada com o valor das empresas familiares, comprando com as não familiares.

1.3 Valor da Empresa e Contestabilidade

A literatura anterior demonstra que a existência de outros acionistas significativos desempenha um papel importante de oposição ao poder do acionista controlador (Maury & Pajuste, 2005; Jara-Bertin et al., 2008, 2018; Sacristán-Navarro et al., 2015). Jara et al. (2018) considera que a contestabilidade é a probabilidade de os grandes acionistas não dominantes monitorizarem ou desafiarem o poder do maior acionista.

Numa estrutura de propriedade que apresenta um acionista dominante e outros grandes acionistas, pode existir dois tipos de relação. Por um lado, pode haver conluio entre os dois tipos de acionista, de forma a procurar formas de expropriar a riqueza e desviar recursos corporativos para benefícios privados, em detrimentos dos acionistas minoritários, destruindo assim o valor da empresa (Moolchandani & Kar, 2021). Por outro lado, pode existir o incentivo de monitorização por parte dos acionistas não controladores através de ações individuais ou de coligações com os outros acionistas de forma a desafiar o poder do acionista controlador e, por sua vez, melhorar o valor da empresa.

Em geral, a literatura empírica destaca o efeito positivo que a contestabilidade ao controlo tem sobre o desempenho financeiro das empresas. Jara-Bertin et al. (2008) constataram que a contestabilidade aumenta o valor nas empresas familiares. Santos et al. (2015) investigaram uma amostra de empresas europeias, concluindo que a presença de vários grandes acionistas e a contestabilidade aumentam o valor da empresa. Desta forma, existe um feedback positivo sobre a influência de vários *blockholders* e contestabilidade no valor e na tomada de decisões das empresas.

A contestabilidade é importante em todas as empresas, porém, aparenta ter um papel mais importante nas empresas familiares devido à sua estrutura de governança particular (Jara et al., 2018).

Contrariamente, Santos et al. (2015) concluiu que a contestabilidade tem um papel menos importante nas empresas familiares, quando comparadas com outro tipo de empresas com diferentes acionistas maioritários. Os resultados demonstram que os acionistas minoritários, nas empresas familiares, antecipam que os restantes acionistas são menos propensos a desafiar o acionista principal, comparando com outros tipos de empresas.

Estes resultados são explicados por três fatores: (i) a literatura é quase unânime em relação ao efeito positivo que a liderança familiar tem no valor da empresa (Anderson and Reeb, 2003; Villalonga & Amit 2006; Lohwasser et al., 2022), uma vez que nas empresas familiares existe um maior alinhamento dos interesses da família com os restantes acionistas e, conseqüentemente, uma redução da importância da contestabilidade; (ii) o facto de a idade das

empresas familiares ser, em média, inferior à das restantes empresas pode ser um fator explicativo, uma vez que o efeito de contestabilidade é menor entre as empresas mais jovens (Santos et al., 2015); e (iii) o facto de as coligações nas empresas familiares possuírem, em média, mais acionistas e, para o mesmo nível de contestabilidade, o efeito no valor da empresa é inverso ao número de elementos da coligação (Santos et al., 2015).

Hipótese 2: A contestabilidade ao poder do maior acionista tem um efeito significativo no valor das empresas não familiares, comparando com as empresas familiares.

Capítulo 2. Metodologia

2.1 Dados e Amostra

De forma a testar as hipóteses apresentadas no capítulo anterior, são tidas em conta um total de 216 empresas cotadas em Espanha (175 empresas) e Portugal (41 empresas), num período de 5 anos, entre 2015 e 2020.

Segundo Miralles-Marcelo et al. (2014), Portugal e Espanha são considerados países onde a tradição é um aspeto relevante. Se uma empresa foi criada por uma família/indivíduo que detém a maioria do controlo, se o maior investidor, quando a empresa se tornou pública, continuava a ser o fundador da empresa e se a família/indivíduo pertence ao conselho de administração como *Chief Executive Officer* (CEO) ou outro cargo que seja relevante nas tomadas de decisão, a identidade e cultura da família estão presentes na empresa.

Portugal e Espanha são dois mercados financeiros pouco explorados e que têm grande predominância de empresas familiares no seu tecido empresarial. Cerca de metade do PSI-20 (Portugal) e um terço do IBEX-35 (Espanha) são empresas familiares, o que confere relevância a este estudo (Miralles-Marcello et al., 2014). Estes dois países foram escolhidos para serem a base deste estudo, uma vez que estão ligados através da história, da geografia e dos laços económicos, porém diferem ao nível do tamanho do mercado e do país, do número de empresas, entre outros fatores.

Os dados utilizados neste estudo foram recolhidos de duas formas: primeiramente, retiraram-se os dados financeiros da base de dados Refinitiv EIKON (base de dados de mercados financeiros que fornece informação relevante para análises macro, estratégia de localização de ativos e investigação no setor); seguidamente, procedeu-se à recolha manual dos dados relativos à estrutura de propriedade contida na Euronext Lisbon e MarketScreener (plataformas de notícias financeiras, com edições específicas de países na Europa e América do Norte).

Relativamente à amostra do presente estudo, de um total de 691 empresas espanholas e portuguesas cotadas, foram apenas selecionadas 216 empresas. Eliminaram-se as empresas que: (i) não apresentavam o total do ativo, (ii) que saíram do mercado de ações durante o período considerado e (iii) que não apresentavam dados financeiros suficientes para o cálculo das variáveis de contestabilidade e de controlo. Das empresas selecionadas, 65 foram consideradas familiares e 151 foram consideradas não familiares.

Tabela 3: Dados e Amostra

	Extraídas	Eliminadas	Analisadas	Familiares	Não Familiares
Espanha	528	353	175	50	125
Portugal	163	122	41	15	26
TOTAL	691	475	216	65	151

2.2 Descrição das Variáveis

2.2.1 Variável Dependente: Tobin's Q

A variável dependente tem como objetivo medir o valor da empresa. Na literatura, existem diversas variáveis que podem ajudar a medir este fator, por exemplo, Tobin's Q, Market-To-Book Ratio e ROA. Neste estudo, de forma a calcular o valor da empresa, é utilizado o Tobin's Q.

O Tobin's Q é definido como o valor de mercado de uma empresa dividido pelo custo de reposição dos seus ativos e reflete o valor atual do desempenho futuro esperado, ou seja, é um meio de estimar se um determinado negócio ou mercado está sobrevalorizado ou subvalorizado.

Em termos algébricos pode-se escrever:

$$Q = \frac{\text{Total assets} - \text{Book value of equity} + \text{Market Value of Equity}}{\text{Total Assets}} \quad (\text{i})$$

Um índice Q baixo (entre 0 e 1) significa que o custo para substituir os ativos de uma empresa é maior que o valor das suas ações, ou seja, as ações estão subvalorizadas. Por outro lado, um Q alto (superior a 1) significa que as ações de uma empresa são mais caras que o custo de reposição dos seus ativos, isto é, as ações estão sobrevalorizadas. Assim, quanto maior o valor do Q de Tobin, maiores são as expectativas dos investidores quanto ao fluxo de caixa e valores futuros da empresa.

Tabela 4: Variável Dependente e Respetivo Método de Cálculo

Variável	Sigla	Método de Cálculo
Tobin's Q	Q	$(TA - BVE + MVE) / TA$, onde TA é Total do Ativo; BVE é book value of equity; e MVE é market value of equity

2.2.2 Variáveis Independentes

Neste estudo, foi utilizada mais do que uma variável independente: OWN_FIRST, OWN_SECOND, OWN_THIRD, OWN_SUM e CONTEST.

O poder dentro da empresa (concentração de propriedade) é medido pela proporção de ações detidas pelo maior acionista (OWN_FIRST), pelo segundo acionista (OWN_SECOND) e pelo terceiro acionista (OWN_THIRD). A OWN_SUM, por sua vez, é caracterizada pela soma da percentagem de ações detidas pelos três maiores acionistas.

A contestabilidade ao controlo (CONTEST) é definida como a relação entre a soma da propriedade do segundo com o terceiro acionista, dividido pela propriedade do maior acionista. Esta variável representa de que forma uma coalizão do segundo e do terceiro acionistas pode desafiar o poder do maior acionista, isto é, ao aumentar o valor desta variável, também aumenta a capacidade do segundo e terceiro acionistas de desafiar o proprietário principal (é de notar que os valores dessa variável dependem do número de ações que o maior acionista possui).

A Tabela 5 apresenta, em síntese, um resumo das variáveis independentes em análise:

Tabela 5: Variáveis Independente e Respetivos Métodos de Cálculo

Variável	Sigla	Método de Cálculo
Contestabilidade do poder do acionista maioritário pelo segundo e terceiro maiores acionistas	CONTEST	$(OWN_SECOND + OWN_THIRD) / OWN_FIRST$
Participação do acionista maioritário	OWN_FIRST	% da participação detida pelo acionista maioritário
Participação do segundo maior acionista	OWN_SECOND	% da participação detida pelo segundo maior acionista

Tabela 5 (continuação)

Variável	Sigla	Método de Cálculo
Participação do terceiro maior acionista	OWN_THIRD	% da participação detida pelo terceiro maior acionista
Soma da participação dos três maiores acionistas	OWN_SUM	OWN_FIRST + OWN_SECOND + OWN_THIRD

2.3.3 Variáveis de Controlo

No modelo empírico foram ainda incluídas variáveis de controlo: o tamanho da empresa (SIZE), definido como o logaritmo dos ativos totais; o índice de alavancagem (LEV), medido com o índice total da dívida/total do ativo; o *return on assets* (ROA) calculado pelo EBITDA a dividir pelo total do ativo e uma variável *dummy* SECTOR, que pode tomar dois valores: 1 se corresponder a uma empresa de indústria regulamentada (energia, eletricidade, telecomunicações e transportes) e 0 o contrário.

A Tabela 6 apresenta em detalhe as variáveis de controlo utilizadas:

Tabela 6: Variáveis Controlo e Respetivos Métodos de Cálculo

Variável	Sigla	Método de Cálculo
Size of the firm	SIZE	Logaritmo do total do ativo
Financial Leverage (Total-Debt-to-Total-Assets Ratio)	LEV	Total do Débito/Total do Ativo
Return on assets	ROA	EBITDA/TA onde EBITDA é ganhos antes dos impostos, taxas, depreciação e amortização e TA é o <i>book value</i> do total do ativo
Sector of operation	SECTOR	Variável <i>dummy</i> que assume o valor de 1 se a empresa pertencer a uma indústria regulamentada (energia, eletricidade, telecomunicações e transporte) e 0 caso contrário

2.4 Modelo Empírico

O modelo empírico deste estudo consiste numa regressão linear múltipla, com o objetivo de explicar a relação entre a variável dependente (explicada) e a variável independente (explicativa).

Após serem identificadas todas as variáveis a incluir na regressão e, de forma a testar a relação entre contestabilidade ao poder do maior acionista e o valor da empresa, constitui-se o seguinte modelo:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{CONTEST}_{i,t} + \beta_2 \text{OWN_SECOND}_{i,t} + \beta_3 \text{OWN_THIRD}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{OWN_SUM}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{LEV}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{SECTOR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{ii})$$

Todas as variáveis foram *winsorizadas* antes de inseridas no modelo.

Capítulo 3. Resultados

3.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 8 apresenta o valor médio, a mediana, o desvio padrão e os valores máximo e mínimo das principais variáveis do estudo. Para testar as diferenças entre empresas familiares e não familiares, utilizou-se o valor de p do teste T para amostras independentes.

Tabela 7: Principais Estatísticas Descritivas da Amostra

Média								
Variável	Total	Empresas Familiares	Empresas Não Familiares	p-value	Mediana	S.D.	Min.	Máx.
Tobin's Q	0,63	0,62	0,64	0,661	0,66	0,25	0,20	1,08
CONTEST	0,68	0,55	0,74	0,025	0,56	0,58	0,01	1,74
OWN_FIRST	0,40	0,46	0,37	0,029	0,34	0,28	0,01	1,00
OWN_SECOND	0,10	0,11	0,10	0,412	0,07	0,08	0,00	0,44
OWN_THIRD	0,06	0,06	0,07	0,329	0,05	0,09	0,00	0,95
OWN_SUM	0,55	0,62	0,52	0,009	0,57	0,30	0,10	0,99
SIZE	13,25	13,70	13,06	0,038	12,94	2,35	9,65	17,55
LEV	0,36	0,36	0,36	0,883	0,35	0,21	0,03	0,79
ROA	0,06	0,08	0,05	0,069	0,05	0,08	-0,07	0,53
SECTOR	0,71	0,77	0,69	0,217	1,00	0,46	0,00	1,00

O teste de comparação de médias demonstra diferenças significativas entre os dois tipos de empresas. As empresas familiares apresentam uma maior propriedade concentrada, principalmente devido ao poder do primeiro grande acionista e um SIZE e ROA superior

relativamente às empresas não familiares. Relativamente à contestabilidade ao poder do primeiro acionista, este demonstra-se superior nas empresas não familiares.

De forma a testar a Hipótese 2 (efeito da contestabilidade ao poder do primeiro grande acionista no valor da empresa), são examinadas as diferenças no valor da empresa, dependendo do nível de contestabilidade.

A Tabela 8 relata os valores médios do Tobin's Q após uma divisão da amostra de acordo com o valor médio do CONTEST (alta contestabilidade vs. baixa contestabilidade), sendo este valor de 0,6795. O Painel A (Painel B) relata os resultados das empresas em que o principal acionista é uma família (não familiar). De forma adicional, os resultados são segmentados em dois cenários, isto é, se o maior proprietário detém a participação maioritária da empresa ou não. O objetivo desta segmentação é isolar os casos de participação maioritária (ou seja, $OWN_FIRST > 50\%$), em que a contestabilidade dos restantes grandes acionistas é quase irrelevante.

Tabela 8: Índice de Avaliação de Acordo com a Propriedade da Empresa e o Nível de Contestabilidade

A: Emp. Familiares	Alta Contestabilidade	Baixa Contestabilidade	p-value
	Tobin's Q	Tobin's Q	
OWN_FIRST ≤ 50%	0,60	0,68	0,379
OWN_FIRST > 50%	0,00	0,60	-
Total	0,60	0,63	0,672
B: Emp. Não Familiares	Tobin's Q	Tobin's Q	
	Tobin's Q	Tobin's Q	
OWN_FIRST ≤ 50%	0,58	0,70	0,029
OWN_FIRST > 50%	0,97	0,68	0,128
Total	0,59	0,68	0,023

Os resultados da Tabela 8 demonstram que a contestabilidade não afeta significativamente o valor das empresas familiares, no entanto diminui significativamente o valor das empresas não familiares (Tobin's Q = 0,59 vs. 0,68; $t = -2,292$; $p < 0,05$). Desta forma e, conforme o Painel B, a diminuição do valor das empresas é encontrada apenas em empresas cujo principal acionista detém menos de 50%, não tendo a maioria absoluta necessária para controlar a empresa. Assim, nas empresas não familiares sem maioria absoluta de controlo, o

Tobin's Q diminui de 0,70 para 0,58 ($t = -2,221$; $p < 0,05$); em empresas com participação maioritária, a diferença entre 0,97 e 0,68 não é estatisticamente significativa.

Embora estes resultados sejam apenas evidências preliminares, são totalmente consistentes com a Hipótese 2 desenvolvida.

3.2 Matriz das Correlações

Uma vez que o modelo em análise é um modelo de regressão linear, importa testar a multicolinearidade das variáveis utilizadas, isto é, garantir que não existem correlações fortes entre as variáveis que possam colocar em causa a viabilidade do modelo.

Neste sentido, antes da estimação do modelo, procedeu-se ao cálculo das correlações entre as variáveis utilizadas no modelo e à análise do fator de inflação de variância (VIF) (Tabela 11, Anexo B), que demonstra ser inferior a 10 e, portanto, assume-se que a multicolinearidade não existe.

A Tabela 9 apresenta a matriz de correlações de Pearson, entre a variável dependente e todas as variáveis quantitativas utilizadas neste estudo.

Tabela 9: Matriz de Correlações de Pearson

R de Pearson		Tobin's Q	OWN_SECOND	OWN_THIRD	CONTEST	BLOCK123	SIZE	LEV	ROA	SECTOR
Tobin's Q	Coefficiente	1			-,169*	0,028	,251**	,584**	-,141*	,290**
	Sig. (bilat.)		0,517	0,367	0,013	0,680	0,000	0,000	0,039	0,000
OWN_SECOND	Coefficiente		1	,307**	,391**	,357**	-0,125	0,012	-0,023	-,177*
	Sig. (bilat.)			0,000	0,000	0,000	0,074	0,864	0,742	0,011
OWN_THIRD	Coefficiente			1	,415**	,224**	-0,026	-0,125	-0,019	-,231**
	Sig. (bilat.)				0,000	0,002	0,720	0,087	0,801	0,001
CONTEST	Coefficiente				1	-,508**	-0,051	-0,090	-0,064	-0,055
	Sig. (bilat.)					0,000	0,453	0,189	0,347	0,420
OWN_SUM	Coefficiente					1	-0,050	0,050	0,108	-,149*
	Sig. (bilat.)						0,468	0,467	0,114	0,028
SIZE	Coefficiente						1	0,055	0,040	0,071
	Sig. (bilat.)							0,425	0,563	0,300
LEV	Coefficiente							1	-,214**	0,131
	Sig. (bilat.)								0,002	0,055
ROA	Coefficiente								1	,211**
	Sig. (bilat.)									0,002
SECTOR	Coefficiente									1
	Sig. (bilat.)									

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Através da análise da matriz de correlações, é possível constatar que as variáveis que mais se relacionam e, de uma forma positiva, são Tobin 's Q e LEV ($r = 0,584$; $\text{sig} = 0,000$). Esta relação significa que quanto maior for a alavancagem financeira, maior será o Tobin 's Q. Para além disso, constata-se que o Tobin 's Q está relacionado positivamente com as variáveis de controlo, excluindo o ROA, o qual está negativamente relacionado. No que toca ao CONTEST, este está negativamente relacionado com o Tobin 's Q, quer isto dizer que o valor da empresa é maior quando a contestabilidade ao maior acionista é menor, isto é, quando o primeiro acionista detém maior poder.

É relevante salientar que todos os pressupostos inerentes à realização da regressão linear, nomeadamente a relação linear entre a variável dependente e todas as variáveis independentes, a média dos resíduos igual a zero, a distribuição normal dos resíduos, a independência dos resíduos, o princípio de homocedasticidade e a ausência de multicolinearidade foram devidamente testados (ver Anexo A).

3.3 Resultados da Regressão

A Tabela 10 apresenta os resultados do modelo de regressão linear. Esta apresenta o modelo, tendo em conta uma separação da amostra em empresas familiares e não familiares, de forma a entender quais as variáveis que têm um impacto significativo no valor da empresa nos dois tipos de empresa. O modelo é estatisticamente significativo e o seu poder explicativo tem subjacente um R^2 ajustado de 45% (Total), de 52% (Empresas Familiares) e de 41,6% (Empresas Não Familiares).

Tabela 10: Resultados do Método de Regressão Linear

	Total	Empresas Familiares	Empresas Não Familiares
Variáveis	(t-statistic)	(t-statistic)	(t-statistic)
	(sig.)	(sig.)	(sig.)
CONTEST	-3,138***	-1,580	-2,305**
	0,002	0,120	0,023
OWN_SECOND	2,132**	1,661*	1,358
	0,034	0,103	0,177
OWN_THIRD	2,375**	0,368	1,821*
	0,019	0,715	0,071

Tabela 10
(continuação)

OWN_SUM	-1,843*	-1,854*	-0,678
	0,067	0,070	0,499
SIZE	4,233***	2,143**	3,575***
	0,000	0,037	0,001
LEV	8,526***	4,951***	6,848***
	0,000	0,000	0,000
ROA	-1,202	-0,986	-0,623
	0,231	0,329	0,535
SECTOR	3,782***	2,733***	2,759***
	0,000	0,009	0,007

***, ** e * indicam estatisticamente significado para um nível de significância de 0,01; 0,05 e 0,1, respectivamente

Através da análise da coluna do total das empresas, é possível constatar que existe uma relação negativa e estatisticamente relevante entre a variável OWN_SUM e o valor da empresa ($t = -1,843$; $\text{sig} = 0,067$), o que significa que quanto mais concentrada for a propriedade da empresa, menor o valor da empresa. No entanto, esta relação apenas é significativa nas empresas familiares, como é demonstrado na segunda coluna para um nível de significância de 10% ($t = -1,854$; $\text{sig} = 0,07$). Assim, o valor do coeficiente da variável OWN_SUM sustenta a Hipótese 1 desenvolvida.

Esta hipótese pode ser explicada pelos problemas de agência que decorrem entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (Jara-Bertin et al., 2008). Em empresas com uma propriedade concentrada, os acionistas majoritários podem ter incentivos de expropriação dos acionistas minoritários. Este problema, comum em muitas empresas europeias, é mais notável nas empresas familiares, uma vez que os membros familiares têm mais incentivos do que outro tipo de investidores para formar coligações com a finalidade de extrair benefícios privados.

Os resultados obtidos estão de acordo com um estudo realizado por Sanches e Garcia (2007) sobre manipulação de resultados e propriedade interna (executivos, diretores, parentes ou qualquer outra pessoa com acesso a informações importantes da empresa antes de serem

disponibilizadas ao público). Os autores chegaram à conclusão de que quanto mais concentrado for o proprietário da empresa, maior a manipulação de resultados e, conseqüentemente, menor o valor da empresa.

Relativamente à Hipótese 2 e, através da análise da coluna do total das empresas é possível constatar que existe uma relação negativa e estatisticamente relevante entre a variável CONTEST e o valor da empresa ($t = -3,138$; $\text{sig} = 0,002$), o que significa que quanto maior a contestação ao poder do primeiro acionista, por parte do segundo e terceiro maiores acionistas, menor o valor da empresa. Esta relação só é estatisticamente relevante nas empresas não familiares para um nível de significância de 5% ($t = -2,305$; $\text{sig} = 0.023$), pelo que o valor do coeficiente da variável CONTEST sustenta a hipótese 2 desenvolvida, uma vez que não existe um efeito estatisticamente significativo nas empresas familiares.

Esta conclusão é contrária a estudos desenvolvidos por Jara-Bertin et al. (2008) e Santos et al. (2015), que constatarem que a contestabilidade ao poder do primeiro grande acionista aumenta o valor das empresas das empresas familiares. No entanto, relativamente às empresas não familiares, Jara-Bertin et al. (2008) obtiveram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a contestabilidade e o valor destas empresas, o que vai ao encontro dos resultados obtidos, uma vez que foi encontrada uma relação negativa entre CONTEST e o valor das empresas não familiares.

No que diz respeito às variáveis de controlo, as empresas familiares e não familiares apresentam um comportamento idêntico. O valor da empresa é significativo e positivamente associado às variáveis da empresa (SIZE), da alavancagem financeira (LEV) e do setor de operação (SECTOR), em ambos os tipos de empresa, o que significa que as empresas com maior dimensão e maior endividamento, pertencentes a uma indústria regularizada apresentam maior performance. Relativamente à variável desempenho (ROA), não existe uma relação significativa com o valor da empresa.

3.4 Análise de Robustez

De forma a confirmar os resultados obtidos no modelo de regressão linear inicial, estimou-se o mesmo modelo, mas substituindo uma das variáveis de controlo, com o objetivo de verificar se os resultados se mantinham para as empresas familiares e não familiares. Os resultados deste novo modelo são apresentados na Tabela 11:

Tabela 11: Teste de Robustez com substituição de uma variável de controlo

Variáveis	Total	Empresas Familiares	Empresas Não Familiares
	(t-statistic) (sig.)	(t-statistic) (sig.)	(t-statistic) (sig.)
CONTEST	-3,442*** 0,001	-1,493 0,142	-2,725*** 0,007
OWN_SECOND	2,548*** 0,012	1,824* 0,074	1,925* 0,057
OWN_THIRD	2,512*** 0,013	0,112 0,912	2,179** 0,031
OWN_SUM	-2,195** 0,029	-1,923* 0,060	-1,092 0,277
SIZE	4,620*** 0,000	2,197** 0,033	4,086*** 0,000
LEV	9,434*** 0,000	5,602*** 0,000	7,621*** 0,000
SECTOR	3,269*** 0,001	2,418*** 0,019	2,268** 0,025
MTB	2,366*** 0,019	0,637 0,527	2,498*** 0,014

***, ** e * indicam estatisticamente significado para um nível de significância de 0,01; 0,05 e 0,1, respetivamente

Nota: MTB (Market-To-Book) é o valor de mercado da ação / valor contabilístico da ação

Nas empresas familiares, é possível constatar que a variável OWN_SUM continua a apresentar uma relação significativamente negativa com o valor da empresa a um nível de significância de 10%. Estes resultados corroboram a conclusão retirada anteriormente na Hipótese 1, isto é, que quanto mais concentrada for a propriedade da empresa, menor o valor da empresa.

Relativamente às empresas não familiares, a variável CONTEST continua a apresentar uma relação significativamente negativa com o valor da empresa a um nível de significância de

1%, corroborando que quanto maior a contestação ao poder do primeiro acionista, por parte do segundo e terceiro maiores acionistas, menor o valor da empresa. Para além disso, a variável CONTEST continua a não ser significativa nas empresas familiares, o que corrobora a Hipótese 2 desenvolvida.

No que concerne às variáveis de controlo, estas mantiveram as conclusões retiradas anteriormente. No entanto, ao substituir a variável ROA pela variável MTB, obteve-se que esta nova variável é apenas significativa nas empresas não familiares, o que significa que quanto maior o MTB neste tipo de empresas, maior o valor da empresa. Já nas empresas familiares, não existe uma relação significativa entre a variável MTB e o valor da empresa.

Por fim, importa referir que o VIF se manteve inferior a 10, pelo que não existe multicolineariedade.

Conclusões

Uma vez que os acionistas são vistos como os principais detentores de poder, a análise das relações existentes entre estes pode ajudar as empresas a melhorar o seu desempenho. Por um lado, podem existir coalizões entre o acionista dominante e os outros grandes acionistas de forma a expropriar a riqueza e desviar recursos para benefícios privados, em detrimento dos acionistas minoritários e, por outro lado, pode existir o incentivo de monitorização por parte dos acionistas não controladores através de ações individuais e/ou de coligações com outros acionistas, de forma a desafiar o poder do acionista controlador (contestabilidade).

Em empresas com uma estrutura de propriedade concentrada, os acionistas controladores podem ter incentivos para expropriar um número maior de acionistas minoritários. Este problema, comum em muitas empresas ao longo da Europa, é agravado pela propriedade familiar, devido ao maior incentivo que os membros da família têm, comparando com outros tipos de investidores, para formar coligações com a finalidade de extrair benefícios privados.

Este estudo tem por objetivo analisar a relação existente entre o grau de contestabilidade ao poder dos acionistas controladores e o valor das empresas familiares, em comparação com as empresas não familiares. De forma a obter resultados, foi estudada uma amostra de 216 empresas entre 2015 e 2020, no mercado português e espanhol.

Os resultados obtidos através do modelo de regressão linear demonstram que nas empresas familiares, uma propriedade mais concentrada diminui o valor deste tipo de empresas, o que é explicado pelos maiores incentivos de expropriação dos acionistas minoritários nas empresas familiares. Adicionalmente, a contestabilidade não tem um impacto significativo nas empresas familiares, porém tem um impacto negativo no valor das empresas não familiares o que, para este tipo de empresas, vai ao encontro às conclusões do estudo de Jara-Bertin et al. (2008).

O presente estudo tem implicações teóricas e práticas. Em primeiro lugar, é examinada a contestabilidade ao poder do primeiro grande acionista pelo segundo e terceiro maiores acionistas e o seu impacto no valor das empresas familiares, que é um aspeto que não foi totalmente explorado pela literatura (Jara-Bertin et al., 2008). Para além disso, este estudo ajuda a perceber melhor as características deste tipo de empresas e a destacar diferenças face às empresas não familiares.

De um ponto de vista prático, o estudo dá suporte a estruturas de propriedade equilibradas com vários grandes acionistas, uma vez que através de um monitoramento mútuo

dos grandes acionistas, o desempenho da empresa tende a melhorar. Para além disso, de forma a servir melhor os interesses dos acionistas, os gestores não devem limitar a sua atenção apenas à coalizão de controlo. Adicionalmente, é sugerido a necessidade de um ambiente de integração mais forte, de forma a facilitar a participação dos acionistas minoritários nas tomadas de decisão.

Este estudo apresentou conclusões interessantes sobre empresas familiares em Portugal e Espanha. No entanto, enfrentou algumas limitações durante o processo, relativamente à recolha de dados através da base de dados Refinitiv EIKON que apresentou falta de dados, nomeadamente dados respetivos à estrutura de propriedade das empresas, pelo que foi necessário recorrer a outras bases de dados. Porém, não foi possível obter os dados de forma completa, uma vez que não havia acesso à propriedade de algumas empresas do segundo e terceiro maiores acionistas.

Para trabalhos de investigação futura, é sugerido o estudo da estrutura governamental e da composição e identidade dos outros grandes acionistas. Seria interessante examinar o efeito da distribuição de poder na estrutura governamental das empresas, nomeadamente no conselho de administração. Para além disso, analisar melhor a identidade dos acionistas maioritários (por exemplo, empresas familiares, investidores institucionais, investidores estrangeiros, entre outros) e o seu impacto no valor das empresas, dependendo das suas características, irá acrescentar valor à investigação e originar novos resultados.

Referências Bibliográficas

Anderson, R.C. & D. M. Reeb (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>.

Chrisman, J.J., J. H. Chua & P. Sharma (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29(5), 555–576. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x>.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Davis, Schoorman, and Donaldson Reply: The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory. *The Academy of Management Review*, 22(3), 611–613.

Distelberg B. & R. Sorenson (2009). Updating systems concepts in family businesses. *Family Business Review*, 22(1), 65–81. <https://doi.org/10.1177/0894486508329115>.

Ducassy, I., & Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. *Research In International Business And Finance*, 39, 291-306. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.019>.

F. Simões Vieira, E. (2014). The effect on the performance of listed family and non-family firms. *Managerial Finance*, 40(3), 234-253. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2013-0134>.

Freeman, R. E. (1999). Response: Divergent Stakeholder Theory. *The Academy of Management Review*, 24(2), 233–236. <https://doi.org/10.2307/259078>.

García-García, L., Gonzalo Alonso-Buenaposada, M., Romero-Merino, M., & Santamaria-Mariscal, M. (2020). Ownership structure and R&D investment: the role of identity and contestability in Spanish listed firms. *Academia Revista Latinoamericana De Administración*, 33(3/4), 405-426. <https://doi.org/10.1108/ARLA-01-2019-0013>.

Heino, N., Tuominen, P., & Jussila, I. (2020). Listed Family Firm Stakeholder Orientations: The Critical Role of Value-creating Family Factors. *Journal Of Family Business Strategy*, 11(4), 100376. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2020.100376>.

KPMG et al. (2021). *Informe de Empresa Familiar 2021. Recuperación y crecimiento*. <https://www.iefamiliar.com/publicaciones/informe-de-empresa-familiar-2021-recuperacion-y-crecimiento/>.

Instituto Nacional de Estatística (2019). Empresas Familiares propõem metas ambiciosas para o crescimento do PIB. <https://empresasfamiliares.pt/things-ive-learned-about-investing-and-business/>.

Jara, M., López-Iturriaga, F., San-Martín, P. & Saona, P. (2018). Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. *Business Research Quarterly*, 22(4), pp.257-274. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.10.005>.

Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. & López-de-Foronda, Ó. (2008). The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), pp.146-159. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00677.x>.

Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

Konijn, S. J. J., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1330–1339. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.005>.

Kraiczy, N. (2013). Research on family firms – Definition, theories, and performance. *Innovations in Small and Medium-Sized Family Firms*, 7–34. https://doi.org/10.1007/978-3-658-00063-9_2.

Lohwasser, T., Hoch, F., & Kellermanns, F. (2022). Strength in Stability: A Meta-Analysis of Family Firm Performance Moderated by Institutional Stability and Regime Type. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 46(1), 117-158. <https://doi.org/10.1177/10422587211026863>.

Mário S. Santos, António C. Moreira & Elisabete S. Vieira (2015) Governance with complex structures: evidence from Western European countries. *Journal of Business Economics and Management*, 16:3, 542-557. <https://doi.org/10.3846/16111699.2013.772915>.

Maury, B. and Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7): 1813–1834. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>.

Miralles-Marcelo, J., Miralles-Quirós, M. & Lisboa, I., 2014. The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156-168. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002>.

Moolchandani, R., & Kar, S. (2021). Family control, agency conflicts, corporate cash holdings and firm value. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2020-0828>.

Paiva, I., Lourenço, I., & Branco, M. (2016). Earnings management in family firms: current state of knowledge and opportunities for future research. *Review Of Accounting and Finance*, 15(1), 85-100. <https://doi.org/10.1108/RAF-06-2014-0065>.

Rossi, F., Barth, J. R., & Cebula, R. J. (2018). Do shareholder coalitions affect agency costs? Evidence from Italian-listed companies. *Research in International Business and Finance*, 46, 181-200. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.02.002>.

Sacristán-Navarro, M., Cabeza-García, L. & Gómez-Ansón, S. (2015). The Company You Keep: The Effect of Other Large Shareholders in Family Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 216-233. <https://doi.org/10.1111/corg.12107>.

Salvato, C., & Moores, K. (2010). Research on Accounting in Family Firms: Past Accomplishments and Future Challenges. *Family Business Review*, 23(3), 193-215. <https://doi.org/10.1177/0894486510375069>.

Sánchez-Ballesta, J., & García-Meca, E. (2007). Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 677-691. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00596.x>.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.2307/2329497>.

Villalonga, B., & Amit, R. H. (2004). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? SSRN Electronic Journal. doi:10.2139/ssrn.556032.

Zellweger, T. & Nason, R. (2008). A Stakeholder Perspective on Family Firm Performance. *Family Business Review*, 21(3), 203-216. <https://doi.org/10.1177%2F08944865080210030103>.

Anexos

Anexo A - Pressupostos do Modelo de Regressão Linear Múltipla

1. Linearidade e Homocedasticidade

A linearidade é reconhecida pela distribuição aleatória dos pontos à volta da linha residual no gráfico de dispersão apresentado a seguir.

A homocedasticidade ocorre quando os resíduos são distribuídos aleatoriamente à volta da linha residual. Isto é reconhecido pela distribuição aleatória de pontos.

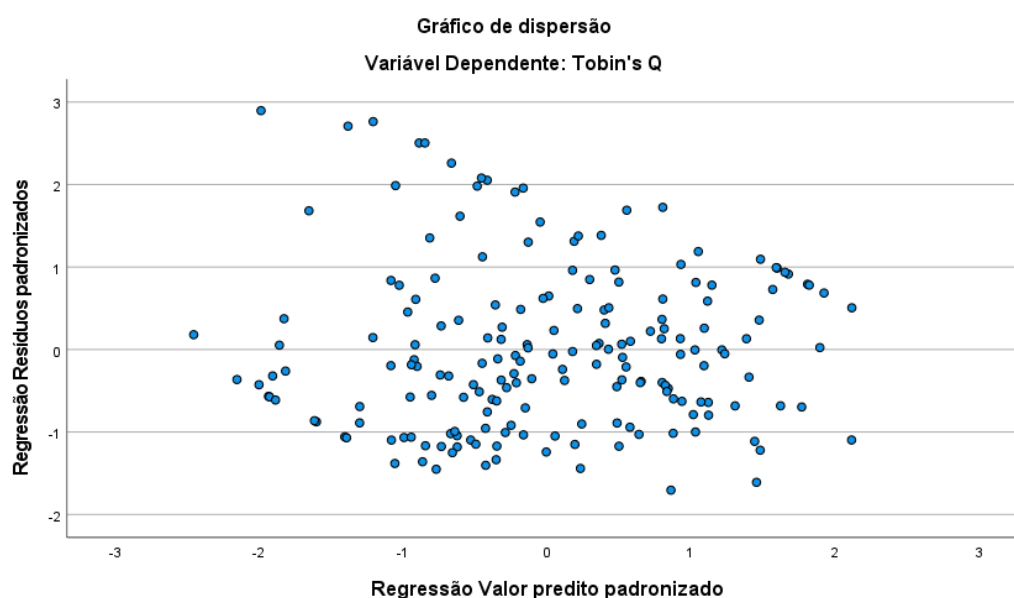


Figura 1: Diagrama de Dispersão dos Resíduos Estandarizados e os Valores Previstos Estandarizados

2. Inexistência de multicolinearidade

Não existe multicolinearidade quando os valores de VIF forem inferiores a 10 ou a Tolerância superior a 0,1.

Tabela 12: Coeficientes de Correlação

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
		B	Erro Erro	Beta			Tolerância	VIF
1	(Constante)	,099	,103		,961	,338		
	CONTEST	-,139	,044	-,321	-3,138	,002	,281	3,554
	OWN_SECOND	,529	,248	,184	2,132	,034	,396	2,524
	OWN_THIRD	,510	,215	,171	2,375	,019	,568	1,762
	OWN_SUM	-,173	,094	-,179	-1,843	,067	,310	3,222
	SIZE	,025	,006	,233	4,233	<,001	,971	1,030
	LEV	,622	,073	,501	8,526	<,001	,851	1,175
	ROA	-,194	,162	-,070	-1,202	,231	,863	1,159
	SECTOR	,129	,034	,228	3,782	<,001	,812	1,232

a. Variável Dependente: Tobin's Q

3. Média residual igual a zero

Tabela 13: Estatística Descritiva dos Resíduos

	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	N
Valor previsto	,21231	,99055	,63005	,170267	188
Resíduo	-,312827	,531658	,000000	,179563	188
Erro Valor previsto	-2,453	2,117	,000	1,000	188
Erro Resíduo	-1,704	2,897	,000	,978	188

a. Variável Dependente: Tobin's Q

4. Independência dos resíduos

Esta suposição é examinada pelas estatísticas de Durbin-Watson. Se o valor for próximo de 2, os erros são considerados estatisticamente independentes um do outro.

Tabela 14: Resumo do Modelo e Teste Durbin-Watson

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,688 ^a	,473	,450	,183531	1,785

a. Preditores: (Constante), SECTOR, OWN_SUM, SIZE, ROA, OWN_THIRD, LEV, OWN_SECOND, CONTEST

b. Variável Dependente: Tobin's Q

5. Distribuição normal dos resíduos

A lei das grandes amostras e o teorema do limite central podem ser aplicados para derivar a normalidade da distribuição dos resíduos. As próximas imagens também corroboram esta suposição.

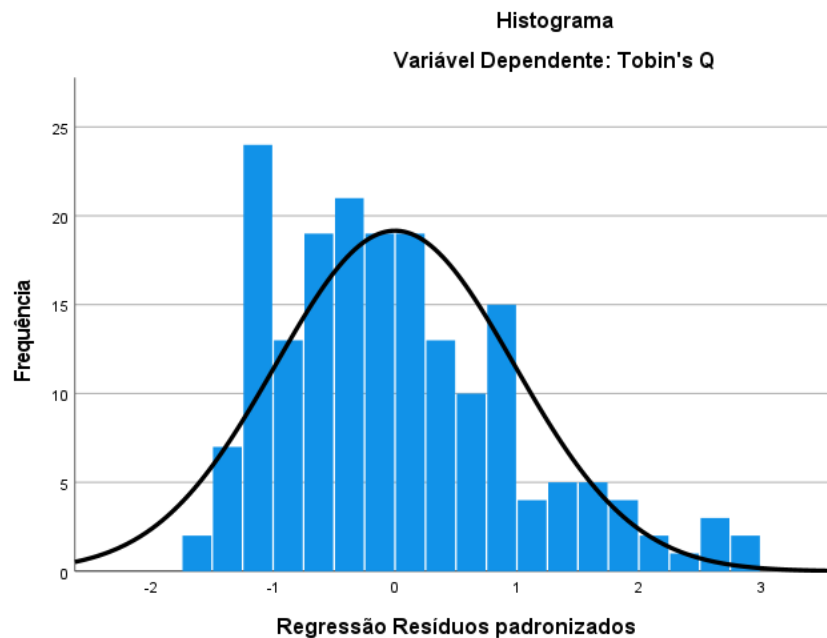


Figura 2: Distribuição dos Resíduos Estandarizados

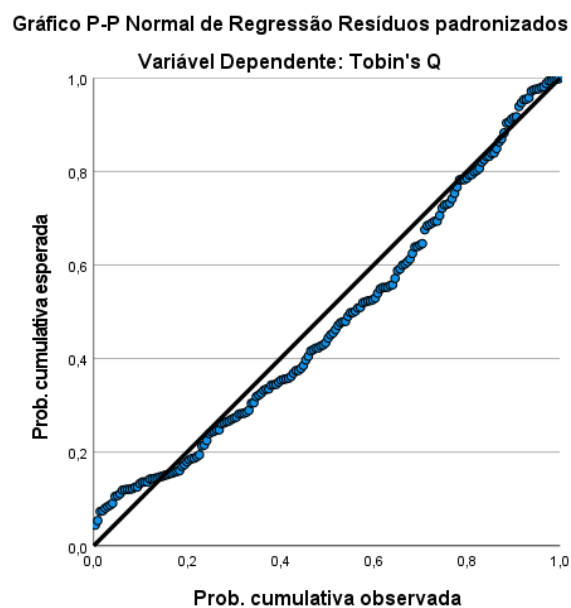


Figura 3: Distribuição Esperada vs. Observada