

**DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS COM CARACTERÍSTICAS FAMILIARES: ANÁLISE DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&F.**

**THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES**

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA-USP)  
thiago\_goes2@hotmail.com

**CLAUDIO ANTONIO PINHEIRO MACHADO FILHO**

USP - Universidade de São Paulo  
capfilho@usp.br

**HELDER HENRIQUE MARTINS**

Universidade Estadual do Oeste do Paraná  
helder.hmartins@hotmail.com

# DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS COM CARACTERÍSTICAS FAMILIARES: ANÁLISE DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&F.

**Área:** Estratégia em organizações

**Tema:** Economia de empresas

## Resumo

Este estudo buscou compreender as diferenças entre o desempenho financeiro de empresas com características familiares listadas em bolsa vis-à-vis as empresas não familiares. Para isso foram utilizados os referenciais de Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martinez et al. (2007). A pesquisa teve uma natureza exploratória e quantitativa por meio de um teste de média das variâncias com o uso de covariáveis (ANCOVA). 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 & F). 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.

**Palavras-chave:** empresas familiares, empresas de capital aberto, desempenho financeiro.

## Abstract

This study sought to understand the difference between the financial performance of companies with family characteristics vis-à-vis non-family companies listed on the BM & F. Were used the references of Anderson and Reeb (2003), Lee (2006) and Martinez et al. (2007). The study was exploratory in nature and quantitative methods were used by analysis of variance with the use of covariates (ANCOVA). The dependent variables were the Costly Liabilities and Net Operating Profit. Have the independent variables were the characteristics of the company (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 company (from the rank of BM & F). The results obtained showed differences in financial results of each type of company. For the Costly Passive, the presence of family attributes contributed to a lower recurrence of the use of third party capital. Have to Operating Income, the results of companies with familiar attributes was lower than that of non-family firms.

**Key-words:** family firms; public companies; financial performance.

# **DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS COM CARACTERÍSTICAS FAMILIARES: ANÁLISE DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&F.**

## **INTRODUÇÃO**

Em um contexto em que as corporações estão expostas à inúmeros elementos microeconômicos e macroeconômicos, tais como mudanças políticas, econômicas, sociais, de nível de consumo, entre outras, estabelecer um modelo de propriedade que possa proporcionar um bom controle sobre a gestão torna-se fundante para que a organização possa manter-se competitiva (alcançando assim bons desempenhos financeiros e possivelmente agregando valor econômico).

Deve-se ressaltar que as teorias sobre empresas familiares ainda são conceitos novos e ainda sem uma base concreta fundamentada. Todavia existem muitos campos de análise ainda por 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 que buscam encontrar diferenças significativas entre desempenho quanto em análises baseadas em casos históricos (SHARMA; CARNEY 2012).

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

Deve-se dizer que entre as variáveis mais importantes encontra-se a regulamentação por parte do Estado, ou seja, o responsável pelas leis e por garantir os direitos de propriedade em uma localidade. Diante de um estado ainda em transição como o Estado brasileiro, em que os direitos de propriedade ainda não são totalmente bem definidos e em que o mercado de capitais ainda é apenas incipiente, segundo Aldrighi e Mazzer Neto (2007), a grande questão de estudo é: o modelo de propriedade familiar para empresas brasileiras listadas em bolsa resulta em melhores ou piores desempenhos financeiros?

Para responder a esta questão esta pesquisa fez uso de uma técnica estatística (ANCOVA) para compreender como ocorrem as diferenças entre os resultados financeiros de empresas familiares e não familiares. Foram selecionados dois conjuntos de dados relacionados às características financeiras das empresas listas na BM & F. O primeiro deles consiste nos valores do Passivo Oneroso (dívidas que geram despesas financeiras, tais como empréstimos e financiamentos) e o segundo consiste no Lucro Operacional Líquido (lucro antes do I.R, ou seja, apresenta como foi o comportamento da atividade operacional e também de atividades não operacionais que resultaram em receitas ou despesas financeiras). Tais indicadores são importantes, pois para Lee (2006) e Martinez (2007) itens como endividamento e lucratividade são muito importantes para diferenciar as empresas familiares das não familiares. Deve-se dizer que os dados utilizados partiram de um recorte cross-section para o ano de 2013 para que fossem alcançados o maior número de dados para esta pesquisa que possui um caráter exploratório.

Este artigo está dividido em quatro seções contando com esta introdução. A segunda seção versa sobre o referencial teórico da estrutura de propriedade e desempenho financeiro em empresas familiares. A terceira seção contém o problema de pesquisa. A quarta seção apresenta a metodologia desta pesquisa, bem como as hipóteses que foram testadas. A quinta seção versa sobre os resultados da pesquisa. A sexta e última apresenta as considerações finais. Por fim são apresentadas as referências utilizadas.

## REFERENCIAL TEÓRICO

### *Empresas Familiares*

Em um contexto de organizações globais e expostas a toda sorte de situações macroeconômicas, a forma que as corporações definem sua estrutura de propriedade e controle torna-se um elemento de grande importância para que as mesmas tenham consiga superarem tais contratempos ou podem proporcionar um elemento fraco da gestão.

A estrutura de propriedade (e posteriormente a estrutura de capital) é influenciada fortemente pelos ambientes cultural, legal, político, econômico e tecnológico. O ambiente legal, político e econômico compreendem dados como as taxas de juros, as punições legais realizadas em caso de falência e os custos incorridos 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, et al., 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. Como exemplo, tem-se as políticas de controle baseadas em resultados alcançados pelos gestores, ou seja, a partir de uma maximização do valor total da empresa, os gestores recebem prêmios. Isso tende a dirimir comportamentos de auto interesse 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. Muitos pesquisadores, Astrachan e Shanker (2003) e Sharma (2004), tem 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, para que possam ser distinguidas das empresas não familiares. Embora nenhuma dessas articulações ainda tenha conquistado ampla aceitação, a maioria gira em torno do importante papel da família em termos de determinar os mecanismos de visão e comando utilizados em uma empresa e na criação (ou destruição) de recursos e capacidades únicas (SHARMA, 2004).

Deve-se dizer que não existe um pleno conceito para que sejam diferenciadas as empresas familiares de empresas não familiares. Diante disso, Astrachan e Shanker (2003) desenvolveram três definições operacionais para empresas familiares. A primeira destas definições consiste em um modelo abrangente, o qual reflete apenas 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 é denominada como um “escopo médio” de explicação, pois determina que as empresas familiares são aquelas em que além da existência do poder de voto (acionário), os membros da família possuem 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 somente existe a partir do momento em que existem sucessões dos membros da família no controle da mesma, ou seja, além do poder acionário ser de uma determinada família e dos membros da família ocuparem cargos no dia a dia da empresa, a questão da sucessão familiar deve já ter ocorrido (ou pelo menos 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 utilizavam variáveis como conceitos como 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 presentes na categoria das familiares ou das não familiares. Tais pesquisas revelaram 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 estes esforços ajudem a melhorar a nossa compreensão destas empresas, nenhum conjunto de variáveis distintas que separam a família e as empresas não familiares ainda não foi revelado.

Dois itens possuem grande importância para esta conceituação das diferenças entre empresas familiares e não familiares. O primeiro deles reflete a existência de muitos estereótipos apresentados como detalhes inerentes às organizações familiares e não familiares. Sobre estes estereótipos deve-se dizer que as qualidades que são atribuídas a empresas familiares e às empresas não familiares não se aplicam de maneira universal. Diferentemente do que muitos alegam, algumas empresas familiares possuem gestores altamente qualificados e que utilizam a tomada de decisão analítica (em detrimento da alegação de que gestores familiares apenas tomam decisões intuitivas) e algumas empresas não familiares tem casualmente treinado gerentes para que estes tomem decisões mais intuitivas. Outrossim, as empresas familiares são comumente associadas com o nepotismo, mas o princípio do mérito não é propriedade exclusiva dos negócios não familiares. Como exemplo pode-se citar que várias empresas familiares estabelecem como uma de suas metas proporcionar a 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, 2011).

Esta afirmação sobre os objetivos que não são puramente econômicos reflete o segundo item que possui importância para a conceituação de empresas familiares. Este é o conceito de riqueza sócio emocional (SEW – Socio-Emotional Wealth) e suas implicações para tais corporações. Este é um pressuposto exclusivo para corporações familiares e delinea a tendência de que líderes de empresas familiares tomem decisões economicamente arriscadas quando a escolha envolve a perda de SEW, ou seja, decisões que visem 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 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; e R - renovação dos laços familiares para a empresa através de sucessão dinástica (SHARMA; CARNEY, 2012).

Estes dois elementos apresentados anteriormente funcionam como base para o próximo tópico, o qual 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 tais 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. Delineando 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 em comparações métricas 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 utilizada 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).

Mesmo diante de tal variabilidade de estudos, alguns estudos alcançaram grande importância 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). Tal 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. Ao contrário da noção de que a propriedade da família é prejudicial, os autores encontraram desempenhos superiores em empresas familiares do que em empresas não familiares. Ao utilizar variáveis de controle para a indústria e as características intrínsecas da empresa (tamanho, idade, tipo da indústria, bem como outras variáveis financeiras), a análise demonstrou que as empresas que continuaram com um modelo familiar apresentaram significativamente melhores desempenhos contábeis e de mercado 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, possuem dicotomias que devem ser levadas em consideração. Essas divergências, de certa forma, possuem uma interdependência, pois para vários autores, como Sharma (2004), a falta de um conceito concreto de desempenho impacta para a falta de um construto geral sobre empresas familiares, sendo o inverso verdadeiro.

## **PROBLEMA DE PESQUISA**

Diante das explicações teóricas presentes nos tópicos anteriores, sobretudo do impacto que um determinado modelo de propriedade e controle (com ênfase sobre o modelo familiar de propriedade e controle) tal estudo possui como item norteador a análise dos impactos de estrutura e controle familiar sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras familiares e não familiares listadas na BM&F.

Deve-se dizer que o modelo de estrutura de capital brasileiro não se enquadra perfeitamente aos critérios de liquidez e discricionariedade exigidos para o fortalecimento dos mercados primário e secundário de capital, o que ainda afeta a constituição de um mercado de capitais forte e que resulte em um aumento das empresas e da quantidade de investidores. Tais fatores tendem a resultar em uma amostra limitada de empresas para serem comparadas, pois a forma como as empresas listadas em bolsa fornecem seus dados tem grandes diferenças da forma como outras empresas, S.A's ou LTDA., o fazem (ALDRIGHI; MAZZER NETO,

2007).

Para Demsetz (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. Estas duas características impactam diretamente nas proposições de Demsetz e Lehn (1985) de que quanto maior o controle, maiores também são as possibilidades bons desempenhos financeiros, principalmente em mercados com falhas estruturais.

Tendo em vista o ambiente das empresas brasileiras, a falta de um mercado acionário bem regulamentado, os problemas institucionais e a forma como as estruturas de propriedade impactam na performance financeira, a grande questão é: as empresas brasileiras listadas na BM&F baseadas em modelos familiares possuem melhores desempenhos financeiros, se comparadas à outros modelos de empresas nacionais?

Para proporcionar maior coerência entre a pergunta central deste trabalho e a metodologia empregada usar-se-á a Matriz de Amarração de Mazzon (1981) contendo o modelo da pesquisa, as questões derivadas da questão norteadora e o objetivo a ser atendido. As questões metodológicas e as hipóteses estão presentes na seção a seguir (metodologia).

Quadro 1: Aplicação da Matriz de Amarração de Mazzon à pesquisa

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&F 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&F proporciona resultados superiores às empresas não familiares?	
	A presença de membros de uma família presidência ou vice-presidência de um conselho de administração em empresas listadas na BM&F proporciona resultados superiores às empresas não familiares?	

Fonte: elaborado pelo autor

## METODOLOGIA

Primeiramente deve-se dizer que esta pesquisa possui um caráter de identificação e exploração, pois 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 mesmas. A amostra utilizada foi composta pelas empresas listadas na BM & F que apresentaram demonstrações de resultado de exercício (DRE) e balanços patrimoniais para o ano de 2013. Foram desconsiderados os Bancos, as Seguradoras, os Fundos de Investimento e outras corporações ligadas ao setor financeiro, pois as performances de instituições como essas não são comparáveis a das

corporações ligadas ao setor industrial e de serviços mantendo assim técnicas utilizadas por outros trabalhos que analisaram o desempenho financeiro em *family firms*, tais como Martinez et al. (2007).

Deve-se dizer que atualmente existem 516 empresas listadas na BM & F (BM & F, 2014) e além das empresas ligadas ao setor financeiro foram retiradas 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 possuem critérios de governança e de demonstração de resultados diferentes, o que poderia vir a gerar dados espúrios para a análise. Tais recortes originaram uma amostra não probabilística de 251 empresas.

Foram realizados testes de variância univariada com covariáveis (ANCOVA) para compreender se o desempenho das empresas com características de gestão e propriedade familiar possuem resultados superiores ou inferiores para elementos financeiros que denotam o desempenho de uma empresa. Para Hair et al. (2009) a ANCOVA é uma técnica que possui robustez para identificar a diferença das variâncias de duas (ou mais) amostras em uma relação de dependência.

Para responder às três questões propostas no quadro analítico da seção anterior, serão testados dois grandes itens: o primeiro item analisado foi o Passivo Oneroso Total das empresas. Este item consiste em uma medida dos valores que geram despesas financeiras para as empresas (empréstimos, financiamentos, debêntures, emissão de ações...). A hipótese a ser analisada é que existe diferença nos valores de Passivo Oneroso Total para empresas com controle e gestão familiar. Além das diferenças entre as médias dos valores a hipótese para essa variável dependente é que o Passivo Oneroso das empresas familiares será menor que o das empresas não familiares. Foram realizados 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).

O segundo item analisado foi o Lucro Operacional Líquido (acrescido do resultado financeiro). Este item consiste em uma medida 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 medida que visa proporcionar clareza sobre o desempenho da empresa antes do pagamento dos tributos. A aplicabilidade deste método se dá por duas situações, sendo a primeira uma exigência da Lei das Sociedades Anônimas de 2007 que o Lucro Operacional Líquido seja acrescido do resultado financeiro (receitas financeiras subtraindo despesas financeiras), mesmo que a tal item não seja operacional (BRASIL, 2007). A segunda situação é que isto também demonstra o quanto os resultados não operacionais (tanto de outras atividades quanto da ocorrência de despesas financeiras elevadas). A hipótese a ser analisada é que existe diferença nos valores de Lucro Líquido Operacional para empresas com controle e gestão familiar e que as empresas familiares possuem resultados melhores que as não familiares (hipótese baseada em estudos de Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martinez et al. (2007)). Para atender à esse item, foram realizados 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).

## **DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**



Os resultados, conforme descritos na metodologia serão analisados a partir de cada questão de pesquisa. Estas três perguntas possuem o interesse em identificar dois elementos, o primeiro deles é se existem diferenças entre aspectos financeiros de empresas com características familiares e empresas sem características familiares.

O primeiro desses elementos a ser analisado consiste no Passivo Oneroso das empresas da amostra.

### **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 e cada uma dessas análises teve três covariáveis importantes para minimizar os efeitos externos à variável independente sobre a variável dependente. Os testes foram realizados com um  $\alpha = 0,05$ .

**Tabela 1:** Testes de média para o Passivo Oneroso (2013) das empresas da amostra

<b>Dependente</b> Passivo Oneroso (2013)	Sig.	<b>Dependente</b> Passivo Oneroso (2013)	Sig.	<b>Dependente</b> Passivo Oneroso (2013)	Sig.
<b>Independente</b> Conselho Familiar	0,048	<b>Independente</b> Propriedade Familiar	0,013	<b>Independente</b> Gestão Familiar	0,240
<b>Covariáveis</b> Ativos Totais (2013)	0,000	<b>Covariáveis</b> Ativos Totais (2013)	0,000	<b>Covariáveis</b> Ativos Totais (2013)	0,000
Setores (BM&F)	0,674	Setores (BM&F)	0,619	Setores (BM&F)	0,733
Idade (Fundação)	0,495	Idade (Fundação)	0,493	Idade (Fundação)	0,530

Fonte: dados da pesquisa

Primeiramente deve-se dizer que o valor de sig. 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) famílias. Contudo, a variável que denota a existência de membros de uma família na gestão das empresas da amostra não apresentou significância, ou seja, a 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 taxas de juros melhores, incorrendo assim em níveis de endividamento superiores), 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 desta 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 utilizar 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 utilizar 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, à um modelo de governança corporativa e profissionalização que passou a ser adotado pelas grandes corporações familiares ao longo do tempo e que possui 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 2).

**Tabela 2:** Diferenças de média para o Passivo Oneroso (2013) das empresas da amostra

Passivo Oneroso (R\$ mi.)					
Sem familiares no conselho	6.197,71	Sem propriedade familiar	6.008,06	Sem familiares na direção	4.578,71
Com familiares no conselho	2.067,44	Com propriedade familiar	2.333,23	Com familiares na direção	2.043,36

Fonte: dados da pesquisa

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 para as empresas com algum tipo de elemento familiar do que para as que não possuem tais elementos.

Conforme mencionado por Fama e Jensen (1983), os elementos internos à 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 a 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 apresentam valores de passivos onerosos (dívidas onerosas) superiores?

Para responder tal questão pode-se utilizar 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 também. Essa busca por resultados não pecuniários pode refletir de positivamente e negativamente e 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 (e isso aumenta conforme a participação acionária aumenta), portanto a escolha pelo uso de recursos de terceiros (que caracterizam o passivo oneroso) ocorre em menor escala. Deve-se dizer 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

à capitais cada vez mais onerosos, como por exemplo os empréstimos de curto prazo) (POHLMANN; IUDICÍBUS, 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.

O próximo item consiste em uma análise de média do resultado para o Lucro Operacional Líquido (com receitas financeiras).

### ***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 e cada uma dessas análises teve três covariáveis importantes para minimizar os efeitos externos à variável independente sobre a variável dependente. Os testes foram realizados com um  $\alpha = 0,05$ .

**Tabela 3:** Testes de média para o Lucro Operacional Líquido (com receitas financeiras) - 2013 das empresas da amostra

<b>Dependente</b> LOL (com receitas financeiras) 2013		<b>Dependente</b> LOL (com receitas financeiras) – 2013		<b>Dependente</b> LOL (com receitas financeiras) 2013	
	Sig		Sig		Sig
<b>Independente</b> Conselho Familiar	0,029	<b>Independente</b> Propriedade Familiar	0,031	<b>Independente</b> Gestão Familiar	0,758
<b>Covariáveis</b> Ativos Totais (2013)	0,000	<b>Covariáveis</b> Ativos Totais (2013)	0,000	<b>Covariáveis</b> Ativos Totais (2013)	0,000
Setores (BM&F)	0,038	Setores (BM&F)	0,044	Setores (BM&F)	0,035
Idade (Fundação)	0,127	Idade (Fundação)	0,147	Idade (Fundação)	0,231

Fonte: dados da pesquisa

Assim como nos testes realizados para o Passivo Oneroso, os testes realizados para o Lucro Operacional Líquido apresentaram significâncias aceitáveis 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 & F também apresentaram p-value < 0,05, sendo 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. Bem como o aumento dos valores de ativos tangíveis (físicos) podem vir em algum momento a diminuir os custos operacionais. 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 as literaturas de propriedade e desempenho financeiro de empresas, como Lee (2006) e Martinez 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 constatam que a presença familiar no Conselho Administrativo e no controle acionário pode disseminar uma mensagem comum para os demais setores, visto que visam o 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 a tese seminal de Berle e Means 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 a seguir (Tabela 4).

**Tabela 4:** Diferenças de média para o Lucro Operacional Líquido (com receitas financeiras) - 2013 das empresas da amostra

Lucro Operacional Líquido (R\$ mi.)					
Sem familiares no conselho	912,73	Sem propriedade familiar	939,41	Sem familiares na direção	445,21
Com familiares no conselho	-24,14	Com propriedade familiar	1,70	Com familiares na direção	116,88

Fonte: dados da pesquisa

Diante dos resultados testados, a hipótese teórica apresentada na metodologia de que as empresas familiares apresentariam resultados financeiros superiores as empresas não familiares não foi confirmada, pois ao lucro operacional líquido foi inferior nos três casos (incluindo o caso não significativo para os familiares na direção da empresa). Esta hipótese foi construída a partir dos estudos de Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martinez et al. (2007). Tais autores trabalharam as empresas norte americanas (casos de Anderson e Reeb (2003) e Lee (2006)) e as corporações chilenas (Martinez et al. (2007)). Pode-se perceber portanto que para a amostra utilizada, 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 disposto por Sharma e

Carney (2012), alguns elementos podem resultar em um controle negativo por parte da família sobre a organização tais como a ligação dos laços sociais e o apego emocional ao negócio. Tais elementos podem gerar uma relação positiva em alguns aspectos como, por exemplo, uma gestão mais conservadora e que corra menos riscos ao utilizar capitais de terceiros. Mas também podem vir a gerar os elementos mencionados anteriormente como nepotismo e um enrijecimento da estrutura decisória, o que pode vir a afetar a competitividade das mesmas frente às empresas não familiares.

Como corolário deve-se dizer que a partir dos dados levantados, 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 em específico apresentaram empresas com problemas financeiros, tais como o setor ligado ao refino e produção de petróleo e combustíveis e o setor de bens industriais. Não obstante, uma característica que ocorreu com grande frequência para a 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**

Deve-se dizer que a temática das empresas familiares é algo constantemente analisado, contudo ainda 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 a realização desta pesquisa foram utilizados três grandes estudos como base: Anderson e Reeb (2003), Lee (2006) e Martinez et al. (2007). Tais estudos apresentaram resultados extremamente significativos para a análise de desempenho financeiro em empresas familiares. Diante disto, esta pesquisa buscou verificar por meio de uma Análise de Variância Univariada (ANOVA) as diferenças e os impactos de três tipos de situações das empresas familiares brasileiras listadas na BM & F.

Os resultados encontrados para as diferenças entre resultados financeiros de empresas familiares e não familiares mantiveram a tendência dos estudos descritos como base. Incluindo a variável que não apresentou significância estatística para este estudo também foi um elemento conflitante nos demais estudos. Em termos específicos a hipótese sobre a situação do Passivo Oneroso 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 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. 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.

Por fim, sugerem-se outros estudos que visem identificar os, 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 norte americano, tais empresas são muito importantes do ponto de vista econômico, empresarial e

social.

## REFERÊNCIAS

ANDERSON, R.; REEB, D. Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **Journal of Finance**, v. 58, 2003.

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R.; CORRAR, L. J. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, v. 13, n. 2, 2012.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 61, n. 2, 2007.

ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, n. 33, set./dez. 2003.

ASTRACHAN, J. H.; SHANKER, M. C. Family businesses' contribution to the U.S. economy: a closer look. **Family Business Review**, v. 16 n.3, 2003.

BARZEL, Y. **Economic Analysis of Property Rights**. Cambridge University Press, 1997.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BRASIL. Lei nº 11638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, Brasília, Seção Extra, n. 249-A, p. 2, 28 dez. 2007.

DEMSETZ, H. Towards a Theory of Property Rights. **American Economic Review** v. 57, may, 1967.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DEMSETZ, H; LEHN, K. The Structure of corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, vol 93, n.6., 1985.

DENISON, D; LIEF, C; WARD, J. L. Culture in family-owned enterprises: recognizing and leveraging unique strengths. **Family Business Review**, v. 17, n. 1. mar. 2004.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-327, 1983.

GLEASON, K. C.; MATHUR, L. K.; MATHUR, I. The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from european retailers. **Journal of Business Research**. New York, v. 50, p, 185-191, 2000.

GOMES, J. F.; SCHMID, L. Levered Returns. **The Journal of Finance**. Chicago, v. 65, n. 2,

abr. 2010.

HOFFMAN, J.; HOELSCHER, M.; SORENSON, R. Achieving sustained competitive advantage: a family capital theory. **Family Business Review**, v. 19, n. 2. jun. 2006.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAYO, E. K.; KIMURA, H. Hierarchical determinants of capital structure. **Journal of Banking & Finance**. Philadelphia, v. 35, p. 358-371, 2011.

LEE, J. Family firm performance: further evidence. **Family Business Review**, v. 19, n. 2. jun. 2006.

MARTÍNEZ, J. I; STOHR, B. S.; QUIROGA B. F. Family Ownership and Firm Performance: Evidence From Public Companies in Chile. **Family Business Review**, 2007.

MAZZON, J. A. Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social. 1981. Tese (Doutorado) . Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

POHLMANN, M. C.; IUDÍCIBUS, S. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 21, n. 53, maio/ago. 2010.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**. Chicago, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

SHARMA, P. An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. **Family Business Review**, v. 17, n. 1, mar. 2004.

SHARMA, P.; CARNEY, M. Value Creation and Performance in Private Family Firms: Measurement and Methodological Issues. **Family Business Review**, v. 25, n. 3, set. 2012.

STEWART, A.; HITT, M. A. Why can't a family business be more like a nonfamily business? Modes of professionalization in family firms. **Family Business Review**, v. 25, n. 1. mar.2012.