

ANÁLISE DAS OPORTUNIDADES DO DESEMPENHO FINANCEIRO NAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS E CHILENAS

MARA VOGT

Universidade Regional de Blumenau - FURB
maravogtcco@gmail.com

TACIANA RODRIGUES DE SOUZA

Universidade Regional de Blumenau - FURB
taciana.rodrigues.souza@gmail.com

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

Universidade Regional de Blumenau - FURB
tarcisio@furb.br

ÁREA TEMÁTICA: Finanças - Estruturação e reestruturação financeira

ANÁLISE DAS OPORTUNIDADES DO DESEMPENHO FINANCEIRO NAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS E CHILENAS

RESUMO

As empresas familiares, no Brasil e no mundo, assumem grande importância para a economia e para a geração de empregos. As informações sobre o desempenho financeiro são importantes para direcionar as decisões estratégicas das organizações. Neste contexto o estudo objetiva analisar as oportunidades do desempenho financeiro nas empresas familiares brasileiras e chilenas. Realizou-se uma pesquisa descritiva, documental com abordagem quantitativa de análise dos dados com uma amostra de 32 empresas, sendo 12 empresas familiares brasileiras pertencentes ao IBrX50 da BM&FBovespa e 20 empresas familiares chilenas pertencentes ao IPSA da Bolsa de Valores de Santiago. O período de análise compreendeu os anos de 2008 a 2012. Os resultados da pesquisa indicam que empresas familiares brasileiras não apresentaram significância estatística nos períodos analisados. Ao contrário do Chile, no qual a variável ativo total e endividamento apresentaram significância e, quanto maior for o ativo e o endividamento das empresas em análise, tende a ser menor a rentabilidade dos ativos. Na relação Brasil e Chile, quanto menor for o ROA das empresas familiares brasileiras e chilenas, maior deverá ser o lucro para mantê-lo.

Palavras-chave: Empresas familiares; Desempenho financeiro; Brasil e Chile.

OPPORTUNITIES ANALYSIS OF FINANCIAL PERFORMANCE OF THE FAMILY BUSINESS BRAZILIAN AND CHILEAN

ABSTRACT

Family businesses in Brazil and the world, are of great importance for the economy and for job creation. Information on financial performance are important for directing the strategic decisions of organizations. In this context, the study aims to analyze the financial performance of the opportunities in the Brazilian and Chilean family businesses. We conducted a descriptive, documentary research with quantitative approach to data analysis with a sample of 32 companies, 12 companies belonging to the Brazilian family IBrX50 BM & FBovespa and 20 Chilean IPSA family businesses owned by the Santiago Stock Exchange. The period of analysis included the years 2008 to 2012. Survey results indicate that Brazilian family businesses were not statistically significant in the analyzed periods. Unlike Chile, where the variable total assets and debt were significant and the higher the asset and corporate indebtedness under consideration, tends to be lower returns on assets. In relation Brazil and Chile, the lower the ROA of Brazilian and Chilean family businesses, the greater will be the profit to keep it.

Key words: Family Business; Financial Performance; Brazil and Chile.

1 INTRODUÇÃO

Atualmente, o campo de finanças passa por grandes mudanças e é essencial para àquelas pessoas que atuam no mundo dos negócios, conhecê-las. A tecnologia e os sofisticados instrumentos da análise financeira tornam-se parte integrante do modo de administrar a organização e mudaram a maneira da empresa proteger os ativos contra os riscos e a tomada de decisões (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2006).

Segundo Damodaran (2002), o risco refere-se à combinação de perigo e oportunidade e todas as empresas e investidores devem optar entre as maiores recompensas e os maiores riscos. Além disso, os “riscos são elementos incertos e as expectativas que agem, constantemente, sobre os meios estratégicos e o ambiente e que provocam os desastres financeiros e morais e, por consequência, se bem gerenciados, forçam a criatividade e fazem nascerem oportunidades” (BARALDI, 2005, p. 13).

As informações sobre o desempenho da empresa, comparadas com as do mesmo setor, são essenciais para as decisões estratégicas. A avaliação de desempenho e, os resultados possibilitam aos gestores e acionistas o estabelecimento dos parâmetros para indicadores estratégicos globais, em especial, aos de mercado e financeiro. As empresas familiares sejam elas, pequenas, médias ou grandes, foram fundamentais no desenvolvimento econômico e social do Brasil. É preciso reconhecer que isto não é uma peculiaridade apenas na história brasileira, pois foram essenciais também para o desenvolvimento econômico dos países mais desenvolvidos do mundo (GARTNER, 2010; GOMES; SANTANA; ARAÚJO, 2008).

Quanto à caracterização das empresas familiares, Morais Filho, Barone e Pinto (2011) destacam que são organizações que pertencem aos sócios com relação consanguínea. Além disso, são caracterizadas por: haverem conflitos de interesses entre pais e filhos, ocorrerem brigas entre irmãos pelo cargo do patriarca, problemas na definição de quem ocupará esse cargo, falta de separação entre assuntos pessoais e profissionais, predomínio de emoção ao invés da razão, lealdade dos empregados para com os fundadores e interferência nas decisões por parte dos agregados.

Até a década de 1950, as empresas familiares brasileiras tiveram presença em praticamente todos os segmentos da economia nacional (GOLÇALVES, 2000). De acordo com Petry e Nascimento (2009), no Brasil e no mundo, as empresas familiares assumem uma grande importância tanto para a economia, quanto para a geração de empregos, porém, apresentam elevadas taxas de descontinuidade. Grande parte destas organizações não passa da sua primeira geração, poucas conseguem chegar até a segunda geração e um número ainda menor chega à terceira geração. Isso se explica pelos ineficazes modelos de gestão utilizados pela administração dessas empresas.

O Brasil consegue alcançar seus objetivos, como o crescimento econômico, o fortalecimento da instituição e a melhoria na distribuição de renda do trabalho, em um ambiente crescentemente, democrático e de forma simultânea. Isso demonstra que o país passa por uma nova fase da sua história social e econômica (SICSÚ; CASTELAR, 2009). Da mesma forma, a economia chilena cresceu 209% em pouco mais de 20 anos. Assim, o Chile pode ser considerado um país de referência na América Latina, pois é um dos poucos países que por longos períodos consegue conviver com a baixa taxa de inflação e com o crescimento econômico. Diante disso, o Chile, dentre as economias em desenvolvimento, é visto como um exemplo de crescimento econômico (RONDINEL, SONAGLIO, PEDROSO, 2005).

O mercado chileno, para Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), apesar de ser uma economia distante e pequena, possui uma economia mais impulsionada e aberta do que a maioria dos países desenvolvidos. Há também grande mobilidade, tanto dentro, como fora do país, no que se refere aos fluxos de caixa. Além disso, o Chile está bem desenvolvido e

destaca-se na América Latina, o que tornou esse país dependente do comércio. Nas últimas décadas, o país adotou políticas públicas em vista da estabilidade, da transparência e também da estabilidade regulatória. No entanto, o desempenho de mercado sugere uma liberalização contínua que possibilitará ao Chile tornar-se um alvo, cada vez mais fascinante, para investir.

Diante do exposto, apresenta-se o problema desta pesquisa: Quais as oportunidades do desempenho financeiro nas empresas familiares brasileiras e chilenas? Dessa forma, o objetivo do estudo é analisar as oportunidades do desempenho financeiro nas empresas familiares brasileiras e chilenas.

O estudo do desempenho financeiro das empresas familiares tanto brasileiras, quanto chilenas, justifica-se pelo fato de que as empresas familiares, de acordo com Vidigal (1996), representam 99% das empresas não estatais brasileiras. Estas são e vão continuar sendo, a base de crescimento e desenvolvimento das sociedades. Além disso, apresentam uma parcela expressiva do total de empresas no Brasil, em termos de quantidade (MARTINS; MENEZES; BERNHOEFT, 1999). Para Paiva, Oliveira e Melo (2008) é inegável a importância das empresas familiares no Brasil nas esferas econômica, social, cultural, política, entre outras. Estas empresas assumem importância no Brasil e no mundo, porém apresentam grandes taxas de descontinuidade (PETRY; NASCIMENTO, 2009).

De acordo com Ramírez (2010), no Chile e no mundo, por meio dos dados estatísticos existentes, é revelada a importante função dos negócios da empresa familiar, seja pelo seu número, pela sua contribuição para o emprego ou pelo seu PIB. Maquieira, Espinosa e Vieito (2011) destacam que, os estudos realizados no Chile sobre a relação entre desempenho e estrutura de propriedade, tendo em vista a diversificação das empresas, possuem uma relação positiva e estatisticamente significativa para o seu desempenho. Além disso, quanto mais diversificadas as empresas forem, melhor será o seu desempenho.

No que se refere ao tempo de cinco anos analisado nesta pesquisa, Assaf Neto (2012) justifica a importância de se realizar uma análise com comparação temporal, a fim de acompanhar a evolução dos indicadores nos últimos anos, que ocorre normalmente durante três a cinco anos, com destaque para análise do desempenho e das tendências da organização. O período de cinco anos do nosso estudo também foi utilizado por outros autores como Fernandes e Silva (2007) no qual utilizaram os anos de 2002 à 2006. Costa e Garciais (2009), também utilizaram um período de 5 anos, entre os anos de 2003 e 2007. Ainda no estudo de Araújo e Silva (2010), os autores utilizaram para a análise, o período de 2003 à 2008.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Na revisão bibliográfica abordam-se três aspectos com o intuito de auxiliar o embasamento da pesquisa. Primeiramente apresenta-se o conceito de finanças corporativas, na sequência, as diferentes afirmações sobre o desempenho empresarial e ainda, a caracterização, funcionamento e processo de decisão das empresas familiares.

2.1 Finanças Corporativas

Toda decisão tomada pela empresa gera implicações financeiras e, além disso, tudo que uma empresa faz afeta suas finanças e é considerada uma decisão sobre finanças corporativas. Porém, as finanças corporativas devem ser vistas por inteiro e não como uma série de isoladas decisões, pois há aspectos de finanças corporativas em praticamente todas as decisões tomadas pelas empresas. A área de finanças é dinâmica, ampla e têm passado por rápidas mudanças devido ao desenvolvimento tecnológico, novas legislações e outros avanços (DAMODARAN, 2002; GITMAN E MADURA, 2003).

Para Leal e Saito (2003), o campo de finanças corporativas é vasto e seu estudo está atrelado a cobrir todas as decisões que comprometem as finanças das empresas. A teoria de finanças corporativas avançou principalmente nos detalhes ao ganhar uma estrutura e lhe serem estabelecidos os princípios fundamentais. Seu objetivo é maximização do valor da empresa como única função objetiva e da dependência em relação aos princípios essenciais que são: o financiamento, investimento e dividendos (DAMODARAN, 2004).

No Brasil, Ferreira (2005) relata que se enfrentam obstáculos no que se refere ao desenvolvimento econômico, devido a problemas como: taxa de juros elevadas, diminuição na taxa de crescimento da economia, crise política, oscilações dos mercados, atraso das reformas, entre outros. Em um ambiente micro, a administração financeira trata da saúde econômica das empresas (BRIGHAM; EHRHARDT, 2012).

Em pesquisa realizada no Chile, houve um notável desenvolvimento do setor financeiro nos últimos 15 anos, que aconteceu a partir da combinação de políticas de mercado. A mudança na estrutura financeira resulta possivelmente de um ajustamento, pois inicialmente, o setor bancário era pequeno para o nível de desenvolvimento econômico do Chile (GALLEGO; LOAYZA, 2000).

Conforme Assaf Neto (2012), as finanças corporativas incorporaram grandes evoluções do mundo, como praticamente toda a ciência. Seus métodos de avaliação elevam a sua importância às empresas, e exigem do administrador financeiro maior atualização e especialização para a tomada de decisão. A continuidade da empresa depende da qualidade das decisões tomadas, as quais estão baseadas em dados e informações contábeis levantadas por meio do comportamento de mercado e do desempenho interno da organização. Este processo assume um risco e complexidade cada vez mais elevada na economia brasileira.

2.2 Desempenho Empresarial

O que é determinante para um bom desempenho financeiro em uma empresa, segundo Capon, Farley e Hoenig (1990), é a forma de medida dos relacionamentos individuais, com as diversas variáveis causais hipotéticas, a fim de medir o desempenho. Estas variáveis, normalmente, descrevem uma combinação de elementos como: a estratégia da empresa, o meio ambiente e as características da organização.

Dois aspectos podem afetar as relações de uma organização: os choques que afetam somente uma empresa específica, ou os choques que são comuns para todas as empresas. Entretanto, empresas diferentes podem apresentar resultados distintos, ou porque há aspectos diferentes, ou porque a gestão soube equilibrar estas diferenças. Portanto, as forças do mercado podem afetar todas as empresas e podem estar além do controle de gestão. Porém, é importante atribuir a responsabilidade do desempenho da empresa para a gestão, pois é ela que será capaz de equilibrar estas forças por meio de suas decisões (DAVIS; PELES, 1993).

Para maximizar o valor da empresa, os administradores devem aproveitar as forças e ajustar suas fraquezas. Ao se referir a tal assunto, os autores acrescentam que, com o uso das informações contidas nas demonstrações financeiras, com posterior análise, comparam o desempenho da empresa com as demais do mesmo setor. Além disso, é possível encontrar as deficiências a fim de melhorar o seu resultado (WESTON; BRIGHAM, 2000).

Brealey e Myers (2005) destacam que os analistas de finanças utilizam os principais índices financeiros. Estes índices são utilizados para medir e calcular o desempenho de uma empresa e podem alertar a administração no que se refere a áreas com problemas em potencial, além do que observar as oportunidades no negócio. Ferreira (2005) aponta que, independente do método utilizado para se fazer uma análise das informações financeiras, deve-se observar os aspectos pelos quais a avaliação é implementada, ou seja, é preciso focar

sempre nas grandes variações e buscar explicá-la por meio de uma análise detalhada da *performance* da organização.

Os administradores financeiros, como descritos por Groppelli e Nikbakht (2006), no momento que aplicam os princípios econômicos básicos, podem tomar melhores decisões, sendo que uma boa administração financeira é compreendida pela forma como os princípios econômicos e financeiros influenciam na rentabilidade das empresas.

A análise financeira realizada pelo administrador interno tem como objetivo avaliar o desempenho geral, identificar os resultados e as consequências do passado e possível indicação de futuro, frente às decisões a serem tomadas. Já o analista externo busca a apresentação de objetivos específicos, no que diz respeito à avaliação do desempenho da empresa, que varia conforme a posição dos investidores ou credores (ASSAF NETO, 2012).

Segundo Brigham e Ehrhardt (2012), para uma avaliação precisa da organização não há dúvida que os investidores necessitam reunir o máximo de informações. Além disso, estudos evidenciam que organizações com maior transparência possuem avaliações mais altas e o passo inicial para uma avaliação financeira é munir-se destas informações.

Portanto, pelo fato de haverem conflitos entre proprietários e agentes, é fundamental à adoção de formas de administrar mais transparentes, um planejamento adequado das ações pró-ativas e reativas, para garantir, dessa forma, que o desempenho da empresa atenda os padrões necessários (GARTNER, 2010).

2.3 Caracterização de Empresa Familiar

Diversos autores conceituam e caracterizam de diferentes formas as empresas familiares. Para Donnelley (1964), essas empresas são caracterizadas como aquelas que estejam ligadas a uma família com influência sobre as diretrizes empresariais, interesses e objetivos durante um prazo de no mínimo duas gerações. Os membros da família normalmente tendem a trabalhar com mais afinco, são entusiastas e mais leais do que os administradores profissionais. Por terem sido criados nesse ambiente familiar, possuem conhecimentos elevados, antes mesmo de assumirem os cargos que lhes são destinados e assim, encontrarão possibilidades na sua empresa para desenvolver as habilidades, como administrador, da melhor forma.

De acordo com Kanitz e Kanitz (1978), há inúmeras forças que impedem a continuidade da empresa familiar. A relação complexa entre pais e filhos, é um exemplo. Hoje em dia, os filhos estão bem informados e mantêm relações com outros adultos, geralmente mais maduros e alguns pais, também, desejam que seus filhos procurem outra profissão nobre, fora da própria empresa, quando esta for pequena. Nesse aspecto Gaj (1990) afirma que os jovens empreendedores, com vontade de vencer, com experiência profissional, com formação universitária e com desejo de serem independentes, possuem chances ilimitadas dentro das empresas familiares e em todas as profissões, o que justifica a imagem que se tem de empresas familiares ser muito diferente do que era.

Dessa forma Scheffer (1995) descreve o processo de sucessão como uma etapa crítica na vida das empresas familiares, pois surgem inúmeros problemas que influenciam a sua sobrevivência. Para Gonçalves (2000), é no momento de sucessão que a empresa familiar começa a ser pensada. Isto pelo fato de que poucas das empresas familiares sobrevivem na segunda geração, e destas há ainda, uma redução significativa das que sobrevivem à terceira.

Quanto à definição de empresas familiares, Anderson e Reeb (2003) determinam que, essas empresas são as que possuem presença da propriedade familiar ou que tenham no seu conselho de administração, membros da família. Colli, Pérez e Rose (2003) afirmam que é aquela em que o controle familiar passe por pelo menos duas gerações e apresente no mínimo

5% do capital votante pela família. Ainda, Peng e Jiang (2010) apontam que é adotado o critério de 5% dos direitos de propriedade, que são mensurados por meio da fração de ações detidas pelo acionista da família. Já de acordo com o Art. 243, da Lei nº 11.941/2009, em seu parágrafo 5º, é presumido o controle quando a investidora for titular de 20% do capital votante da investida ou mais, sem controlá-la. Por fim, Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) referem-se a este tipo de empresa como aquelas em que o membro da família ou fundador possui mais de 50% da propriedade.

Além disso, uma empresa caracteriza-se como familiar, apenas quando tem a família proprietária em sua gestão, quando há transmissão de uma geração para outra e quando uma ou mais famílias possuem o controle do negócio e participam da gestão, liderada pelos fundadores, mesmo quando ela esteja em sua primeira geração. No entanto, são as mudanças ocorridas nas relações de poder do processo de sucessão que ocasionam os altos índices de descontinuidade deste tipo de empresas. Na academia há unanimidade quanto à confiança que deve existir para parentes ocuparem cargos operacionais ou estratégicos. Desde a infância, alguns herdeiros têm o desejo de comandarem e esperam tornarem-se líderes empresariais e seguir o exemplo do patriarca ou amar a empresa, como seu sonho pessoal (PETRY; NASCIMENTO, 2009; MINADEO; MELO; RIBEIRO, 2009; MORAIS FILHO; BARONE; PINTO, 2011).

Ao se ter um aumento na propriedade familiar, Shyu (2011) afirma que há a possibilidade de melhorar o desempenho da empresa e, isso pode levar a maiores participações de propriedade de uma família. Acrescenta ainda, que a principal preocupação seja a sobrevivência da organização, já que os membros da família visam à maximização de seu valor no longo prazo. Além disso, um alto grau de confiança e partilha de valor corporativo faz com que seja possível reduzir os custos, de modo mais eficaz, entre empresas familiares, quando se compara com empresas não familiares.

Portanto, as empresas familiares possuem algumas vantagens competitivas, mas sofrem desvantagens também devido a atributos da família. Percebe-se que riqueza familiar está relacionada intimamente com o seu desempenho. Para os membros da família, há incentivos para supervisionar os gestores, a fim de melhorar o desempenho da organização. A propósito, um aumento da propriedade familiar auxilia na negação do problema de agência, resultante do conflito entre acionistas e gestores, o que faz com que o desempenho da empresa melhore. Porém, quando há um aumento da propriedade e riqueza familiar de forma contínua, os membros podem também se esforçar mais para satisfazer seus interesses pessoais, o que prejudica o seu desempenho e, quando a propriedade familiar continua a aumentar, o desempenho da empresa começa a piorar (SHYU, 2011).

Diante disso, as empresas familiares se diferem de outros tipos de organização, pelo fato de haver expectativa de continuidade, sustentada pelo ambiente empresarial e familiar além da busca de modo mais audacioso pela sobrevivência, do que os próprios resultados financeiros, pois, o sonho do fundador é envolver, com um trabalho em conjunto, as relações familiares e a sociedade patrimonial. É fundamental para o correto entendimento sobre a natureza das organizações familiares, uma compreensão sobre a questão sucessória, decorrente entre pais e filhos. Esse processo de transição é fundamental para o sucesso e continuidade da empresa ao longo prazo (FLORES JR; GRISCI, 2012).

3 METODOLOGIA

Para verificar o desempenho empresarial das empresas familiares brasileiras e chilenas realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa e por meio de pesquisa documental.

As demonstrações financeiras referentes aos anos de 2008 a 2012 foram extraídas da base de dados Thomson®, na qual se concentram os dados da BM&FBovespa do Brasil e IPSA da Bolsa de Valores de Santiago do Chile. Quanto ao método utilizado para os procedimentos da análise dos dados foi feita uma análise de dados em painel do tipo POLS no *software* SPSS20®.

A população a ser estudada foi composta por todas as empresas familiares listadas no IBrX50 do Brasil e na IPSA do Chile. Conforme conceitos abordados no referencial teórico referente à caracterização de uma empresa familiar, esta pesquisa utilizou o critério de acordo com a Lei nº 11.941/2009 em seu Art. 243 para classificar as empresas familiares. Portanto, estas empresas devem ter em seu conselho de administração, dois ou mais membros da família e, o percentual de 20% ou mais do capital votante na qual para que haja influência significativa. Já para as empresas familiares do Chile, foi utilizado como base o estudo de Pilar (2010), que caracteriza como aquelas que tenha um membro da família que seja acionista, diretor, gerente ou proprietário e que este possua no mínimo 5% do capital da empresa.

Após verificar quais empresas listadas, no IBrX50 da BM&FBovespa e o IPSA da Bolsa de Valores de Santiago, excluídas as financeiras, são empresas familiares, restaram para a amostra, 32 empresas familiares, sendo 12 brasileiras e 20 chilenas. Na seleção das empresas familiares brasileiras do IBrX50, verificamos na BM&FBovespa, uma a uma, se em seu formulário de referências, a empresa possuía dois ou mais membros da família na empresa e ainda, se possuía ações em tesouraria de 20% ou mais do capital votante. Utilizamos o ano de 2012 como base para a seleção das empresas.

Já as empresas familiares chilenas, foram selecionadas a partir do estudo de Muñoz, Rojas e Millaman (2010), que apresentam as maiores empresas familiares multinacionais e, dentre elas, constam empresas chilenas listadas no IPSA e o percentual de sobrenomes em comum nas empresas. Além disso, foi observado nestas empresas por meio do relatório do ano de 2011, no qual apresenta um ranking da riqueza dos grupos econômicos chilenos do Centro de Estudos em Economia e Negócios (CEEN) da Universidad del Desarrollo, dentre elas se encontram os percentuais de propriedade familiar das empresas.

O período de análise foi entre os anos de 2008 e 2012, em um total de cinco anos de estudo. A justificativa da escolha das variáveis utilizadas nesta pesquisa se encontra no Quadro 1 que segue:

Tipo de variáveis	Descrição	Fórmula	Autores
Dependente	Retorno sobre o Ativo Total (ROA)	$\frac{\text{Lucro Gerado pelos Ativos (operacional)}}{\text{Ativo Total Médio}}$	Anderson e Reeb (2003), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Shyu (2011), Assaf Neto (2012)
Independentes	Ativo Total	LN (Ativo Total Normalizado)	Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Shyu (2011), Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012), Espinoza Aguiló e Espinoza Aguiló (2012)
	Endividamento	$\frac{\text{Exigível total}}{\text{Ativo Total}}$	Ferreira (2005), Abor e Biekpe (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Assaf Neto (2012), Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012)

Quadro 1 – Variáveis da pesquisa

Fonte: Dados da pesquisa.

3.1 Hipóteses de Pesquisa

As hipóteses do estudo foram elaboradas de acordo com o estudo de Kerlinger (1980) e Triviños (1987).

a) Relação do ROA versus Endividamento

Encontraram-se algumas pesquisas sobre empresas familiares que estudam a questões do ROA e do Endividamento: Anderson e Reeb (2003), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Shyu (2011), Abor e Biekpe (2007), Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012).

Diante disso, estabeleceu-se a primeira e a segunda hipótese da pesquisa:

H₁: Há relação significativa na utilização do endividamento com o retorno do ativo total (ROA) das empresas familiares brasileiras.

H₂: Há relação significativa na utilização do endividamento com o retorno do ativo total (ROA) das empresas familiares chilenas.

b) Relação do ROA versus Ativo Total

Os estudos Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Shyu (2011), Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012), Espinoza Aguiló e Espinoza Aguiló (2012) utilizaram como variáveis o retorno sobre os ativos, para calcular o tamanho da empresa familiar.

Diante disso, se estabelece a terceira e a quarta hipótese de pesquisa:

H₃: Há relação significativa na utilização do ativo total com o retorno sobre os ativos (ROA) das empresas familiares brasileiras.

H₄: Há relação significativa na utilização do ativo total com o retorno sobre os ativos (ROA) das empresas familiares chilenas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nessa seção, apresentam-se os resultados da pesquisa, ou seja, a análise dos dados coletados das empresas familiares do Chile e do Brasil e, com o intuito de responder o objetivo de analisar as oportunidades do desempenho empresarial nas empresas familiares brasileiras e chilenas, utilizou-se a técnica de análise de dados em painel para analisar as 12 empresas familiares brasileiras pertencentes ao IBRX50 da Bolsa de Valores de São Paulo e as 20 empresas familiares chilenas listadas no IPSA da Bolsa de Valores de Santiago.

Primeiramente efetuou-se o teste *Kolmogorov-Smirnov* para verificar a normalidade dos dados analisados, a fim de realizar análise de dados em painel. O resultado do teste K-S apontou para normalidade dos dados. Para a realização da análise de dados em painel, foi realizado o teste de multicolinearidade VIF, que segundo Fávero et al. (2009), sugere-se que os resultados deste teste sejam menores que cinco.

Na sequência da análise dos pressupostos de normalidade e multicolinearidade dos dados, efetuaram-se os testes de LM de *Breusch-Pagan* e o teste de *Hausman* a fim de verificar qual método de análise de dados em painel utilizar no estudo. O teste de LM de *Breusch-Pagan* verificou que a variância dos resíduos foi igual, ou seja, apresentou-se assim a necessidade de utilizar o método POLS para análise de dados em painel. Já o teste de *Hausman* apresentou a rejeição da hipótese nula, ou seja, se tivesse ocorrido da negação da hipótese nula do teste LM de *Breusch-Pagan*, deveria ser utilizada a regressão em dados em painel de efeitos aleatórios. Na Tabela 1 apresenta-se a análise dos dados das empresas familiares do Brasil e Chile listadas na BM&FBovespa.

Tabela 1: Dados da Equação das empresas familiares do Brasil e Chile

BRASIL		CHILE	
Variável	Coefficiente	Variável	Coefficiente
R ²	0,070	R ²	0,424

R ² Ajustado	-0,035	R ² Ajustado	0,387
F Teste	0,665	F Teste	11,430
F de significação	0,678	F de significação	0,001
Durbin-Watson	1,875	Durbin-Watson	0,991
Observações	60	Observações	100

Fonte: Dados da Pesquisa.

A partir dos dados da Tabela 1, Dados da Equação das empresas familiares do Brasil e Chile, analisa-se que o *Durbin-Watson* do modelo apresentado brasileiro, chegou próximo a 2, o que significa que a independência dos erros é satisfeita (MAROCO, 2003). Além disso, F de significação do modelo de dados em painel não se apresentou significativo ao nível de 5% e a variável apresentou valor de 0,678 no Brasil. O contrário acontece no Chile, no qual foi verificado que o F de significação apresentou-se significativo ao nível de 5%, ou seja, a variável apresentou o valor de 0,001.

Ainda, ao analisar o poder de explicação do modelo brasileiro, tem-se que o R² ajustado apresentou um poder de explicação nulo, ou seja, apresentou coeficiente negativo. No Chile, o R² ajustado apresenta um poder de explicação de 0,387, ou seja, o modelo tem capacidade de explicação de 38,7% do ROA das empresas familiares chilenas com as variáveis analisadas. Dessa forma, se comparar as empresas familiares brasileiras e chilenas, as chilenas apresentam-se mais significante que as brasileiras.

Os resultados chilenos corroboram com o estudo de Maquieira, Espinosa e Vieito (2011) no qual destacam que, os estudos realizados no Chile sobre a relação entre desempenho e estrutura de propriedade, tendo em vista a diversificação das empresas, possuem uma relação positiva e estatisticamente significativa para o seu desempenho.

Na Tabela 2, é analisada a estatística das variáveis da equação e verificado o teste VIF, que tem por objetivo o fornecimento do diagnóstico de multicolinearidade entre as variáveis independentes apresentadas na amostra. Conforme Fávero et al. (2009) aceita-se os resultados de multicolinearidade até 5, pois os indicadores VIF abaixo de 5 demonstram que não existe problema de multicolinearidade nas variáveis independentes.

Tabela 2: Dados dos Coeficientes das empresas familiares do Brasil e Chile

BRASIL				CHILE			
Variável	Coefficiente	P-Value	VIF	Variável	Coefficiente	P-Value	VIF
Constante	7,344	0,259	-	Constante	26,324	0,000	-
Ativo Total	-0,541	0,486	1,457	Ativo Total	-1,802	0,000	1,102
Endividamento	0,059	0,217	1,296	Endividamento	-0,112	0,002	1,082
Ano 2009	1,225	0,549	1,619	Ano 2009	-1,560	0,160	1,603
Ano 2010	2,743	0,192	1,688	Ano 2010	0,593	0,595	1,629
Ano 2011	-0,201	0,924	1,727	Ano 2011	0,383	0,731	1,628
Ano 2012	1,042	0,629	1,808	Ano 2012	-0,663	0,555	1,653

Fonte: Dados da Pesquisa.

De acordo com a Tabela 2, Dados dos Coeficientes das empresas familiares do Brasil e Chile, verifica-se que em ambos os países, os resultados do teste VIF comprovam que nenhuma das variáveis apresenta problemas de multicolinearidade, pois ficaram abaixo de 5%. Quanto as significâncias *P-Value* verifica-se que no Brasil nenhuma das variáveis independentes apresentaram significância estatística em nível de 5% (*P-Value* <0,05), ou seja, as variáveis independentes analisadas não tem poder de explicação no modelo verificado. Já

no Chile, todas as variáveis independentes apresentaram significância estatística em nível de 5% (*P-Value* <0,05), ou seja, as variáveis independentes possuem poder de explicação no modelo verificado.

Diante disso, a variável ativo total no Chile apresentou-se significativa com um coeficiente negativo de 1,802, ou seja, quanto maior o ativo da empresa em análise, menor tende a ser o ROA das empresas. Isso se explica pelo fato do ativo total ser uma das variáveis que compõe o ROA, pois, quanto maior for o ativo, maior deveria ser o lucro para manter o índice de rentabilidade.

O resultado da variável ativo total no Chile apresentou-se inverso ao estudo de Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), o qual teve um coeficiente positivo para a variável. Porém o resultado assemelha-se com o de Espinoza Aguiló e Espinoza Aguiló (2012), onde o tamanho e a idade são calculados por meio do valor do ativo total e apresentam coeficientes negativamente significativos.

Ainda, no Chile a variável endividamento apresentou significância e, teve um coeficiente negativo com valor de 0,112 e, quanto maior o endividamento da empresa, menor tende a ser o ROA. Portanto, o endividamento como variável do ROA, acarretará em custo da dívida, cobrança de juros, o que tende a reduzir o lucro da empresa. Isso vai ao encontro do resultado de Abor e Biekpe (2007), pois indicam uma associação significativamente negativa entre o desempenho da empresa e o endividamento. Para os autores Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012), isso acontece pelo fato de que altos níveis de endividamento se correlacionam de forma negativa com o desempenho nas empresas familiares.

Quando analisados os anos do estudo, verifica-se que os anos 2009 e 2012 exercem influência negativa no ROA, já em 2010 e 2011 há uma influência positiva nesta variável. Dessa forma, os resultados dos anos de 2010 e 2011 apresentaram um resultado melhor que os anos de 2009 e 2012. Por meio da Tabela 3, destacam-se os dados da equação de dados em painel dos países da análise.

Tabela 3: Dados da Equação das empresas familiares brasileiras e chilenas

Variável	Coefficiente
R ²	0,191
R ² Ajustado	0,154
F Teste	5,127
F de significação	0,001
Durbin-Watson	1,316
Observações	160

Fonte: Dados da Pesquisa.

De acordo com a Tabela 3, verifica-se que os resultados dos dados da equação de ambas as empresas, sejam brasileiras ou chilenas, perfazem um total de 160 empresas e o F de significação do modelo de dados em painel também se apresentou significativo ao nível de 5%, sendo que a variável apresentou o valor de 0,001. O poder de explicação do modelo proposto, quando verificado o R² ajustado, representa 0,154, ou seja, o modelo tem capacidade de explicação de 15,4% do retorno sobre os ativos das empresas tanto chilenas, quanto brasileiras.

Por fim, na Tabela 4 apresentam-se os dados das variáveis da equação das empresas familiares tanto brasileiras, quanto chilenas, no qual são constatados os coeficientes das variáveis independentes, o *P-Value* das variáveis e o teste VIF.

Tabela 4: Dados dos Coeficientes das empresas familiares brasileiras e chilenas

Variável	Coefficiente	P-Value	VIF
Constante	19,842	0,000	-
Ativo Total	-1,511	0,000	1,301
Endividamento	-0,001	1,000	1,343
Ano 2009	-0,358	0,739	1,602
Ano 2010	1,804	0,097	1,628
Ano 2011	0,590	0,587	1,638
Ano 2012	0,337	0,759	1,681
País	-0,419	0,592	1,239

Fonte: Dados da Pesquisa.

Dessa forma, verifica-se na Tabela 4, Dados dos Coeficientes das empresas familiares brasileiras e chilenas, que os resultados do teste VIF evidenciam que nenhuma das variáveis possui problemas de multicolinearidade, pois seus valores ficaram abaixo de 5. As significâncias *P-Value* de ambas as empresas analisadas apresentam que a variável independente ativo total tem significância estatística em um nível de 5% (*P-Value* <0,05), ao contrário da variável endividamento, ou seja, a variável independente ativo total tem poder de explicação no modelo verificado, com um coeficiente negativo de 1,511, ou seja, quanto maior o ativo da empresa em análise, menor tende a ser o ROA das empresas brasileiras e chilenas e, maior deveria ser o lucro para manter o ROA elevado.

Shyu (2011) e Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012) utilizam o ativo total como representação do seu tamanho. Assaf Neto (2012) afirma que, os ativos compreendem os bens e direitos econômicos que possibilitam gerar benefícios futuros para a empresa.

A variável endividamento, se comparados os países, não apresentou significância com um coeficiente negativo de 0,001. Quando analisados todos os anos, houve uma influência negativa dos dados no ROA apenas no ano de 2009. Dentre os demais anos, em 2010 houve uma maior influência positiva no retorno sobre os ativos.

Inseriu-se no modelo de análise de dados em painel, a variável *Dummy* País para analisar ambos os países, no qual se atribuiu à variável 0 para o Chile e 1 para o Brasil. O resultado da variável país não apresentou significância estatística, porém, se analisado o coeficiente da variável que apresentou valor negativo tem-se que, as empresas familiares brasileiras apresentaram indicadores de ROA menores do que as empresas familiares chilenas.

5 CONCLUSÃO

A partir do objetivo de analisar as oportunidades do desempenho empresarial nas empresas familiares brasileiras e chilenas, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental com abordagem quantitativa de análise com dados de 12 empresas familiares brasileiras pertencentes ao IBrX50 da Bolsa de Valores de São Paulo e 20 empresas familiares chilenas pertencentes ao IPSA da Bolsa de Valores de Santiago, nos anos de 2008 a 2012. Dessa forma, foi utilizada para a análise a estatística descritiva a fim de descrever os dados da pesquisa e, análise de dados em painel a fim de verificar se os ativos e o endividamento são fatores determinantes do retorno sobre os ativos (ROA).

Com isto, as variáveis independentes utilizadas no estudo, ativo total e endividamento, em relação a variável dependente ROA, das empresas familiares brasileiras, não apresentaram significância estatística nos períodos analisados. O contrário ocorreu com as empresas familiares chilenas no qual as variáveis: ativo total e endividamento apresentam significância em relação ao ROA, portanto, nesse país há oportunidades do desempenho empresarial diferentes que no Brasil. Isso se confirma de acordo com o estudo de Maquieira, Espinosa e

Vieito (2011) realizado no Chile, no qual destacam que a relação entre desempenho e estrutura de propriedade é positiva e estatisticamente significativa para o desempenho da empresa.

Nesse sentido, no que se refere às hipóteses da pesquisa, de relação entre ROA *versus* endividamento das empresas familiares brasileiras e chilenas, rejeita-se a hipótese H_1 que prevê a relação positiva na utilização do endividamento com o retorno do ativo total (ROA) das empresas familiares brasileiras e, além disso, rejeita a hipótese H_3 que prevê se há relação positiva na utilização do ativo total com o retorno sobre os ativos (ROA) das empresas familiares brasileiras. Já nas empresas familiares chilenas, aceita-se a hipótese H_2 que prevê se há relação positiva na utilização do endividamento com o retorno do ativo total (ROA) das empresas familiares chilenas, assim como, aceita-se H_4 que prevê se há relação positiva na utilização do ativo total com o retorno sobre os ativos (ROA) das empresas familiares chilenas.

Os resultados da hipótese H_2 são relacionados com os encontrados no estudo de Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), que trata de empresa familiar e desempenho e apresenta que, as empresas controladas por família tiveram um retorno sobre os ativos mais significativo. Dessa forma, no Chile a variável ativo total apresentou-se significativa e, quanto maior o ativo da empresa em análise, menor tende a ser o ROA das empresas. Na relação Brasil e Chile, quanto menor for o ROA das empresas brasileiras e chilenas, maior deveria ser o lucro para manter o ROA elevado. A variável endividamento também apresentou significância e, quanto maior o endividamento da empresa, menor tende a ser o ROA. Portanto, o endividamento como variável do ROA, acarretará em custo da dívida, cobrança de juros, o que tende a reduzir o lucro da empresa.

Já a hipótese H_4 tem seus resultados relacionados com a pesquisa de Espinoza Aguiló e Espinoza Aguiló (2012), que em seu estudo sobre desempenho dos negócios da família, expõem que a variável tamanho é calculada por meio do ativo total e apresenta coeficientes negativamente significativos com o ROA.

Diante disso, conclui-se que a relação entre o endividamento e ativo total, com o ROA nas empresas familiares brasileiras e chilenas ocorre somente nas empresas chilenas, já que nas empresas familiares brasileiras não encontrou-se significância estatística na análise realizada. Esse resultado pode apoiar-se no estudo de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) sobre propriedade da família e desempenho da empresa, no qual identificaram que o ROA teve um melhor ajuste como uma variável dependente.

As limitações do estudo incidem no número de variáveis pesquisadas e na utilização de um número limitado de empresas, por utilizarmos em nosso estudo o IBrX50 da Bolsa de Valores de São Paulo do Brasil e o IPSA da Bolsa de Valores de Santiago do Chile. Recomendam-se para pesquisas futuras a utilização de mais variáveis e, além disso, o relacionamento das empresas familiares brasileiras com outros países.

BIBLIOGRAFIA

ABOR, Joshua; BIEKPE, Nicholas. Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. **Corporate governance**, v. 7, n. 3, p. 288-300, 2007.

ANDERSON, Ronald C.; REEB, David M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.

ARAÚJO, Elisson A. T.; SILVA, Wendel A. C. Pesquisa Científica em Contabilidade Gerencial nos Enanpads de 2003 a 2008. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 3, p. 29-44, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BARALDI, P. **Gerenciamento de riscos empresariais: a gestão de oportunidades, a avaliação de riscos e a criação de controles internos nas decisões empresariais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

BONILLA, Claudio A.; SEPULVEDA, Jean; CARVAJAL, Mariela. Family ownership and firm performance in Chile: A note on Martinez et al.'s evidence. **Family Business Review**, v. 23, n. 2, p. 148-154, 2010.

BRASIL. **Lei 11.941**, de 27 de maio de 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm>. Acesso em: 30 out. 2013.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças corporativas: financiamento e gestão de risco**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

CAPON, Noel; FARLEY, John U.; HOENIG, Scott. Determinants of financial performance: a meta-analysis. **Management Science**, v. 36, n. 10, p. 1143-1159, 1990.

COLLI, Andrea; PÉREZ, Paloma F.; ROSE, Mary B. National determinants of family firm development? Family firms in Britain, Spain, and Italy in the nineteenth and twentieth centuries. **Enterprise & Society**, v. 4, n. 1, p. 28-64, 2003.

COSTA, Flaviano; GARCIAS, Paulo M. Concentração de Mercado e Desempenho das Indústrias Brasileiras de Papel e Celulose – Recorrendo à Modelagem de Fleuriet para Analisar o Paradigma ECD. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 143-163, 2009.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DAVIS, Harry Z.; PELES, Yoram C. Measuring equilibrating forces of financial ratios. **The Accounting Review**, v. 68, n. 4, p. 725-747, 1993.

DONNELLEY, Robert G. La empresa familiar. **Revista de Administração de Empresas**, v. 42, n. 4, p. 161-198, 1964.

ESPINOZA AGUILÓ, Tomás I.; ESPINOZA AGUILÓ, Nicolás F. Family business performance: evidence from Mexico. **Cuadernos de Administración**, v. 25, n. 44, p. 39-61, 2012.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. P.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERNANDES, José L. T.; SILVA, César A. T. Análise da legibilidade dos textos narrativos dos fatos relevantes divulgados pelas empresas brasileiras de capital aberto nos anos de 2002 a 2006. In: IV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2007.

FERREIRA, José A. S. **Finanças corporativas: conceitos e aplicações**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

FLORES JR, José E.; GRISCI, Carmem L. I. Dilemas de pais e filhos no processo sucessório de empresas familiares. **Revista de Administração São Paulo**, v. 47, n. 2, p. 325-337, 2012.

GAJ, Luis. **Tornando a administração estratégica possível**. São Paulo: McGraw-Hill, 1990.

GALLEGO, Francisco; LOAYZA, Norman. Estructura financiera en Chile: desarrollos macroeconómicos y efectos microeconómicos. **Economía chilena**, v. 3, n. 2, p. 5-30, 2000.

GARTNER, Ivan R. Modelagem multiatributos aplicada à avaliação do desempenho econômico-financeiro de empresas. **Pesquisa Operacional**, v. 30, n. 3, p. 619-636, 2010.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração financeira: Uma Abordagem Gerencial**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2003.

GOMES, Almira F.; SANTANA, Wesley G. P.; ARAÚJO, Uajar P. Mecanismos de vigilância e dispositivos de controle: o caso de uma indústria familiar de confecções de Minas Gerais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 8, p. 67-87, 2008.

GONÇALVES, J. S. R. C. As empresas familiares no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 7, n. 1, p. 7-12, 2000.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

KANITZ, Stephen C.; KANITZ, Lilian M. A relação pai e filho nas empresas familiares. **Revista de Administração São Paulo**, v. 13, n. 1, p. 33-41, 1978.

KERLINGER, Fred N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: Um tratamento conceitual**. São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1980.

LEAL, Ricardo P. C.; SAITO, Richard. Finanças corporativas no Brasil. **RAE eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.

MAQUIEIRA, Carlos P.; ESPINOSA, Christian E.; VIEITO, João Paulo. Corporate Performance and Ownership Structure: Empirical Evidence for Chile. **Quarterly Journal of Finance and Accounting**, v. 50, n. 1, p. 75-96, 2011.

MAROCO, João. **Análise estatística com utilização do SPSS**. 2. ed. Lisboa: Sílabo, 2003.

MARTÍNEZ, Jon I.; STÖHR, Bernhard S.; QUIROGA, Bernardo F. Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. **Family Business Review**, v. 20, n. 2, p. 83-94, 2007.

MARTIN-REYNA, J. M. San; DURAN-ENCALADA, Jorge A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: evidence from Mexican stock exchange. **Journal of Family Business Strategy**, v. 3, p. 106-117, 2012.

MARTINS, Ganda da S.; MENEZES, Paulo L. de.; BERNHOEFT, Renato. **Empresas familiares brasileiras: perfil e perspectivas**. São Paulo: Negócio Editora, 1999.

MAURY, Benjamin. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 321-341, 2006.

MINADEO, Roberto; MELO, Marlene C. de O. L.; RIBEIRO, Clara M. TAM e Azaléia: processos de transição em empresas familiares. **Revista Economia & Gestão**, v. 9, n. 20, p. 114-140, 2009.

MORAIS FILHO, Antonio C. T. de; BARONE, Francisco M.; PINTO, Marcos de O.. A produção científica em empresas familiares: um enfoque conceitual. **Revista de Administração Pública**, v. 45, n. 6, p. 1971-1991, 2011.

MUÑOZ, Jorge A.; ROJAS, Pablo A.; MILLAMAN, Ailiñ A. **Estudio comparativo de empresas multinacionales de origen chileno y extranjero**. Seminario para optar al Título de Ingeniero Comercial. 110 f., 2010. Tese de Doutorado - Facultad de Economía y Negocios, Escuela de Economía y Administración - Universidad de Chile – Santiago, 2010.

BONASTRA Tolos, J. **Ciência, sociedade e planejamento na instituição do Lazareto**. 547 f., 2008. Tese de doutorado, dirigido por Pedro Fraile de Mendiguren. Barcelona: Universidade de Barcelona, 2008.

PAIVA, Kely C. M. de; OLIVEIRA, Michelle C. de S. M. de; MELO, Marlene C. de O. L. Produção científica brasileira sobre empresa familiar—um meta estudo de artigos publicados em anais de eventos da ANPAD no período de 1997-2007. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 6, p. 148-173, 2008.

PENG, Mike W.; JIANG, Yi. Institutions behind family ownership and control in large firms. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 2, p. 253-273, 2010.

PETRY, Luiz I.; NASCIMENTO, Auster M. Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 109-125, 2009.

PILAR, Guisela G. **Estructura de Propiedad Familiar, Control Corporativo y Desempeño**: Evidencia para Chile. 74 f., 2010. Tese de Doutorado - Escuela de Postgrado, Facultad de Economía Y Negocios - Universidad De Chile, Santiago, 2010.

RAMÍREZ, Alfonso A. R. Importancia de la valoración de la empresa familiar: los problemas de iliquidez. **Revista de estudios empresariales**, n. 2, p. 38-61, 2010.

RONDINEL, Ricardo; SONAGLIO, Claudia; PEDROSO, Ledi. Economía chilena: exemplo a ser seguido?. **Economia e Desenvolvimento**, n. 17, p. 26-48, 2005.

SCHEFFER, Angela B. B. Fatores dificultantes e facilitadores ao processo de sucessão familiar. **Revista de Administração São Paulo**, v. 30, n. 3, 1995.

SHYU, Jonchi. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.

SICSÚ, João; CASTELAR, Armando. **Sociedade e economia**: estratégias de crescimento e desenvolvimento. Brasília: Ipea, 2009.

TRIVIÑOS, Augusto N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

VIDIGAL, Antonio C. **Viva a empresa familiar!** Rio de Janeiro: Rocco, 1996.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.