

## Administração Geral

## Desempenho financeiro de empresas com características familiares: análise de empresas brasileiras listadas na BM&amp;F

*Financial performance in family firms: analysis of Brazilian companies listed on BM&F*Thiago Henrique Moreira Goes<sup>a,\*</sup>, Helder Henrique Martins<sup>b</sup>  
e Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho<sup>a</sup><sup>a</sup> Universidade de São Paulo (USP), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), São Paulo, SP, Brasil<sup>b</sup> Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Departamento de Ciências da Administração, Florianópolis, SC, Brasil

Recebido em 26 de novembro de 2014; aceito em 16 de junho de 2016

Disponível na internet em 10 de junho de 2017

**Resumo**

Este estudo buscou compreender as diferenças entre o desempenho financeiro de empresas familiares listadas em bolsa frente a empresas não familiares. Para isso foram usados os referenciais de Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martínez, Stöhr e Quiroga (2007). A pesquisa teve uma natureza quantitativa por meio de um teste de média das variâncias com o uso de covariáveis (Ancova), assim como um teste de robustez a partir de duas regressões múltiplas. As variáveis dependentes foram o passivo oneroso e o lucro operacional líquido. Já as variáveis independentes foram as características da empresa (controle acionário familiar, presença de membros da família na presidência ou vice-presidência do conselho administrativo e presença de membros da família ocupando cargos de presidência ou vice-presidência). Como covariáveis foram escolhidas o tamanho da empresa (por meio dos ativos totais), a idade (tempo de fundação) e o setor da empresa (a partir da classificação da BM&FBovespa). Para as regressões múltiplas, as variáveis dependentes foram o valor de mercado e o valor total da empresa. Os resultados alcançados demonstraram diferenças para resultados financeiros de cada tipo de empresa. Para o passivo oneroso, a presença de atributos familiares contribuiu para uma menor recorrência do uso de capitais de terceiros. Já para o lucro operacional, o resultado das empresas com atributos familiares foi inferior ao das empresas não familiares. Nas regressões, os resultados das empresas familiares foram piores do que os das não familiares.

© 2017 Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP.

Publicado por Elsevier Editora Ltda. Este é um artigo Open Access sob uma licença CC BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).*Palavras-chave:* Empresas familiares; Empresas de capital aberto; Desempenho financeiro**Abstract**

This study sought to understand the difference between financial performance of companies with family characteristics vis-à-vis non-family companies. We used the references of Anderson and Reeb (2003), Lee (2006) and Martinez et al. (2007). This research had a quantitative nature through analysis of variance with the use of covariates (ANCOVA), as well as a robustness test from two multiple regressions. The dependent variables were the costly liabilities and net operating profit. The independent variables were the company's characteristics (family ownership control, presence of family members in the presidency or vice-presidency of the board and the presence of family members occupying positions of president or vice president). Covariates were chosen as the size of the company (through Total Assets), age (time of foundation) and the sector of the

\* Autor para correspondência.

E-mail: [thiagogoes@usp.br](mailto:thiagogoes@usp.br) (T.H. Goes).

company (from the rank of BM&FBovespa). For multiple regressions, the dependent variables were the Market Value and Enterprise Value. The results obtained show differences to financial results of each type of company. For costly liabilities, the presence of familiar attributes contributed to a lower recurrence of the use of third-party capital. In net operating profit, the results of companies with familiar attributes were lower than non-family firms. In the regressions, the results of family firms were worse than the non-familiar.

© 2017 Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP.

Published by Elsevier Editora Ltda. This is an open access article under the CC BY-NC-ND license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

*Key words:* Family firms; Public companies; Financial performance

## Introdução

Em um contexto em que as corporações estão expostas a inúmeros elementos microeconômicos e macroeconômicos, como mudanças políticas, econômicas, sociais e de nível de consumo, estabelecer um modelo de propriedade que proporcione um bom controle sobre a gestão é fundamental para que a organização seja competitiva e agregue valor econômico.

Deve-se ressaltar que as teorias sobre empresas familiares ainda são conceitos novos e sem base concreta fundamentada. Todavia, existem muitos campos de análise a serem buscados, e é possível perceber a influência de elementos da Nova Economia Institucional, Teoria da Agência, Teorias das Fontes de Financiamento, tanto em estudos sobre diferenças significativas entre desempenho quanto em análises baseadas em casos históricos (Sharma & Carney, 2012).

Nesse sentido, o desempenho financeiro, mesmo sendo um dos itens mais analisados pelos trabalhos sobre empresas familiares, não é um elemento conclusivo, visto que muitas variáveis exógenas podem causar impacto em determinados resultados financeiros.

Entre as variáveis mais importantes encontra-se a regulamentação por parte do Estado - o responsável pelas leis e por garantir os direitos de propriedade em uma localidade. Diante de um Estado ainda em transição como o brasileiro, em que, segundo Aldrighi e Mazzer Neto (2015), os direitos de propriedade não são bem definidos e o mercado de capitais é apenas incipiente, a grande questão de estudo é: o modelo de propriedade familiar para empresas brasileiras listadas em bolsa resulta em melhores ou piores desempenhos financeiros?

Esta pesquisa empregou uma técnica estatística (Ancova) para responder a essa questão e compreender como ocorrem as diferenças entre os resultados financeiros de empresas familiares e não familiares. Além disso, usou duas regressões múltiplas como testes de robustez. Foram selecionados dois conjuntos de dados relacionados às características financeiras das empresas listadas na BM&F Bovespa. O primeiro deles consiste nos valores do passivo oneroso (dívidas que geram despesas financeiras, tais como empréstimos e financiamentos) e o segundo, no lucro operacional líquido (lucro antes do IR, que apresenta o comportamento da atividade operacional e também de atividades não operacionais que resultaram em receitas ou despesas financeiras). Para as regressões múltiplas foram escolhidos o valor de mercado e o valor total da empresa, indicadores importantes, pois, para Lee (2006) e Martínez et al., 2007,

itens como endividamento e lucratividade podem diferenciar as empresas familiares das não familiares. Os dados obtidos partiram de um recorte *cross-section* para o ano de 2013 a fim de alcançar o maior número de informações para esta pesquisa, que tem um caráter de identificação e análise das diferenças de resultados financeiros de empresas familiares e não familiares brasileiras.

Vale ressaltar que o modelo de estrutura de capital brasileiro não se enquadra perfeitamente nos critérios de liquidez e discricionariedade exigidos para o fortalecimento dos mercados primário e secundário de capital. Isso também afeta a constituição de um mercado de capitais forte e que leve a um aumento das empresas e da quantidade de investidores. Tais fatores tendem a resultar em uma amostra limitada de companhias para serem comparadas, já que as empresas listadas em bolsa fornecem seus dados de forma diferente da empregada pelas firmas SA ou LTDA (Aldrighi & Mazzer Neto, 2015).

Para Demsetz e Lehn (1985) e Barzel (1997), a falta de uma estrutura bem definida de direitos de propriedade pode causar impactos diretos no comportamento da sociedade e das organizações, possibilitando, com grande ênfase, a existência de assimetria de informações e comportamento oportunista. Essas duas características impactam diretamente nas proposições de Demsetz e Lehn (1985) de que quanto maior o controle, maiores também são as possibilidades de bons desempenhos financeiros, principalmente em mercados com falhas estruturais. Desta forma, busca-se comparar o desempenho financeiro das empresas listadas na BM&FBovespa com as empresas familiares selecionadas, a partir da análise das variáveis passivo oneroso e lucro operacional líquido.

Este artigo se divide em seis seções. A primeira é esta introdução. A segunda versa sobre o referencial teórico da estrutura de propriedade e desempenho financeiro em empresas familiares. A terceira contém o problema de pesquisa. A quarta apresenta a metodologia, bem como as hipóteses testadas. A quinta traz os resultados. A sexta e última trata das considerações finais. Por fim são apresentadas as referências usadas.

## Referencial teórico

Neste item estão detalhadas definições, características e comparações entre empresas familiares e não familiares, bem como aspectos relacionados com o desempenho financeiro das empresas familiares.

## Empresas familiares

Dentro de um contexto de organizações globais e exposição a toda sorte de situações macroeconômicas, a forma pela qual as corporações definem sua estrutura de propriedade e controle torna-se um elemento de grande importância para que as empresas consigam superar tais contratemplos ou que possam corrigir elementos fracos da gestão.

A estrutura de propriedade (e posteriormente a estrutura de capital) é influenciada fortemente pelos ambientes cultural, legal, político, econômico e tecnológico. Os ambientes legal, político e econômico compreendem dados como as taxas de juros, as punições legais feitas em caso de falência e os custos da permanência das empresas nesse setor. O ambiente tecnológico está relacionado ao nível de qualidade do produto, singularidade do produto, publicidade, intensidade dos modelos de pesquisa e desenvolvimento e suas influências sobre a estrutura de capital. Já o ambiente cultural é composto por instituições sociais, sistemas de crenças e perfil quanto à cultura material (Gleason, Mathur & Mathur, 2000).

Para Fama e Jensen (1983), o modelo de propriedade e controle influencia outros aspectos das organizações, como financiamento, dividendos, contabilidade e políticas de mercado. Entre os exemplos estão as políticas de controle baseadas em resultados alcançados pelos gestores, que levam os gestores a receberem prêmios a partir de uma maximização do valor total da empresa. Isso tende a dirimir comportamentos de autointeresse dos gestores e, por sua vez, minimizar os custos de agência.

A definição de estrutura de propriedade e controle está relacionada aos aspectos internos das organizações e é um dos pressupostos básicos para os autores que buscam compreender o funcionamento de empresas familiares em comparação com empresas não familiares. Alguns pesquisadores, como Astrachan e Shanker (2003) e Sharma (2004), têm revisado definições existentes e fizeram tentativas de consolidação de pensamentos sobre as chamadas *family firms*. O foco da maioria destes esforços tem sido a definição de empresas familiares, de forma a distingui-las das empresas não familiares. Embora nenhuma dessas articulações tenha conquistado ampla aceitação, a maioria gira em torno do importante papel da família para determinar os mecanismos de visão e comando usados em uma empresa e na criação (ou destruição) de recursos e capacidades únicas (Sharma, 2004).

Observa-se, contudo, a inexistência de um conceito pleno para diferenciar as empresas familiares das não familiares. Diante disso, Astrachan e Shanker (2003) desenvolveram três definições operacionais para empresas familiares. A primeira delas adota um modelo abrangente e diz que empresas familiares são aquelas em que a maior porção das ações ordinárias encontra-se em poder de uma ou mais famílias. A segunda definição apresenta uma explicação de “escopo médio”, pois entende que as empresas familiares são aquelas em que, além da existência do poder de voto (acionário), os membros da família têm cargos diretivos (e estão nos conselhos) destas empresas. A definição mais restrita de empresas familiares, por sua vez, assevera que uma empresa familiar na definição plena existe apenas a partir do momento em que haja sucessões dos membros da

família no controle da mesma, ou seja, além de o poder acionário ser de uma determinada família e de os membros da família ocuparem cargos no dia a dia da empresa, a sucessão familiar deve já ter ocorrido (ou, pelo menos, estar em processo).

Sharma (2004) afirma que a busca de um conceito concreto de empresas familiares levou os pesquisadores a elaborarem trabalhos diferenciando as características de empresas assumidas como familiares e empresas assumidas como não familiares. Deve-se dizer que os pesquisadores usavam variáveis como conceitos, a estrutura de propriedade, o perfil do controlador (membros da família no cargo de CEO ou agentes externos ocupando o cargo), a participação da família nas decisões da empresa (papel da família nos conselhos das empresas) para definir tais empresas como familiares ou não. As pesquisas chegaram a resultados mistos, com empresas familiares e não familiares alcançando diferenças em algumas dimensões (ex: atividades empresariais desenvolvidas, o desempenho, a percepção de oportunidades e ameaças ambientais), mas não em outras (ex.: orientação estratégica e fontes de financiamento de dívida). Embora esses esforços ajudem a melhorar a nossa compreensão sobre as empresas, nenhum conjunto de variáveis distintas que separa a família e as empresas não familiares foi revelado.

Na conceituação das diferenças entre os tipos de empresas é importante salientar dois elementos. O primeiro deles é sobre estereótipos apresentados como inerentes às organizações familiares e não familiares. No entanto, as qualidades atribuídas às empresas não se aplicam de maneira universal. Algumas empresas familiares contam com gestores altamente qualificados e que praticam a tomada de decisão analítica (em detrimento da alegação de que gestores familiares apenas tomam decisões intuitivas), enquanto algumas empresas não familiares têm treinado gerentes para tomarem decisões mais intuitivas. As empresas familiares são comumente associadas com o nepotismo, mas o princípio do mérito não é exclusividade dos negócios não familiares. Várias empresas familiares estabelecem como meta proporcionar à nova geração estudos em escolas de negócios de alta qualidade. Isto, por sua vez, reflete que o mérito não pressupõe que os objetivos a serem “atingidos” devam ser puramente econômicos (Stewart & Hitt, 2012).

O segundo elemento que envolve um objetivo não puramente econômico e de importância para a conceituação de empresas familiares é o conceito de riqueza socioemocional (*Socio-Emotional Wealth – SEW*) e suas implicações para tais corporações. Pressuposto exclusivo das corporações familiares, a riqueza socioemocional delineia a tendência de que líderes dessas empresas tomem decisões economicamente arriscadas quando a escolha envolve a perda de SEW. São decisões que visam perpetuar o nome da família, os valores familiares, o controle e emprego para membros da família ou apoiar um estilo de vida que os proprietários considerem desejável.

Pressupostos apontam cinco dimensões para o conceito de SEW - Riqueza Socioemocional em empresas familiares, denominados de Fiber:

- F – controle e influência da família;
- I – identificação dos membros da família com a empresa;
- B – a ligação laços sociais;
- E – apego emocional dos membros da família;

R – renovação dos laços familiares para a empresa através de sucessão dinástica (Sharma & Carney, 2012).

Esses dois elementos funcionam como base para o próximo tópico, que tratará exclusivamente sobre o desempenho financeiro em empresas familiares, os condicionantes e as possíveis dicotomias presentes em análises deste tipo.

### *Desempenho financeiro de empresas familiares*

Uma descrição breve das finanças corporativas pode apresentar alguns detalhes importantes para avaliar o desempenho de uma empresa, tais como: as análises de geração de valor econômico, as estimativas de retorno de investimentos, a análise da eficiência de mercado, a análise dos modelos de endividamento, a análise dos modelos de alavancagem financeira, a análise de precificação de ativos, a análise de custos de *agency* incorridos na relação entre gestores e proprietários do capital, entre outros. Para esta pesquisa, o foco consiste apenas na mensuração de valor e no desempenho do retorno dos investimentos, portanto, tais itens são os únicos descritos nesta seção.

Segundo Damodaran (1997), o valor de uma empresa pode estar diretamente relacionado às decisões que o gestor toma (relacionadas aos projetos que empreende, como financia os mesmos, a distribuição dos cargos de direção dentro da empresa, a sua política de dividendos etc.).

Araújo e Assaf Neto (2003) afirmam que, a concepção de valor econômico para uma empresa tem como objetivo gerar, a partir das decisões financeiras, um retorno que remunere as expectativas de rendimentos dos proprietários do capital. Delimitando o tópico para o desempenho financeiro de empresas familiares, pode-se dizer que tal elemento pode ser analisado por várias vertentes. A mais comum delas consiste na comparação métrica dos resultados obtidos ao longo do tempo por empresas consideradas familiares e por empresas não familiares. Estes estudos revelam que a grande maioria da evidência empírica disponível sobre o desempenho das empresas familiares é focada em grandes empresas familiares de capital aberto. A definição usada e os fatores contextuais, como a localização, o setor industrial, as condições institucionais e macroeconômicas, afetam os resultados. A evidência acumulada aponta para uma grande variação nos resultados sobre o desempenho financeiro das empresas familiares e não familiares (Sharma & Carney, 2012).

Diante de tal diversidade de análises, alguns estudos alcançaram grande reconhecimento ao comparar e estabelecer construtos para as diferenças entre o desempenho financeiro e a criação de valor das empresas familiares e não familiares. Um destes estudos é o de Anderson e Reeb (2003), cuja pesquisa baseou-se em analisar o retorno sobre os ativos (ROA) e a criação de valor (por meio do Q de Tobin) para as empresas familiares e não familiares da S&P500. A construção metodológica dessa pesquisa, a partir de um teste de médias e de uma análise multivariada, apresentou considerações importantes e conseguiu revelar que pensamentos comumente aceitos sobre o desempenho das empresas familiares estavam errados. Desmentindo a noção de que a propriedade da família é prejudicial, os autores encontraram desempenhos melhores em empresas familiares do que em

empresas não familiares. Ao usar variáveis de controle para a indústria e as características intrínsecas da empresa (tamanho, idade, tipo da indústria, bem como outras variáveis financeiras), a análise apontou que as empresas que continuaram com um modelo familiar apresentaram desempenhos contábeis e de mercado significativamente melhores do que as empresas não familiares.

Por fim, pode-se dizer que as análises de desempenho financeiro para empresas familiares, assim como as definições do que vem a ser empresas familiares, têm dicotomias que devem ser levadas em consideração. Essas divergências, de certa forma, mantêm uma interdependência, pois para vários autores, como Sharma (2004), a falta de um conceito concreto de desempenho influencia na ausência de um construto geral sobre empresas familiares, o inverso é verdadeiro.

### **Metodologia**

É preciso salientar, inicialmente, que esta pesquisa tem um caráter de identificação e análise das diferenças de resultados financeiros de empresas familiares e não familiares brasileiras. Existem poucos estudos no Brasil que visam compreender como as empresas familiares funcionam em termos de gestão e, sobretudo, como tais características de gestão, controle e propriedade afetam o desempenho financeiro das organizações. Esta amostragem reuniu empresas listadas na BM&FBovespa que apresentaram demonstrações de resultado de exercício (DRE) e balanços patrimoniais de 2013. Os dados foram escolhidos para 2013, pois datam do início do declínio da economia brasileira pós 2010 e o impacto no valor das empresas tende a ser severo, sobretudo naquelas com restrições de crédito como as empresas familiares (Banco Central do Brasil [Bacen], 2013; D'Aurizio et al., 2015; Gonçalves, 2015).

Foram desconsiderados os bancos, as seguradoras, os fundos de investimento e outras corporações ligadas ao setor financeiro, pois os resultados dessas instituições como essas não são comparáveis ao das organizações ligadas ao setor industrial e de serviços, mantendo assim técnicas usadas por outros trabalhos que analisaram o desempenho financeiro em *family firms*, tais como Martínez et al., 2007.

Atualmente existem 516 empresas listadas em bolsa no Brasil (BM&FBovespa, 2014). Além das empresas ligadas ao setor financeiro, foram retiradas do estudo também as empresas ligadas a três segmentos específicos: Bovespa Mais, Balcão Organizado e empresas de utilidade pública. Tais empresas, assim como as empresas inseridas no setor financeiro, obedecem a critérios de governança e de demonstração de resultados diferentes, o que poderia gerar dados espúrios para a análise (Aldrighi & Mazzer Neto, 2015).

Depois dos recortes, chegou-se a uma amostra não probabilística de 251 empresas. Dentre essas, 161 são empresas familiares e 90 são empresas não familiares.

A definição de empresa familiar usada é baseada em Anderson e Reeb (2003) e Chrisman e Patel (2012), que apontam como empresa familiar aquela que tem o controle da propriedade (acionário), o controle da gestão ou do conselho de administração.

Modelo da pesquisa	Questões da pesquisa	Objetivo
Comparação dos resultados de empresas com participação e sem participação familiar no controle acionário, conselho e ou cargos diretivos.	A estrutura de propriedade familiar em empresas listadas na BM&FBovespa proporciona resultados superiores às empresas não familiares?	Analisar da relação entre endividamento e lucratividade das empresas e a estrutura de propriedade e controle presente nas mesmas.
	A presença de membros de uma família na direção (presidência ou vice-presidência) em empresas listadas na BM&FBovespa proporciona resultados superiores às empresas não familiares?	
	A presença de membros de uma família na presidência ou vice-presidência de um conselho de administração em empresas listadas na BM&FBovespa proporciona resultados superiores às empresas não familiares?	

Figura 1. Aplicação da Matriz de Amarração de Mazzon (1981) à pesquisa  
Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 1  
Caracterização da amostra das empresas pesquisadas (modelo restrito)

Setor	Familiar	Não familiar	Total
Bens industriais	23	9	32
Construção e transporte	33	27	60
Consumo cíclico	40	22	62
Consumo não cíclico	22	16	38
Material básico	29	7	36
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	3	6
Tecnologia da informação	4	3	7
Telecomunicações	5	5	10
Total	159	92	251

Fonte: BM&FBovespa.

Esses dados foram extraídos dos formulários de referência que as empresas de capital aberto listadas em bolsa são obrigadas pela legislação a fornecer (Lei nº 11.638, 2007). A lista com a separação das empresas por setor está disponível na tabela 1.

Pode-se perceber que a maior parte das empresas da amostra é composta por empresas familiares (63%). A maior proporção de empresas familiares se dedica a setores como bens industriais (ex.: máquinas e equipamentos), consumo cíclico (ex.:

tecidos, vestuário e calçados), consumo não cíclico (ex.: alimentos processados) e materiais básicos (ex.: mineração, siderurgia e metalurgia). Ao promover uma separação mais específica (tabela 2) das empresas em relação ao grau de envolvimento da família na empresa (controle acionário, presidência/vice-presidência do conselho e direção) é possível detalhar ainda mais como as empresas da amostra se comportam.

A tabela 2 apresenta de forma diferente os resultados da tabela 1, pois estabelece de forma específica o grau de participação da família dentro da empresa. Os critérios usados para a estrutura de propriedade foram os de La Porta et al. (1999), que configuram como estrutura de propriedade familiar aquela em que existe uma quantidade acima de 20% do controle acionário sob posse de uma família. Já as categorias sobre os executivos e o conselho de administração foram extraídas a partir de Anderson e Reeb (2003).

Além disso, para proporcionar maior coerência entre a pergunta central deste trabalho e a metodologia empregada será usada a Matriz de Amarração de Mazzon (1981), que contém o modelo da pesquisa, as questões derivadas da questão norteadora e o objetivo a ser atendido. Essas informações estão na figura 1. As questões metodológicas e as hipóteses estão na seção a seguir (metodologia).

Tabela 2  
Características familiares específicas das empresas em relação aos setores

Setor	Sem participação familiar	Controle acionário	Controle acionário e conselho e/ou direção	Controle acionário, conselho e direção
Bens industriais	9	0	10	13
Construção e transporte	21	5	11	23
Consumo cíclico	20	1	13	28
Consumo não cíclico	12	4	13	9
Material básico	6	1	10	19
Petróleo, gás e biocombustíveis	3	0	3	0
Tecnologia da informação	2	1	3	1
Telecomunicações	4	1	1	4
Total	77	13	64	97

Fonte: BM&FBovespa.

Variável	Definição
Tamanho	Logaritmo natural do total de ativos
Passivo oneroso (R\$ mil)	Empréstimos e financiamentos que geram encargos financeiros para a empresa
Idade	Idade da empresa
Lucro operacional líquido (R\$ mil)	Resultados operacionais da empresa somados aos resultados financeiros
Valor da empresa (R\$ mil)	Medida total do valor da empresa. É calculado como a soma de valor de mercado, valor de mercado das dívidas, valor do capital preferencial e valor do capital dos minoritários.
Valor de mercado (R\$ mil)	Preço das ações multiplicado pelo total de ações da empresa
Índice de pagamento de dividendos	Total de dividendos pagos pelo total de ativos da empresa.
Receitas	Logaritmo natural do total de receitas.
ROE – Return on equity	Taxa relativa ao lucro líquido sobre o patrimônio líquido. Apresenta a rentabilidade do capital próprio.
ROA – Return on assets	Taxa relativa ao lucro líquido sobre o total de ativos. Apresenta um indicativo de quão lucrativa é uma empresa em relação ao seu tamanho (total de ativos).
Endividamento total	Logaritmo natural das dívidas totais

Figura 2. Características financeiras das empresas (variáveis)

Fonte: Berk e De Marzo (2009).

Como desenho metodológico, foram escolhidos primeiramente o teste *t* e as correlações para identificar o comportamento das empresas familiares em relação a várias características financeiras. As características financeiras foram obtidas a partir de um conjunto de variáveis financeiras apresentadas na figura 2.

Posteriormente, foram feitos testes de variância univariada com covariáveis (Ancova) para compreender se o desempenho das empresas com características de gestão e propriedade familiar têm resultados superiores ou inferiores para elementos financeiros que denotam o desempenho de uma empresa. Para Hair, Black, Babin, Anderson e Tatham (2009), a Ancova é uma técnica que tem solidez para identificar a diferença das variâncias de duas (ou mais) amostras em uma relação de dependência. A Ancova é um modelo que compara várias médias, mas tem o controle do efeito de outras variáveis. A inclusão de covariáveis no modelo por meio deste teste refere-se ao interesse em auxiliar em duas situações: reduzir a variância do erro dentro do grupo e eliminação de confundidores (Field, 2009). As suposições da Ancova consistem em que os dados sejam de amostra com distribuição normal, que as variâncias sejam homogêneas, que as observações sejam independentes e a variável dependente seja métrica (Field, 2009).

Para responder às três questões propostas no quadro analítico da seção anterior, foram testados dois grandes itens: o primeiro, a análise do passivo oneroso total das empresas, que consiste em uma medição dos valores que geram despesas financeiras para as empresas (empréstimos, financiamentos, debêntures,

emissão de ações, entre outros). Foram feitos testes de variância univariada com covariáveis (Ancova) para cada variável que denota a participação da empresa no processo decisório de uma organização, que são: participação familiar no controle acionário, participação familiar na direção da empresa (presidência ou vice-presidência) e participação familiar no conselho de administração (presidência ou vice-presidência).

*Proposição 1:* existem diferenças nos valores de passivo oneroso total para empresas com controle e gestão familiar em relação às não familiares. Além das diferenças entre as médias dos valores, o passivo oneroso das empresas familiares será menor que o das empresas não familiares.

O segundo item analisado foi o lucro operacional líquido (acrescido do resultado financeiro). Este item consiste em uma medição dos valores alcançados pela empresa em sua atividade principal e também em atividades secundárias ou financeiras (compra de derivativos, aplicações, taxas de juros, operações cambiais, etc.). É uma medição que visa a proporcionar clareza sobre o desempenho da empresa antes do pagamento dos tributos. A aplicabilidade deste método se faz pela exigência da Lei das Sociedades Anônimas de 2007, em que o lucro operacional líquido seja acrescido do resultado financeiro (receitas financeiras subtraindo despesas financeiras), mesmo que o tal item não seja operacional (Brasil, 2007). Para atender a esse item, foram feitos testes de variância univariada com covariáveis (Ancova) para cada variável que denota a participação da empresa no processo decisório de uma organização, as quais são:

participação familiar no controle acionário, participação familiar na direção da empresa (presidência ou vice-presidência) e participação familiar no conselho de administração (presidência ou vice-presidência).

*Proposição 2:* existem diferenças nos valores de lucro operacional líquido para empresas com controle e gestão familiar e que as empresas familiares têm resultados melhores que as não familiares [proposição baseada em estudos de Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martínez et al. (2007)].

Por fim, como testes de robustez foram usadas duas regressões múltiplas para identificar a relação causal entre propriedade e controle familiar para a criação ou destruição de valor das empresas da amostra a partir das seguintes equações:

$$\ln \text{Valor de Mercado} = a + \beta(\text{Familiar}) + \gamma(\text{Variáveis de Controle}) + \varepsilon \quad (1)$$

Na qual:

$\ln$  (Valor de Mercado) – logaritmo natural do valor de mercado da empresa;

Familiar – empresa familiar a partir dos critérios de Anderson e Reeb (2003) e Chrisman e Patel (2012);

Variáveis de controle – tamanho, endividamento, idade da empresa e setor.

A opção pela variável Valor de Mercado, a partir de Anderson e Reeb (2003), capta tanto o impacto das decisões da empresa no preço de suas ações quanto a percepção dos investidores sobre o comportamento da empresa.

$$\ln \text{Valor Total da Empresa} = \alpha + \beta(\text{Familiar}) + \gamma(\text{Variáveis de Controle}) + \varepsilon \quad (2)$$

Na qual:

$\ln$  (Valor Total da Empresa) – logaritmo natural do valor de mercado da empresa;

Familiar – empresa familiar a partir dos critérios de Anderson e Reeb (2003) e Chrisman e Patel (2012);

Variáveis de controle – tamanho, endividamento, idade da empresa e setor.

A opção pela variável Valor Total da Empresa, a partir de Anderson e Reeb (2003), capta tanto o impacto das expectativas dos agentes sobre a empresa quanto seus valores totais de ativos e os valores referentes ao seu endividamento.

*Proposição 3:* as empresas familiares apresentam diferenças estatisticamente significantes para os valores de mercado e valores totais da empresa. Espera-se que o valor de mercado e o valor total das empresas familiares sejam maiores do que os das empresas não familiares (Anderson & Reeb, 2003; Lee, 2006).

A escolha por um modelo de regressão múltipla é importante porque estes modelos excluem os erros de variáveis omitidas, ampliando assim a qualidade do modelo estimado. A regressão múltipla permite que muitos fatores observados que afetam  $y$  (valor de mercado e valor total da empresa) possam ser analisados e ter seus impactos mensurados (Wooldridge, 2009).

## Discussão dos resultados

Os resultados, conforme descritos na metodologia, serão analisados a partir de cada questão de pesquisa. Essas três perguntas-base têm interesse em auxiliar a responder as três proposições teóricas dispostas na metodologia. O primeiro tópico de análise refere-se aos resultados descritivos, ou seja, o Teste T e a tabela de correlações entre as variáveis. O segundo tópico refere-se aos resultados da análise para o Passivo Oneroso. O terceiro apresenta os resultados da análise do Lucro Operacional Líquido. O quarto tópico apresenta os resultados dos testes de robustez com as regressões múltiplas.

### Resultados descritivos

Os resultados descritivos combinam análises estatísticas menos substanciais como um teste  $t$  e um teste de correlações entre as variáveis. Os resultados estão dispostos na tabela 3 (painéis A e B) e apresentam o comportamento das variáveis financeiras estabelecidas na figura 2 no que concerne às empresas familiares.

Os resultados obtidos a partir da análise descritiva apresentaram diferenças significativas para os resultados financeiros de 2013 entre empresas familiares e não familiares. As empresas familiares possuem um tamanho ( $\ln$  do Total de Ativos) menor do que as empresas não familiares. Embora a concentração de empresas com propriedade familiar em setores mais intensivos em capital (máquinas e equipamentos) seja uma constante em países com maior presença do Estado na economia e com um mercado de capitais menos desenvolvido (Aldrighi & Mazzer Neto, 2015; Morck & Yeung, 2004), a existência de muitas empresas brasileiras intensivas em capital sendo controladas pelo Estado, sobretudo em setores como o petrolífero (que possuem grande quantidade de ativos), pesa para que o tamanho das empresas familiares seja menor.

As empresas familiares apresentam níveis de endividamento, valores de mercado e valores totais da empresa menores do que as empresas não familiares. Estas três variáveis podem ser analisadas conjuntamente, visto que tanto a capacidade de endividamento de uma empresa quanto seu valor de mercado (e consequentemente o valor total) sofrem influência das expectativas de investidores e agentes externos sobre o futuro da empresa. Empresas familiares por muito tempo foram vistas como mais passíveis de gerar o conflito de *agency* tipo II (Schulze et al., 2003), o que ainda hoje influencia a percepção dos investidores para o empréstimo de recursos e o investimento na empresa (D'Aurizio et al., 2015), resultando assim em menor capacidade de endividamento e menor percepção de valor para o mercado.

Os resultados do ROA (*return on assets*) e do ROE (*return on equity*) seguiram a mesma tendência de mostrar mais valores menores para as empresas familiares do que para as empresas não familiares, embora não significativos. Esses valores diferem do esperado para empresas familiares, visto que os resultados de pesquisas com empresas americanas comumente levam a retornos sobre ativos (ROA) e patrimônio líquido (ROE) superiores aos obtidos pelas empresas não familiares (Anderson & Reeb, 2003; Lee, 2006). Além disso, o índice de pagamento de

Tabela 3  
Resultados descritivos

Painel A – Teste <i>t</i> das características financeiras											
Variável	Familiar			Não familiar			Teste <i>t</i>				
Tamanho (ln)	14,03			14,74			2,7984 <sup>b</sup>				
Endividamento total (ln) – Endiv.	13,55			14,26			2,9392 <sup>b</sup>				
Idade (anos)	46,44			36,03			-2,7360 <sup>b</sup>				
Valor de mercado (R\$ mi.) – VM	2.390,00			13.200,00			3,0075 <sup>b</sup>				
Valor da empresa (R\$ mi.) – VE	3.960,00			18.000,00			2,6765 <sup>b</sup>				
Índice de dividendos (taxa) – Divid.	0,016			0,027			1,5183				
ROA (taxa)	-0,123			-0,106			0,1585				
ROE (taxa)	0,110			0,061			-0,1644				
Receitas totais (Ln)	13,35			14,28			3,0812 <sup>b</sup>				
Lucro líquido (R\$ milhões) – LL	-85,20			623,00			2,4306 <sup>a</sup>				

  

Painel B – Correlação entre as variáveis											
	Familiar	Tamanho	Endiv.	Idade	LL	VM	VE	Divid.	ROA	ROE	Receitas
Familiar	1,0000										
Tamanho	-0,1746 <sup>c</sup>	1,000									
Endiv.	-0,1831 <sup>c</sup>	0,8792 <sup>c</sup>	1,000								
Idade	0,1708 <sup>c</sup>	-0,2362 <sup>c</sup>	-0,1722 <sup>c</sup>	1,000							
LL	-0,1603 <sup>b</sup>	0,2361 <sup>c</sup>	0,2132 <sup>c</sup>	0,0680	1,000						
VM	-0,1970 <sup>c</sup>	0,4083 <sup>c</sup>	0,4104 <sup>c</sup>	-0,0074	0,6413 <sup>c</sup>	1,000					
VE	-0,1760 <sup>c</sup>	0,4317 <sup>c</sup>	0,4492 <sup>c</sup>	0,0153	0,7244 <sup>c</sup>	0,9432 <sup>c</sup>	1,000				
Divid.	-0,1037	0,0086	-0,0894	0,0215	0,0992	0,1451 <sup>b</sup>	0,0861	1,000			
ROA	-0,0223	0,3823 <sup>c</sup>	0,0658	-0,0571	0,1968 <sup>c</sup>	0,0585	0,0454	0,1329 <sup>a</sup>	1,000		
ROE	0,0110	-0,0071	0,0039	0,0750	0,0032	0,0153	0,0172	0,0311	0,0082	1,000	
Receitas	-0,2061 <sup>c</sup>	0,8132 <sup>c</sup>	0,7188 <sup>c</sup>	-0,1461 <sup>b</sup>	0,2678 <sup>c</sup>	0,3775 <sup>c</sup>	0,3932 <sup>c</sup>	0,0834	0,3355 <sup>c</sup>	0,0152	1,000

<sup>a</sup> significativo a 10%.

<sup>b</sup> significativo a 5%.

<sup>c</sup> significativo a 1%.

Fonte: dados da pesquisa.

dividendos também apresentou um resultado menor para empresas familiares, mas também sem significância estatística. Pode-se atribuir a isso o fato de que empresas concentradas preferem reinvestir o capital da empresa em novos investimentos do que em distribuição de dividendos (Schulze et al., 2003).

Em relação ao lucro líquido das empresas e ao valor das receitas totais também foram encontrados resultados menores para empresas familiares. No tocante à lucratividade menor, os resultados contrapõem achados anteriores sobre a lucratividade das empresas familiares (Anderson & Reeb, 2003). Quanto às receitas, o valor esperado era que fossem menores, visto que os resultados das receitas operacionais geralmente estão alinhados aos resultados para o total de ativos (que também apresentaram tendências menores nas empresas familiares).

Por fim, para os testes de correlação (tabela 3 – Painel B) feitos entre as variáveis financeiras e a variável empresa familiar corroboram os dados do teste *t*. As variáveis financeiras apresentaram uma forte correlação negativa com a variável de interesse.

#### Passivo oneroso

A variável dependente, que é o passivo oneroso (dívidas que geram encargos financeiros, tais como empréstimos, financiamentos, debêntures, etc.), foi testada em confronto com três variáveis independentes diferentes (tabela 4), e, em cada um

desses testes, foram usadas três covariáveis para minimizar os efeitos externos à variável independente sobre a variável dependente. Os testes foram feitos com um  $\alpha = 0,05$ .

Primeiramente deve-se dizer que o valor de *p* foi satisfatório para duas variáveis independentes: existência de membros da família no conselho de administração (presidência e vice-presidência) e o controle acionário de uma (ou mais) família(s). Contudo, a variável que denota a existência de membros de uma família na gestão das empresas da amostra não apresentou significância, ou seja, os valores médios do passivo oneroso encontrados são similares para empresas com gestão familiar e gestão não familiar. Dentre as covariáveis, a única que apresentou significância para os três testes foi o valor total dos ativos. Em termos técnicos, isso é uma questão prevista, pois o tamanho dos ativos (sobretudo os ativos fixos) é altamente dependente dos valores do passivo oneroso (com grande ênfase nos passivos de longo prazo).

A existência de diferença entre valores de passivo oneroso atende aos pressupostos das Teorias sobre Endividamento. Estas teorias advêm desde o modelo de Modigliani e Miller, na década de 1950, e pressupõem que empresas diferentes tendem a contrair dívidas de forma diferente. Entre essas diferenças, algumas ganham destaque como as características setoriais (sobretudo a maturidade e a concentração do setor), tamanho das empresas (pressupõe-se que empresas de maior porte possuem maiores possibilidades para contratar empréstimos e financiamentos com

Tabela 4  
Testes de média para o passivo oneroso (2013)

Dependente	<i>P-value</i>	Dependente	<i>P-value</i>	Dependente	<i>P-value</i>
Passivo oneroso (2013) Independente	0,048	Passivo oneroso (2013) Independente	0,013	Passivo oneroso (2013) Independente	0,240
Conselho familiar Covariáveis		Propriedade familiar Covariáveis		Gestão familiar Covariáveis	
Ativos totais (2013)	0,000	Ativos totais (2013)	0,000	Ativos totais (2013)	0,000
Setores(BM&FBovespa)	0,674	Setores(BM&FBovespa)	0,619	Setores(BM&FBovespa)	0,733
Idade (Fundação)	0,495	Idade (Fundação)	0,493	Idade (Fundação)	0,530

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 5  
Diferenças de média para o passivo oneroso (2013)

Passivo oneroso (R\$ milhões)					
Sem parentes no conselho	6.197,71	Sem propriedade familiar	6.008,06	Sem parentes na direção	4.578,71
Com parentes no conselho	2.067,44	Com propriedade familiar	2.333,23	Com parentes na direção	2.043,36

Fonte: dados da pesquisa.

taxas de juros melhores), empresas baseadas em ativos tangíveis frequentemente possuem níveis de endividamento superior (exemplificando: valores de empréstimos e financiamentos de uma refinaria de petróleo vis-à-vis empresas de criação e desenvolvimento de *softwares*) (Gomes & Schmid, 2010; Kayo & Kimura, 2011).

Além dessa breve descrição sobre as diferenças inerentes às organizações, deve-se explicar possíveis motivos para que apenas a relação entre conselhos com membros familiares e famílias como acionistas controladoras possam ter apresentado resultado. Ao usar algumas constatações de Anderson e Reeb (2003) e Lee (2006) é possível perceber que essa falta de relação entre a existência de familiares na gestão é algo recorrente. Em ambos os trabalhos, ao usar uma métrica para mensurar se a mera existência de um membro da família nos cargos de direção poderia causar impactos significativos no desempenho operacional e financeiro, não foram encontradas respostas significativas, enquanto que para as outras duas variáveis (propriedade familiar e participação familiar no conselho administrativo) ocorreram resultados significativos. Lee (2006) explica que isso se deve, sobretudo, a um modelo de governança corporativa e profissionalização que passou a ser adotado pelas grandes corporações familiares ao longo do tempo e que tem grande similaridade com as empresas não familiares.

Diante da constatação de que existem diferenças significativas entre as médias dos valores do passivo oneroso para dois tipos de empresas familiares, cabe saber quais diferenças são essas. Tais diferenças estão apresentadas pela tabela a seguir (tabela 5).

Pode-se perceber que para as três variáveis independentes (até mesmo para a variável que não apresentou significância estatística), os valores das médias do passivo oneroso são inferiores nas empresas com algum tipo de elemento familiar em comparação com as que não possuem tais elementos.

Conforme mencionado por Fama e Jensen (1983), os elementos internos a uma organização podem resultar em impactos significativos quanto à política de endividamento, remuneração de gestores, políticas de incentivos aos agentes internos e

dividendos aos acionistas. Tal explanação funciona como um complemento à discussão sobre porque existem diferenças. Mas qual o motivo das empresas que não possuem algum tipo de relação familiar seja no controle acionário, na gestão ou no conselho apresentarem valores de passivos onerosos superiores?

Para responder tal questão podem-se usar como base os elementos presentes no conceito de SEW (riqueza sócio emocional) de agentes familiares. Segundo Sharma e Carney (2012), esse item reflete que muitas vezes os agentes buscam resultados não pecuniários. A busca por resultados não pecuniários pode refletir de positivamente ou negativamente em relação ao endividamento. Isto tem grande impacto, pois, para autores como Denison et al. (2004), as empresas familiares tendem a pensar os negócios com uma visão de longo prazo (o que aumenta conforme a participação acionária aumenta). Portanto, a escolha pelo uso de recursos de terceiros (que caracterizam o passivo oneroso) ocorre em menor escala. Vale ressaltar que é um modelo de gestão mais conservador e que incorre em menos riscos, pois o uso excessivo de capitais de terceiros (passivo oneroso) pode elevar os níveis de endividamento e, em alguns casos, elevar de forma alarmante os níveis de dependência financeira (quando a empresa não consegue manter suas atividades sem recorrer a capitais cada vez mais onerosos, como, por exemplo, os empréstimos de curto prazo) (Pohlmann & Iudícibus, 2010).

Portanto, pode-se afirmar que a visão mais tradicionalista das empresas familiares é um ponto importante na decisão das fontes de capital, sobretudo quando a organização incorre em elevados riscos financeiros que podem vir a prejudicar a sobrevivência da organização. Essas breves afirmações reforçam a hipótese descrita na metodologia, na qual era esperado que as dívidas das empresas familiares fossem inferiores as dívidas contraídas por empresas não familiares.

#### *Lucro operacional líquido (com receitas financeiras)*

A variável dependente, que é o lucro operacional líquido (resultado operacional somado ao resultado financeiro), foi testada em confronto com três variáveis independentes diferentes

Tabela 6  
Testes de média para o lucro operacional líquido (com receitas financeiras) 2013

Dependente	<i>P-value</i>	Dependente	<i>P-value</i>	Dependente	<i>P-value</i>
LOL (com receitas financeiras) 2013		LOL (com receitas financeiras) – 2013		LOL (com receitas financeiras) 2013	
Independente	0,029	Independente	0,031	Independente	0,758
Conselho familiar Covariáveis		Propriedade familiar Covariáveis		Gestão familiar Covariáveis	
Ativos totais (2013)	0,000	Ativos totais (2013)	0,000	Ativos totais (2013)	0,000
Setores (BM&FBovespa)	0,038	Setores (BM&FBovespa)	0,044	Setores (BM&FBovespa)	0,035
Idade (Fundação)	0,127	Idade (Fundação)	0,147	Idade (Fundação)	0,231

Fonte: dados da pesquisa.

(tabela 6). Em cada um desses testes foram usadas três covariáveis para minimizar os efeitos externos da variável independente sobre a variável dependente. Os testes foram feitos com um  $\alpha = 0,05$ .

Assim como nos testes feitos para o passivo oneroso, os testes feitos para o lucro operacional líquido apresentaram significâncias estatísticas para duas variáveis independentes (participação familiar no conselho administrativo e propriedade familiar). Além destas duas variáveis, as covariáveis que representam o valor total dos ativos e a classificação setorial da BM&FBovespa também apresentaram  $p < 0,05$ , foram assim altamente significativas para o teste. A significância da covariável dos ativos totais era esperada porque o valor dos ativos (sobretudo o ativo circulante – curto prazo) tem grande influência sobre as receitas da empresa, o que tende a refletir no lucro operacional. Já a covariável Setor também é um elemento de grande influência sobre a lucratividade de uma empresa. Ao longo do tempo, por características macroeconômicas (políticas, sociais, culturais, institucionais, etc.) e microeconômicas (aumento da demanda, características tecnológicas setoriais, etc.), as empresas situadas em um determinado setor podem vir a alcançar lucros superiores a outros. Portanto, é compreensível que esta covariável possua um valor aceitável de significância.

Como elementos explicativos para a diferença de médias entre as empresas com características familiares e as empresas sem características familiares, é possível recorrer às literaturas de propriedade e desempenho financeiro de empresas, como Lee (2006) e Martínez et al. (2007). Ao avaliarem as empresas por diferentes métricas eles encontraram diferenças significativas tanto em índices econômicos e financeiros como em valores que as empresas alcançaram como receitas operacionais. A isto se devem dois elementos mencionados pelos autores: a política de mercado adotada pela empresa e a política de contratação de fontes externas de capital. Na mesma vertente, Hoffman et al. (2006) mencionam que a diferença de desempenhos financeiros de uma empresa familiar para uma não familiar se deve a construção de laços reputacionais ou capital social por parte dos agentes. Em suas análises, os autores constataram que a presença familiar no conselho administrativo e no controle acionário pode disseminar uma mensagem comum para os demais setores, visto que visam ao longo prazo e a estabilidade. Além disso, as decisões administrativas das empresas familiares tendem a ser menos

agressivas do que empresas não familiares, e pode-se recorrer à tese seminal de Berle e Means (1932) sobre os custos de *agency* e as ações visando o benefício próprio de gestores sem laços não pecuniários com a organização.

Diante da constatação de que existem diferenças significativas entre as médias dos valores do lucro operacional líquido para dois tipos de empresas familiares, cabe saber quais diferenças são essas. Tais diferenças estão apresentadas pela tabela 7.

A partir dos resultados dos testes, não se confirmou a hipótese teórica apresentada na metodologia de que as empresas familiares apresentariam resultados financeiros superiores aos das empresas não familiares, pois o lucro operacional líquido foi inferior nos três casos (incluindo o caso não significativo para os familiares na direção da empresa). Essa hipótese se construiu a partir dos estudos de Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martínez et al. (2007). Tais autores trabalharam empresas americanas (Anderson & Reeb, 2003; Lee, 2006) e corporações chilenas (Martínez et al., 2007). Pode-se perceber que, para a amostra usada, as empresas familiares brasileiras tiveram um comportamento diferente quanto ao desempenho financeiro.

Como aspectos explicativos pode-se usar o segundo viés do conceito de SEW (riqueza sócio emocional) de Sharma e Carney (2012), pois tal item pode proporcionar aspectos negativos como a maximização de interesses familiares e não pecuniários que prejudiquem a organização. Lee (2006) e Stewart e Hitt (2012) citam informações particulares aos aspectos negativos do conceito de SEW como nepotismo, excesso de normas familiares e uma estrutura moral que burocratiza a organização, bem como a influência que a própria presença familiar pode causar.

Tomando como base a afirmação de Demsetz e Lehn (1985), modelos de controle mais eficientes podem fornecer desempenhos superiores. Contudo, a partir de obras como Lee (2006), um dos problemas das empresas familiares não decorre da falta de controle, mas de um controle a partir de preceitos errados. Seguindo o conceito de SEW, alguns elementos podem resultar em um controle negativo, por parte da família, da organização, tais como a ligação dos laços sociais e o apego emocional ao negócio. Esses elementos podem gerar uma relação positiva em alguns aspectos como, por exemplo, uma gestão mais conservadora e que corra menos riscos ao usar capitais de terceiros. Mas também podem vir a gerar os elementos mencionados anteriormente como nepotismo e um enrijecimento da estrutura

Tabela 7

Diferenças de média para o lucro operacional líquido (com receitas financeiras) 2013 das empresas da amostra

Lucro operacional líquido (R\$ milhões)					
Sem parentes no conselho	912,73	Sem propriedade familiar	939,41	Sem parentes na direção	445,21
Com parentes no conselho	-24,14	Com propriedade familiar	1,70	Com parentes na direção	116,88

Teste de solidez com regressões múltiplas

Variáveis independentes	Variável dependente	
	Valor de mercado (VM)	Valor total da empresa (VE)
Familiar	-0,4219 <sup>c</sup>	-0,1662
Tamanho	0,7937 <sup>c</sup>	0,3476
Dívidas	-0,2447	0,3657 <sup>b</sup>
Idade	-0,0060 <sup>c</sup>	-0,0048 <sup>c</sup>
Receitas	0,4150 <sup>c</sup>	0,2836 <sup>c</sup>
Dividendos	7,0053 <sup>b</sup>	4,8452
Constante	6,6992 <sup>c</sup>	6,7114 <sup>c</sup>
Variáveis setoriais	Sim	Sim
Número de observações	186	184
R-quadrado	0,7988	0,8369

<sup>a</sup> significativo a 10%.<sup>b</sup> significativo a 5%.<sup>c</sup> significativo a 1%.

Fonte: dados da pesquisa.

decisória, o que pode afetar a competitividade frente às empresas não familiares.

### Criação de valor

O passo final da análise consiste na demonstração por meio das Equações 1 e 2 definidas na sessão de metodologia. Como testes de robustez foram escolhidas duas variáveis dependentes: valor de mercado – VM (2013) e valor total da empresa – VE (2013). A partir de duas regressões múltiplas usando o modelo dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e respeitando todos os pressupostos a partir do uso do modelo com erros robustos (para eliminar a heterocedasticidade), a variável de interesse (empresa familiar) foi significativa apenas no modelo com a variável VM (com um  $p = 0,006$ ). No modelo com a variável dependente VE, a variável familiar manteve a mesma magnitude de sinal registrada na equação com VM, entretanto não foi significativa estatisticamente ( $p = 0,184$ ).

Os resultados apresentados pela tabela 7 se mantêm consonantes com os resultados obtidos em todos os testes anteriores. Para a primeira equação, o impacto da variável Familiar no Valor de Mercado (VM) apresentou um  $\beta = -0,4219$ . Para a segunda equação, o impacto da variável Familiar no Valor Total da Empresa (VE) gerou um  $\beta = -0,1662$  (embora não significativa, a amplitude também é negativa). Como as variáveis dependentes são logaritmos naturais, os resultados mostram que o fato da empresa ser uma empresa de propriedade e controle familiar fez com que ela tivesse um resultado 42% pior para os valores de mercado e 16% pior para os valores totais em relação às empresas não familiares em 2013.

Os resultados novamente apresentam uma situação discordante em relação às proposições teóricas sobre o desempenho financeiro e a criação de valor em empresas financeiras (Anderson & Reeb, 2003; Lee, 2006). Elementos que podem

corroborar estes resultados estão baseados novamente no fato de que o gestor pode, muitas vezes, tentar agir visando interesses pessoais e, com isso, prejudicar o valor da empresa (Schulze et al., 2003). Além disso, o valor de uma empresa (assim como o valor de mercado) pode ser considerado um *proxy* das expectativas dos investidores em relação às empresas (Damodaran, 1997). Como as expectativas sobre empresas familiares são geralmente baixas, seu valor de mercado (e também os valores totais) podem ser muito afetados para baixo (D'Aurizio et al., 2015).

Como corolário, ressalta-se que muitas empresas com características familiares passavam por processos de recuperação judicial, o que tende a elevar esta discrepância nas médias. Todas as empresas que apresentaram balanço patrimonial e DRE foram levadas em consideração para compreender os impactos do dado familiar nas organizações. Alguns setores específicos apresentaram empresas com problemas financeiros, tais como o de refino e produção de petróleo e combustíveis e o setor de bens industriais. Não obstante, uma característica frequente na amostra das empresas familiares foi o maior uso de fontes externas de capital de curto prazo, o que incide em maiores despesas financeiras e pode vir a prejudicar a lucratividade da organização.

### Considerações finais

Embora as empresas familiares sejam constantemente analisadas, não existem teorias claras que definam plenamente o conceito do que vem a ser uma empresa familiar em sua totalidade. Além disso, os estudos que versam sobre o desempenho de tais organizações são muitas vezes dicotômicos, ou seja, alguns apresentam resultados desfavoráveis ao modelo familiar de organização enquanto outros apresentam resultados claramente positivos sobre tal modelo.

Para esta pesquisa foram usados três grandes estudos como base: Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martínez et al.,

2007, que apresentaram resultados extremamente significativos para a análise de desempenho financeiro em empresas familiares. Diante disso, esta pesquisa buscou verificar, por meio de uma Análise de Variância Univariada (Ancova), as diferenças e os impactos de três tipos de situações das empresas familiares brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Os resultados encontrados para as diferenças entre resultados financeiros de empresas familiares e não familiares não mantiveram a tendência dos estudos descritos como base. Em termos específicos, a hipótese sobre a situação do passivo oneroso (*Proposição 1*) foi atendida, visto que, para os autores, o modelo mais conservador (e de longo prazo) das empresas familiares resulta em endividamentos menores e práticas menos arriscadas do ponto de vista financeiro. Já a hipótese sobre o desempenho financeiro com ênfase na lucratividade (*Proposição 2*) não foi atendida, mesmo com duas covariáveis altamente significativas e que foram estabelecidas para minimizar os efeitos de elementos exógenos no resultado da variável dependente. Por fim, os testes de robustez com as variáveis valor de mercado (VM) e valor total da empresa (VE) também corroboraram os testes anteriores e refutaram a hipótese para valores maiores nas empresas familiares (*Proposição 3*). Manteve-se a tendência negativa para as características financeiras quando confrontadas com a variável empresa familiar. Entretanto, mesmo não apresentando conformidade com as obras que serviram de base, existem elementos teóricos que justificam a existência de um desempenho financeiro pior de empresas familiares *vis-à-vis* empresas não familiares.

Dessa forma, percebe-se que as empresas que têm algum tipo de relação familiar demonstraram passivo oneroso, lucro líquido, valor de mercado e valores totais da empresa menores do que as não familiares. Portanto, apesar do trabalho apresentar resultados financeiros diferentes de proposições de Anderson e Reeb (2003) e Lee (2006), o estudo também encontra solidez em pesquisas como as de Schulze et al. (2003), Denison et al. (2004) e D'Aurizio et al. (2015), pois a estratégia mais conservadora de empresas pode refletir tanto no endividamento menor quanto nos resultados financeiros piores.

Por fim, sugerem-se outros estudos que visem identificar, além das diferenças, quais os impactos e a relação entre o controle e a gestão familiar no desempenho financeiro das empresas brasileiras. Ou seja, se faz necessário mensurar como cada item relacionado à gestão familiar tem implicado nas empresas brasileiras, visto que, assim como no mercado americano, tais empresas são muito importantes do ponto de vista econômico, empresarial e social.

## Conflitos de interesse

Os autores declaram não haver conflitos de interesse.

## Referências

Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2015). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115–137, 10.1590/S0101-31572005000200009.

- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S & P 500. *American Finance Association*, 58(3), 1301–1328, 10.1111/1540-6261.00567.
- Araújo, A. M. P., & Assaf Neto, A. (2003). A contabilidade tradicional e a contabilidade. *Revista Contabilidade E Finanças*, 33, 16–32.
- Astrachan, J., & Shanker, M. C. (2003). Family businesses' contribution to the US economy: a closer look. *Family Business Review*, XVI(3), 211–219.
- BACEN, B. C., & do, B.-. (2013). *Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2013*, 1–25. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?boletim2013>
- Barzel, Y. (1997). *Economic analysis of property right* (2nd ed.). Cambridge: University Press.
- Berk, J., & De Marzo, P. (2009). *Finanças Empresariais*. Porto Alegre: Bookman.
- BM&FBovespa – Bolsa de Valores de São Paulo. (2014). *Empresas Listadas*. <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/produtos/listados-a-vista-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>
- Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). Variations in R & D investments of family and nonfamily firms: behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976–997, 10.2307/23317622.
- D'Aurizio, L., Oliviero, T., & Romano, L. (2015). Family firms, soft information and bank lending in a financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 33, 279–292, 10.1016/j.jcorpfin.2015.01.002. (May 2012).
- Damodaran, A. (1997). *Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177, 10.1086/261354.
- Denison, D., Lief, C., & Ward, J. L. (2004). Culture in family-owned enterprises: recognizing and leveraging unique strengths. *Family Business Review*, 17(1), 61–70, 10.1111/j.1741-6248.2004.00004.x.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301, 10.1086/467037.
- Field, A. (2009). *Descobrimos a estatística usando o SPSS* (2. ed.). Bookman: Porto Alegre.
- Gleason, K. C., Mathur, L. K., & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers. *Journal of Business Research*. New York, 50, 185–191.
- Gonçalves, C. E. (2015). Too tight and too loose: monetary policy in Brazil in the last decade. (Working Paper). Disponível em: <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/biblioteca-virtual/item/4771-monetary-policy-in-brazil-gon%C3%A7alves.html>
- Gomes, J. F., & Schmid, L. (2010). Levered Returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 467–494.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6.ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Hoffman, J. J., Hoelscher, M. L., & Sorenson, R. L. (2006). Achieving sustained competitive advantage: a family capital theory. *Family Business Review*, 19(2), 135–145, 10.1007/s10350-005-0209-3.
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358–371.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517, 10.1111/0022-1082.00115.
- Lee, J. (2006). Family firm performance: further evidence. *Family Business Review*, 19(2), 103–114, 10.1111/j.1741-6248.2006.00060.x.
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83–94, 10.1111/j.1741-6248.2007.00087.x.
- Morck, R., & Yeung, B. (2004). Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 391–410.
- Pohlmann, M. C., & Iudícibus, S. (2010). Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 21(53), 1–25.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179–194, 10.2307/30040613.

- Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. *Family Business Review*, 17(1), 1–36, 10.1111/j.1741-6248.2004.00001.x.
- Sharma, P., & Carney, M. (2012). Value creation and performance in private family firms: measurement and methodological issues. *Family Business Review*, 25(3), 233–242, 10.1177/0894486512457295.
- Stewart, A., & Hitt, M. A. (2012). Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business?: Modes of Professionalization in Family Firms. *Family Business Review*, 25(1), 58–86, 10.1177/0894486511421665.
- Wooldridge, J. (2009). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna* (4. ed.). São Paulo: Cengage Learning.