



**Análise dos Fatores que Determinam o Desempenho das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa Pertencentes ao Setor de Consumo Cíclico**

**Mara Vogt**

**Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)**

*maravogtcco@gmail.com*

**Larissa Degenhart**

**Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)**

*lari\_ipo@hotmail.com*

**Itzhak David Simão Kaveski**

**Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS/CPAN)**

*itzhak.konoha@gmail.com*

**Odir Luiz Fank**

**Faculdade De Itapiranga (SEI/FAI)**

*odirfank@hotmail.com*

## **Resumo**

Esta pesquisa objetiva analisar quais fatores determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico. O estudo caracteriza-se como descritivo, com análise documental em uma amostra de 32 empresas familiares classificadas no setor de consumo cíclico e com uma abordagem quantitativa. O período de estudo compreendeu os anos de 2008 a 2012. Os resultados apontam que, a idade da empresa implica melhores desempenhos organizacionais, ou seja, as empresas familiares de consumo cíclico com um tempo de vida maior possuem desempenho organizacional positivo. O tamanho da empresa implica nas empresas familiares do setor de consumo cíclico, pois elas tendem a ser mais eficientes no uso de seus ativos, apresentando uma relação positiva com o desempenho. A alavancagem apresentou-se como uma das principais características que levam as empresas a terem um alto desempenho organizacional. Por fim, o crescimento das empresas familiares de consumo cíclico representado pela variável *Market to book*, implica em uma relação negativa com o desempenho operacional.

**Palavras-chave:** Empresas familiares, Desempenho Econômico-financeiro, Setor Consumo Cíclico.

## **1 INTRODUÇÃO**

Até a década de 50, de acordo com Gonçalves (2000) a empresa familiar no Brasil teve presença em praticamente todos os segmentos da economia nacional. A partir daí, iniciado o projeto de modernização e desenvolvimento nacional, a empresa familiar passou a dividir espaços com as empresas multinacionais e estatais. Para Gomes, Santana e Araújo (2008), essas



empresas, sejam elas, pequenas, médias ou grandes, foram importantes para o desenvolvimento social e econômico do Brasil e também, dos países mais desenvolvidos do mundo.

Nas empresas familiares ocorrem conflitos de interesses entre pais e filhos, além de brigas entre irmãos pelo lugar do patriarca. Primeiramente inicia pela dificuldade na escolha de quem vai ocupar esse cargo, mistura de assuntos pessoais com profissionais, predominância da emoção pela razão, lealdade dos empregados para com fundadores e ainda, a interferência dos agregados nas decisões de alguma forma (MORAIS FILHO; BARONE; PINTO, 2011).

Nesse contexto, a análise das demonstrações financeiras constitui um dos estudos mais importantes em finanças corporativas. Isso desperta um grande interesse para administradores internos da empresa e para diversos segmentos de analistas externos. Essa análise visa fundamentalmente, o estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em certo período passado, para diagnosticar a posição atual e produzir resultados que servirão de base para prever tendências futuras (ASSAF NETO; LIMA, 2009).

Diante do exposto, apresenta-se o problema desta pesquisa: Quais são os fatores determinantes do desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico? Dessa forma, o objetivo da pesquisa é analisar quais fatores determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico.

A escolha pelo setor de consumo cíclico deu-se em virtude de ser o setor da BM&FBovespa que compreende o maior porcentagem de empresas que caracterizam-se como familiares (BEUREN; POLITELO; MARTINS, 2013). Além disso, este setor é de grande relevância para o mercado de capitais, visto que a BM&FBovespa criou o “Índice BM&FBovespa de Consumo” (ICON) que mede o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico.

A pesquisa justifica-se conforme Petry e Nascimento (2009), no qual afirmam que as empresas familiares tem sido de grande importância para a economia e geração de empregos no Brasil e no mundo, porém, apresentam grandes taxas de descontinuidade pelos inapropriados modelos de gestão que utilizam. Além disso, poucas dessas empresas sobrevivem na primeira geração, dessas, poucas chegam a segunda geração e um número ainda menor alcança a terceira geração. Paiva, Oliveira e Melo (2008) frisam que é inegável a importância das empresas familiares no Brasil em diversas esferas: econômica, social, cultural, política, dentre outras.

O estudo se justifica ainda de acordo com Vidigal (1996), o qual destaca que as empresas familiares brasileiras representam 99% das empresas não estatais. Martins, Menezes, Bernhoeft (1999) corroboram com essa ideia afirmando que essas empresas representam uma parcela expressiva do total de empresas em termos de quantidade no Brasil. Os autores complementam que, estas empresas são e continuarão sendo a base do crescimento, bem como do desenvolvimento das sociedades.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Na revisão de literatura, abordam-se dois aspectos com o intuito de auxiliar o embasamento da pesquisa. Primeiramente apresenta-se a caracterização das empresas familiares e na sequência, descreve-se o desempenho econômico e financeiro, o que possibilita embasar a metodologia adotada neste estudo.



## 2.1 CARACTERIZAÇÃO DE EMPRESA FAMILIAR

São vários os conceitos e características apresentadas pelos autores para definir uma empresa familiar. De acordo com Donnelley (1964), familiar é considerada a empresa que esteja ligada a uma família que passe por no mínimo duas gerações com ligações familiares e que exerça influência sobre as diretrizes empresariais. Muitos filhos e membros da família tendem a trabalhar com mais afinco, serem mais entusiastas e leais à empresa, que os demais empregados desta empresa.

Para Kanitz e Kanitz (1978), a relação pai e filho nas empresas familiares é um lema que está cada vez mais difícil de manter-se. As forças que impedem a continuidade das empresas familiares são inúmeras e são poucas as empresas que irão crescer como uma empresa sadia. Isso acontece, pois os filhos são bem informados, possuem maior gama de relações com outras pessoas adultas, maduras da sociedade. Um grande problema de um filho nas empresas familiares é o esforço e habilidade deste para o alcance de uma identidade própria. Além disso, quando a empresa é pequena, os pais desejam que seus filhos escolham profissões nobres e dessa forma, os filhos acabam saindo ou nem entrando na empresa familiar para que haja essa sucessão familiar. Para tanto, esses são alguns dos vários problemas que pesam contra a empresa familiar.

Segundo Gaj (1990) a imagem que se tem de empresa familiar já mudou muito do que era. Há chances ilimitadas dentro das empresas familiares aos jovens que possuem o desejo de vencer, são empreendedores, possuem formação universitária e experiência profissional.

Um problema que as empresas familiares enfrentam é que, muitos familiares que atuam nessas empresas, apenas estão nelas apenas pelo salário e não pelo comprometimento, vontade, necessidade o que acaba ocasionando a descontinuidade dessas empresas (LODI, 1994). Para tanto, são poucas as empresas familiares que sobrevivem na segunda geração e destas, um número menor sobrevive à terceira geração (GONÇALVES, 2000).

Diversos autores apresentam a definição dessas empresas de formas diferentes. Diante disso, Anderson e Reeb (2003) definem essas empresas como as que possuem a presença da propriedade familiar ou então, que tenham membros da família no conselho de administração. Peng e Jiang (2010) e Colli, Pérez e Rose (2003) utilizam o critério de que, a empresa deva ter no mínimo 5% do capital votante pela família e que passe por no mínimo duas gerações. Conforme o Art. 243, da Lei nº 11.941/2009, em seu parágrafo 5º, é presumido o controle se a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, porém, sem controlá-la. Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) já definem essas empresas como aquelas em que o fundador ou membro da família tenha mais de 50% da propriedade.

A principal característica e, ao mesmo tempo o problema das empresas familiares, salientado por Schneider e Moretto Neto (2006) é o processo de sucessão. Para isso, é necessário estar atento a dois pontos: a aceitação do sucessor por parte do fundador da empresa e, além disso, a vocação do sucessor. A sucessão é a principal característica e ao mesmo tempo, um problema das empresas familiares. Na empresa familiar, a organização tem grande importância para facilitar a o planejamento e controle e proporcionar maior facilidade e qualidade no processo diretivo da empresa.

De acordo com Rodrigues (2008), as empresas familiares podem ser vistas como um conjunto de subsistemas: negócios, família e propriedade. O Conselho de Administração das empresas tem a função de definir as estratégias globais e implementá-las, além de nomear diretores, definir a política de distribuição de dividendos, ratificar e revisar os planos de negócios,



no cumprimento da lei e estatutos. As empresas familiares precisam ser gerenciadas diferentemente de qualquer outro tipo de sociedade.

Conforme Petry e Nascimento (2009), uma empresa é caracterizada como familiar somente quando a propriedade e gestão passam de uma geração para outra, porém, a empresa pode ser familiar desde a sua primeira geração. O fato de uma ou mais empresas deterem o controle do negócio e, além disso, participarem da sua gestão, permite que a empresa se caracterize como familiar, mesmo que esteja na primeira geração que é liderada pelos fundadores.

A partir do momento que as estratégias de controle da empresa são utilizadas pela geração de dirigentes, não apropriadamente substituídas pelas formas de controle que são empregadas pelos sucessores, corre-se o risco que isso comprometa a sobrevivência da empresa. As mudanças em relação ao poder decorrente do processo de sucessão, exercido por uma empresa familiar, fornecem uma perspectiva atraente para que sejam verificados altos índices de descontinuidade das empresas familiares (MINADEO; MELO; RIBEIRO, 2009).

Os benefícios adquiridos pelos membros da família, para Shyu (2011), podem vir em razão do detrimento do desempenho da empresa. A presença de controle familiar pode apresentar aspectos positivos para a empresa e permitir maior facilidade na tomada de decisões. As empresas familiares possuem vantagens competitivas, porém, também sofrem de algumas desvantagens. Uma expansão da propriedade familiar ajuda na negação dos problemas de agência entre os acionistas e gestores, o que melhora o desempenho da empresa. Porém, se a propriedade da família continua a aumentar, o desempenho da empresa começa a piorar.

A empresa familiar se difere dos outros tipos de empresas pelo fato de haver de forma intrínseca, a expectativa de continuidade, sustentada no ambiente empresarial e familiar. Os negócios de cunho familiar buscam sua sobrevivência ao longo do tempo de forma mais audaciosa pelo fato de carregarem dentro de si o denomina-se sonho do fundador. É possível observar que a empresa familiar se constitui como um cenário que tende a vivenciar dilemas, especialmente no que se refere ao processo sucessório (FLORES JR; GRISCI, 2012).

## 2.2 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO

As informações contidas nas demonstrações contábeis financeiras básicas: demonstração do resultado do exercício, balanço patrimonial, demonstração do lucro retido e ainda, demonstração de fluxo de caixa, apresentam enorme significado para as diversas partes interessadas da empresa, que precisam diariamente de medidas relacionadas a eficiência operacional. A análise das demonstrações financeiras é baseada na utilização de índices e valores relativos, sendo que, envolve métodos de cálculo e interpretações de índices financeiros, para assim, analisar e monitorar o desempenho da empresa (GITMAN; MADURA, 2003).

As empresas geralmente utilizam-se de diferentes formas os registros e os relatórios padronizados de suas atividades financeiras. Dentre as principais demonstrações financeiras tem-se a demonstração do resultado do exercício, esta que fornece uma síntese financeira em relação aos resultados operacionais da empresa durante certo período, o balanço patrimonial que apresenta uma descrição sintética da posição financeira da empresa em determinada data, a demonstração do lucro retido, que permite que se faça a conciliação do lucro líquido obtido em certo período e ainda, a demonstração de fluxo de caixa, esta que resume os movimentos das entradas e saídas de caixa durante os períodos considerados para a análise. Para tanto, o desempenho econômico financeiro das empresas pode ser analisado a partir destas quatro demonstrações contábeis (GITMAN, 2004).





Para Pinheiro (2005), a análise das demonstrações contábeis tem como objetivo, examinar e avaliar o comportamento de uma determinada empresa sob aspectos econômicos e financeiros, baseando-se nas demonstrações. Essa análise representa um conjunto de informações sobre os atos e fatos econômicos financeiros que aconteceram nos períodos analisados, sendo considerada uma ferramenta importante para a compreensão do valor da empresa, decisões de compra e venda de ações, sendo que por meio dela é possível identificar as aplicações que existem em determinados períodos, bem como, as fontes de recursos que a empresa possui. Contudo, os índices financeiros são uma ferramenta de grande valia na verificação da consecução dos objetivos que foram determinados pelas empresas.

Seja qual for o método de análise das demonstrações financeiras, Ferreira (2005) afirma que deve-se considerar os aspectos mais importantes na qual a análise está sendo implementada. Para tanto, essa análise pode ser feita de forma comparativa, ou seja, considerando certo período pelos analistas, incluindo a demonstração de resultado das operações, balanço patrimonial, demonstração da origem e aplicação dos recursos e a análise do fluxo de caixa das suas operações.

Gitman e Joehnk (2005) consideram que as demonstrações financeiras são uma parte vital da análise das empresas e uma fonte importantíssima de informações ao investidor, pelo fato de que permitem aos investidores, o desenvolvimento de uma opinião sobre os seus resultados operacionais e condições financeiras. Para os autores, são três os tipos de demonstrações financeiras: balanço patrimonial, demonstração de resultado e demonstração de fluxo de caixa.

Segundo Groppelli e Nikbakht (2006), diversos demonstrativos financeiros possibilitam indicar de que forma a empresa aloca seus recursos financeiros, auferir lucros e ainda, de que maneira utiliza o caixa por ela gerado. A análise desses demonstrativos auxilia a empresa a detectar os pontos fortes e fracos na área relacionada a finanças. Cabe aos gestores interpretar adequadamente os resultados dos demonstrativos financeiros e estabelecer ações que melhorem o desempenho econômico e financeiro da empresa quando necessário.

A análise das demonstrações contábeis, de acordo com Ehrhardt e Brigham (2012), envolve comparar o desempenho da empresa com as demais e avaliar ao longo do tempo as tendências da posição financeira e patrimonial da empresa. Para tanto, os administradores utilizam a análise financeira para identificar as situações que necessitam atenção, os credores usam estas análises para determinar se a empresa tem credibilidade. Já os acionistas utilizam para ajudar a prever resultados futuros, dividendos e ainda, fluxo de caixa livre. Diante disso, o primeiro passo para uma análise financeira é reunir as informações necessárias.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo apresentam-se o método e os procedimentos da pesquisa. Primeiramente é realizado o delineamento da pesquisa, quanto aos seus objetivos, abordagem do problema e coleta dos dados. Na sequência define-se a população e a amostra. Por fim, demonstra-se o método de coleta e análise dos dados pesquisados.

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Os procedimentos adotados para investigar os determinantes do desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico permitem caracterizar a pesquisa como descritiva conforme preconiza Vergara (2000). A abordagem caracteriza-se como quantitativa devido ao uso de instrumentos estatísticos nas fases de coleta, tratamento e análise dos dados (RICHARDSON, 1999). Em relação aos



procedimentos adotados neste estudo, tem-se uma pesquisa documental, visto que foram extraídos das demonstrações financeiras relativas ao ano de 2008 a 2012, retirados do banco de dados da *Thomson One Banker* e do sítio da BM&FBovespa.

### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população definida para a pesquisa compreendeu todas as companhias familiares de capital aberto listadas na BM&FBovespa classificadas no setor de consumo cíclico. Das 69 empresas listadas no setor de consumo cíclico, 49 são familiares, aproximadamente 71% das empresas são de consumo cíclico. Destas 49 companhias, 17 foram excluídas por não apresentarem todos os dados necessários para a realização da pesquisa. Assim, a amostra não probabilística constituiu-se das demais 32 companhias.

Neste estudo, as características observadas para definir uma empresa como familiar foram a concentração de propriedade com uma família e/ou a participação dos membros da família no conselho de administração, visto que estas características são as mais utilizadas pelos pesquisadores (SHYU, 2011; POLITELO et al., 2014). Para determinar a empresa como familiar, foi utilizado um percentual de concentração mínimo de ações de 10%, pois este percentual é o mais utilizado pela literatura (ANDERSON; REEB, 2003; SHYU, 2011; POLITELO et al., 2014). Os dados foram coletados do formulário de referência do sítio da BM&FBovespa.

### 3.3 COLETA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Estudos em diferentes países como Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) no Chile, Anderson e Reeb (2003) nos Estados Unidos, Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010) também no Chile, Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) na Polônia, Din Din e Javid (2011) no Paquistão, Navarro, Ansón e García (2011) na Espanha e Shyu (2011) no Taiwan, analisaram os fatores que influenciam no desempenho de empresas familiares de capital aberto.

Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) analisaram o impacto da propriedade familiar no desempenho da empresa utilizando um conjunto de dados de empresas chilenas. Para esse estudo, os autores afirmam que foram constituídos três indicadores para medir o desempenho financeiro da empresa. Os autores utilizaram o Retorno sobre Ativos (ROA) e o Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), índices de rentabilidade que tem por objetivo, avaliar a performance da contabilidade. A partir de uma amostra de 175 empresas de capital aberto, um grupo de 100 empresas de controle familiar tiveram um desempenho significativamente melhor do que o grupo de 75 empresas não familiares ao longo do período de 10 anos de estudo (1995-2004). Três medidas distintas de desempenho foram utilizadas no estudo, o ROA, ROE e o Q de Tobin. Os pesquisadores concluem que as empresas familiares demonstraram um desempenho melhor do que as empresas não familiares.

O estudo desenvolvido por Anderson e Reeb (2003), objetivou investigar a relação entre a propriedade familiar e seu desempenho. Encontraram evidências de que a propriedade familiar é predominante na amostra de empresas analisadas. Os resultados revelam que as empresas familiares possuem um desempenho melhor que as empresas consideradas não familiares. Em geral os resultados são inconsistentes com a hipótese de que os acionistas minoritários são prejudicados pela propriedade da família, o que demonstra que a propriedade familiar é uma estrutura organizacional eficaz.

Realizando uma reaplicação do estudo Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010) analisaram o desempenho das empresas familiares em um período de 10 anos (1998-2007), utilizando novos dados e técnicas de estimativa que levam em conta a



heterogeneidade da empresa. Utilizaram como variáveis o ROA como uma medida de desempenho financeira que indica como bens das empresas foram geridos durante o período de estudo, o tamanho, idade, alavancagem, dentre outras. Os resultados do estudo Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) encontram-se robustos para a nova análise, pois o desempenho das empresas de controle familiar continuaram a ser superior das não familiares.

Em seguida os autores adicionaram a dimensão de risco com a análise, utilizando a variável retorno do ativo total ajustado ao risco, e as companhias de controle familiar novamente demonstraram um desempenho melhor. Um teste dos desvios-padrão do retorno sobre o ativo total para ambas as categorias de empresas, revelou que as empresas de controle familiar não só possuem um melhor desempenho, mas também demonstram menos volatilidade em seus retornos.

Utilizando uma amostra de 217 empresas polonesas de capital aberto em 1997 a 2005, Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) investigam se existe uma relação estatisticamente significativa entre o envolvimento da família e o desempenho financeiro das empresas polacas. Utilizam o ROE e ROA, idade, ativo como variáveis do estudo. Conforme os autores, as companhias que possuem CEOs familiares tendem a superar o desempenho daquelas com CEOs não familiares. Os resultados levam em conta a endogeneidade de propriedade da família e são robustos a uma série de verificações de especificação.

Din Din e Javid (2011) avaliaram o impacto da propriedade familiar sobre o desempenho da empresa de capital aberto paquistaneses no período de 2004 a 2009. A amostra da pesquisa perpetuou em 29 empresas industriais listadas na KSE-100 índice no mercado de capital do Paquistão. Utilizaram no estudo como variável dependente o desempenho, este que é medido pelo ROA, ROE e a variável independente foi a propriedade da família. Conforme os achados dos autores, existe uma relação positiva e significativa de um conjunto de fatores que determinam o desempenho de empresas familiares. Dessa forma, a partir da análise realizada pelos autores, revela-se ainda, que as melhores práticas de governança possuem efeito positivo sobre a decisão financeira dessas empresas, porém as empresas com maior propriedade familiar não adotam boas práticas de governança.

Navarro, Ansón e García (2011) analisam o desempenho de empresas familiares de capital aberto da Espanha, utilizando uma amostra de 118 empresas em um período de 6 anos (2002-2008). Para tanto, analisam como a propriedade e controle da família, bem como, a presença de um segundo acionista afeta o desempenho das empresas. Conforme os autores, os resultados revelam que a propriedade da família não influenciou a rentabilidade das empresas, mas sim o controle familiar. Evidenciaram ainda, que as variáveis que definem uma empresa como familiar e as variáveis econômico-financeiras são aquelas que afetam positivamente e negativamente o desempenho da empresa.

Por fim, Shyu (2011) avaliaram o desempenho de 465 empresas de capital aberto listadas na bolsa de valores de Taiwan, sendo elas 193 familiar e 272 não familiar. O objetivo do estudo foi analisar a influência da propriedade familiar em performances sólidas. Utilizaram painel de dados, abrangendo um período de cinco anos, ou seja, de 2002 a 2006 que permite examinar as variações nas relações entre propriedade familiar e performance da empresa. O autor afirma que quando um indicador de rentabilidade (ROA) ou um indicador de avaliação (Q de Tobin) é aplicado, os resultados mostram que a propriedade familiar afeta positivamente o desempenho da empresa. O autor conclui que as empresas familiares tendem a se esforçar mais que as empresas não familiares, a fim de obterem melhores desempenhos e dessa forma a propriedade familiar afeta o desempenho da empresa.



A partir dos estudos anteriores, foram utilizadas três variáveis dependentes para o desempenho e quatro variáveis independentes para os fatores determinantes das empresas familiares de capital aberto. As variáveis utilizadas no estudo são apresentadas no Quadro 1.

**Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo**

Classificação	Variável	Mensuração	Autores
Dependentes	Retorno sobre o ativo total	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); Navarro, Ansón e García (2011); Shyu (2011).
	Retorno sobre o patrimônio líquido	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011)
	Q de Tobin*	$\frac{\text{VMA}^* + \text{D}^{**}}{\text{Ativo total}}$	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Din Din e Javid (2011); Shyu (2011).
Independentes	Tamanho	Log (Ativo Total)	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); Navarro, Ansón e García (2011); Shyu (2011).
	Idade	Idade da empresa	Martínez, Stöhr e Quiroga (2007); Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Navarro, Ansón e García (2011).
	Alavancagem	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$	Anderson e Reeb (2003); Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010); Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Din Din e Javid (2011); Navarro, Ansón e García (2011).
	Market to book	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil}}$	Din Din e Javid (2011).

\*VMA = Valor de mercado das ações negociadas em bolsa;

\*\* D = Passivo circulante - Ativo circulante + Estoques - Passivo Não circulante.

Fonte: Elaboração própria.

Os dados utilizados na pesquisa foram coletados diretamente na base de dados da *Thomson One Banker*. Para consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se análise de quais fatores são significativos para explicar o comportamento das variáveis dependentes, valendo-se do *software STATA* e aplicando-se a técnica de regressão de dados em painel.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conforme os procedimentos descritos na metodologia e a partir dos dados coletados das respectivas fontes, realizou-se uma análise descritiva das variáveis empregadas no estudo das empresas familiares pertencentes à amostra e segregados por ano. Na Tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes.





Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Ano	N	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão
Tamanho	2008	32	3.812	0.322	2.660	0.763
	2009	32	3.886	0.328	2.674	0.783
	2010	32	3.998	0.316	2.812	0.794
	2011	32	4.118	0.255	2.878	0.818
	2012	32	4.098	0.330	2.885	0.845
Alavancagem	2008	32	119.029	0.143	5.041	20.960
	2009	32	124.930	0.080	5.313	22.033
	2010	32	122.966	0.157	5.163	21.740
	2011	32	148.100	0.113	6.146	26.290
	2012	32	131.346	0.141	6.654	25.031
Market to book	2008	32	14.210	-0.330	1.267	2.507
	2009	32	29.660	-0.100	2.403	5.216
	2010	32	24.710	-0.190	2.427	4.543
	2011	32	15.450	-0.640	1.715	2.987
	2012	32	57.140	-2.290	3.861	10.548
Retorno sobre o ativo total	2008	32	24.630	-200.640	-0.994	38.014
	2009	32	187.320	-85.510	10.702	37.895
	2010	32	48.480	-93.800	1.463	27.157
	2011	32	76.530	-229.160	-1.219	45.251
	2012	32	72.720	-13.940	10.301	15.851
Retorno sobre o patrimônio líquido	2008	32	44.440	-84.720	10.444	22.233
	2009	32	314.560	-49.130	18.732	56.323
	2010	32	68.400	-3.630	16.423	16.853
	2011	32	49.300	-178.880	1.800	46.491
	2012	32	50.670	-317.370	-7.052	66.174
Q de Tobin	2008	32	16,110	-0,752	0,472	2,913
	2009	32	21,338	-4,699	0,478	3,992
	2010	32	53,348	-3,780	1,561	9,666
	2011	32	65,639	-1,233	2,076	11,855
	2012	32	59,528	-0,923	1,818	10,613

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 1 que a amostra é composta por um grupo heterogêneo de empresas familiares. Há empresas com altos desempenhos em contraponto a empresas com desempenhos mínimos, até mesmo companhias com um desempenho negativo. A proporção de alavancagem, a partir do máximo e a média, indica a presença de algumas organizações com alto grau de endividamento e outras com baixo ou nenhum endividamento. Além disso, verifica-se que existem empresas que apresentaram um *Market to book* que representa o crescimento da empresa negativo, ou seja, não ocorreu crescimento.

Antes de efetuar a análise de regressão linear múltipla, o estudo buscou analisar inicialmente a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis. Para tanto, calculou-se o coeficiente de Correlação de *Pearson* para identificar possíveis problemas de multicolinearidade. Ressalta-se que foi aplicado o teste não paramétrico de *Kolmogorov-Smirnov* para verificar a normalidade dos dados e o teste evidenciou uma distribuição normal das variáveis a um nível de 5% ( $p\text{-value} < 0.05$ ). Observa-se que a correlação não sugere necessariamente uma relação de causa e efeito, mas sim a associação entre as variáveis. A Tabela 2 apresenta a correlação entre as variáveis.



**Tabela 2 – Correlação de Pearson entre as variáveis**

	Idade	Tamanho	Lev	G
Retorno sobre o ativo total	-0,1615	+0,222*	-0,279*	+0,036
Retorno sobre o patrimônio líquido	+0,0266	-0,003	-0,010	-0,064
Q de Tobin	+0,018	+0,002	-0,043	-0,054
Idade	1	-0,086	+0,235*	-0,095
Tamanho		1	-0,635*	+0,296*
Alavancagem			1	-0,088
Market to book				1

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 1 demonstram que não há alto grau de correlação entre as variáveis explicativas (correlação superior a 85%), denotando não haver problemas elevados de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão de dados em painel com as variáveis utilizadas. Dessa forma, todas as variáveis explicativas podem ser utilizadas para explicar os determinantes do desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico.

Antes de efetuar a regressão de dados em painel, foram aplicados os testes de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, que são os testes que servem como pressupostos para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios. Primeiramente, foi aplicado o teste de *Chow* para verificar se o intercepto é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*. Posteriormente foi aplicado o teste LM de *Breusch-Pagan* para averiguar se a variância dos resíduos que refletem as diferenças individuais é igual (*pooling*) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero. Por fim, foi aplicado o teste de *Hausman* para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios.

Os resultados dos testes demonstraram que para o retorno sobre o ativo total deve ser utilizado o modelo de efeitos fixos. Quanto ao retorno sobre o patrimônio líquido, o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado. Por fim, para o Q de Tobin, o modelo de efeitos aleatórios é o recomendado para a aplicação. A Tabela 3 demonstra os resultados da regressão de dados em painel.

**Tabela 3 – Resultados do modelo de dados em painel**

Variável		ROA Efeitos Fixo	ROE Efeitos Fixo	Q Efeitos Aleatórios
Constante	Coefficiente	-134,978	-527,647	-2,898
	Sig.	0,496	0,065	0,622
Idade	Coefficiente	1,333	7,099	-0,008
	Sig.	0,578	0,041	0,869
Tamanho	Coefficiente	11,924	34,356	1,645
	Sig.	0,594	0,284	0,310
Alavancagem	Coefficiente	4,273	1,112	0,019
	Sig.	0,000	0,321	0,756
Market to book	Coefficiente	-0,251	-1,758	-0,015
	Sig.	0,682	0,047	0,843
<b>R2</b>		<b>0,396</b>	<b>0,311</b>	<b>0,007</b>
<b>R2 Ajustado</b>		<b>0,225</b>	<b>0,116</b>	<b>-0,018</b>
<b>Durbin-Watson</b>		<b>1,939</b>	<b>2,24</b>	<b>0,877</b>
<b>Estatística F</b>		<b>2,321</b>	<b>1,598</b>	<b>0,351</b>
<b>Sig.</b>		<b>0,000</b>	<b>0,032</b>	<b>0,882</b>

Fonte: Dados da pesquisa.



Na Tabela 3 pode-se constatar que o valor  $p$  do modelo é inferior a 0,05 para o retorno sobre o ativo total e do patrimônio líquido, indicando que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar o desempenho das empresas. Entretanto, o  $Q$  de Tobin, não se mostrou significativo, assim as variáveis independentes não são capazes de explicar a variância ocorrida.

A capacidade explicativa do modelo de regressão de dados em painel, envolvendo as variáveis independentes consideradas no estudo é de 22,5% do retorno sobre o ativo total e 11,6% para o retorno sobre o patrimônio líquido. A baixa capacidade de explicação do modelo a respeito das empresas familiares, também foi apresentada pelos estudos anteriores (MARTÍNEZ; STÖHR; QUIROGA, 2007; ANDERSON; REEB, 2003; BONILLA; SEPULVEDA; CARVAJAL, 2010; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010; DIN DIN; JAVID, 2011; NAVARRO; ANSÓN; GARCÍA, 2011; SHYU, 2011). Porém, nos estudos que analisaram a relação com o  $Q$  de Tobin, as variáveis demonstram ser significantes para a explicação do modelo. O teste *Durbin-Watson* apresentou um índice próximo a dois em todos os testes, representando não existir problema de alta correlação entre os resíduos.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada, indica que o “Tamanho” não é significativo. Apesar de não ser significativo, a relação do tamanho da empresa, apresentada pelo seu ativo total é positiva, indicando que o tamanho da empresa implica em maior desempenho organizacional, visto que companhias maiores tendem a ser mais eficientes no uso de seus ativos (SHYU, 2011). Este resultado apresenta indicativos para apoio a concepção de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Shyu (2011) de que nas empresas maiores impacta positivamente no desempenho operacional.

A relação da idade da empresa com o desempenho, apesar de não ser significativa para o retorno sobre o ativo total e significativa para o retorno sobre o patrimônio líquido é positiva, indicando que o tempo de vida da empresa familiar implica em maior desempenho organizacional. Este resultado apresenta indicativos para apoio a concepção de Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Navarro, Ansón e García (2011) de que o tempo de vida da empresa impacta positivamente no desempenho organizacional.

Anderson e Reeb (2003), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Din Din e Javid (2011) apontam em suas pesquisas que uma maior alavancagem da empresa implica em um maior desempenho quando avaliado pelo retorno sobre o ativo total, uma vez que são mais propensas a terem uma carga tributária alta e baixo risco de falência. Estes resultados são respaldados nesta pesquisa, visto que a variável mostrou-se significativa ao nível de 1% e positiva. Já para o retorno sobre o patrimônio líquido, a alavancagem não se demonstrou significativa, mas os achados apontam uma relação positiva, o que corrobora com os estudos de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Din Din e Javid (2011).

Por fim, para a variável *Market to book* que representa o crescimento da empresa, também não se mostrou significativa para os índices de retorno para o ativo total, porém mostrou-se significativa para o retorno sobre o patrimônio líquido. A relação negativa com o índice retorno sobre o patrimônio líquido oferece indicativos de que empresas familiares são melhor valorizadas pelo mercado e possuem um menor desempenho operacional (DIN DIN; JAVID, 2011).



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo investigou os fatores que determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico. Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa por meio de análise documental com dados secundários. Da população de 49 companhias familiares de capital aberto do setor de consumo cíclico, 32 compuseram a amostra.

Para a análise dos resultados foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) a caracterização da amostra por meio de estatística descritiva; (ii) correlação de *Pearson* para verificar a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis e; (iii) os testes de *Chow*, LM de *Breusch-Pagan* e *Hausman* para definir se deve ser utilizado o método *pooling*, efeitos fixos ou aleatórios na regressão de dados em painel; (iv) regressão por meio de dados em painel para verificar quais são os fatores determinantes da estrutura de capital.

Os resultados apontam que a idade da empresa implica em melhores desempenhos organizacionais, ou seja, as empresas familiares de consumo cíclico com um tempo de vida maior possuem desempenho organizacional positivo (BONILLA; SEPULVEDA; CARVAJAL, 2010; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010; NAVARRO; ANSÓN; GARCÍA, 2011). O tamanho da empresa, apesar de não ser significativo, demonstra que as empresas familiares do setor de consumo cíclico tendem a ser mais eficientes no uso de seus ativos, apresentando uma relação positiva com o desempenho, corroborando com os estudos de Martínez, Stöhre e Quiroga (2007), Bonilla, Sepulveda e Carvajal (2010), Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010) e Shyu (2011), entretanto, este aspecto precisa ser explorado melhor, tendo em vista que a relação não foi significativa.

A alavancagem mostrou-se como uma das principais características que levam as empresas a possuírem um alto desempenho organizacional. Estes resultados apontam que as empresas familiares de consumo cíclico são endividadas devido a uma carga tributária alta, porém possuem um baixo risco de falência, apresentando um maior desempenho operacional (ANDERSON; REEB, 2003; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010; DIN DIN; JAVID, 2011). Por fim, o crescimento das empresas familiares de consumo cíclico representado pela variável *Market to book* implica em uma relação negativa com o desempenho operacional. Tal afirmação aponta que quando as empresas familiares são mais valorizadas pelo mercado, estas apresentam um menor desempenho operacional do que aquelas com menor valorização (DIN DIN; JAVID, 2011).

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange aos fatores que determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto, apresenta limitações. Destaca-se como limitação a utilização de apenas um setor da BM&FBovespa, que impossibilita a generalização para todas as empresas. Outra limitação encontra-se nas variáveis determinantes utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo. Além disso, verifica-se que não foi possível explicar o desempenho do Q de Tobin a partir do modelo apresentado.

Recomenda-se, para pesquisas futuras, a replicação desta pesquisa com empresas familiares de outros setores da BM&FBovespa para comparabilidade dos achados e ainda uma comparação com o desempenho de empresas não familiares. Recomenda-se também, a utilização de outras variáveis como fatores determinantes do desempenho organizacional. Recomenda-se





ainda a replicação deste estudo em outros países, para contribuir com a consolidação da literatura relativa às empresas familiares.

## REFERÊNCIAS

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.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

BEUREN, Ilse Maria; POLITELO, Leandro; MARTINS, José Augusto de Sousa. Influência da propriedade familiar no desempenho das empresas da BM&FBovespa. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 7., 2013, Fortaleza. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2013.

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.

COLLI, Andrea; PÉREZ, Paloma Fernández; 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.

DIN DIN, Shahab-u.; JAVID, Attiya Yasmin. Impact of Family Ownership concentration on the Firm's Performance: Evidence from Pakistani Capital Market. **Market No. 37566**, University Library of Munich, 2011.

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

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

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

FLORES JR, José Elias; GRISCI, Carmem Ligia Iochins. 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.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração Financeira: Uma Abordagem Gerencial**. São Paulo: Addison Wesley, 2003.



GITMAN, Lawrence J; JOEHNK, Michael D. **Princípios de investimentos**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

GOMES, Almiralva Ferraz; SANTANA, Weslei Gusmao Piau; ARAÚJO, Uajará Pessoa. 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, E. **Administração financeira**. São Paulo: Saraiva, 2006.

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

KOWALEWSKI, Oskar; TALAVERA, Oleksandr; STETSYUK, Ivan. Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland. **Family Business Review**, v. 23, n. 1, p. 45-59, 2010.

LODI, João Bosco. **A ética na Empresa Familiar**. São Paulo: Pioneira, 1994.

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.

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.

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

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

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

NAVARRO, María Sacristán; ANSÓN, Silvia Gómez; GARCÍA, Laura Cabeza. Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence. **Family Business Review**, v. 24, n. 1, p. 71-93, 2011.

PAIVA, Kely César Martins de; OLIVEIRA, Michelle Cristina de Souza Mendes de; MELO, Marlene Catarina de Oliveira Lopes. 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 Inácio; NASCIMENTO, Auster Moreira. 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.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

POLITELO, Leandro; KAVESKI, Itzhak David Simão; CHIARELLO, Tânia Cristina; SILVA, Tarcísio Pedro da. Propriedade familiar e remuneração baseada em ações da diretoria das empresas brasileiras. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, p. 183-201, 2014.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, Jorge. O Conselho de Administração nas empresas familiares. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 7, n. 1, p. 56-67, 2008.

SCHNEIDER, Christine; MORETTO NETO, Luis. Avaliação do desempenho organizacional da empresa familiar indústrias Alfa SA com base no modelo de gestão estratégica Balanced scorecard. **Revista de Gestão USP**, v. 13, n. 1, p. 89-104, 2006.

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

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. Atlas, 2000.

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