UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**EFEITOS DA PROPRIEDADE FAMILIAR SOBRE OS EVENTOS DE FUSÃO E
AQUISIÇÃO**

Thiago Almeida Ribeiro da Rocha

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

SÃO PAULO

2012

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

THIAGO ALMEIDA RIBEIRO DA ROCHA

**EFEITOS DA PROPRIEDADE FAMILIAR SOBRE OS EVENTOS DE FUSÃO E
AQUISIÇÃO**

Dissertação apresentada ao Departamento de
Administração da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo como requisito
para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

Versão Original

SÃO PAULO

2012

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Rocha, Thiago Almeida Ribeiro da
Efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e
aquisição / Thiago Almeida Ribeiro da Rocha. – São Paulo, 2012.
126 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2012.
Orientador: Almir Ferreira de Sousa.

1. Empresas familiares 2. Fusão e aquisição de empresas I.
Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração
e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.041

**Aos meus familiares,
à Christiane Sayuri Lopes Inoue
e ao atencioso orientador
Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa.**

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família pela compreensão ao longo dos três anos anteriores à conclusão desta dissertação e por todo apoio desde o início de minhas atividades educacionais; e à Christiane Sayuri Lopes Inoue, pelo incentivo e pela paciência nos momentos de dedicação a esta jornada.

Agradeço ao Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa por todo o apoio desde o início de minha graduação, pelo incentivo durante o curso de mestrado, pela disponibilidade no seu papel de orientador e pelas oportunidades de desenvolvimento acadêmico proporcionadas.

À banca examinadora do exame de qualificação composta pelos Profs. Drs. Almir Ferreira de Sousa, Adelino de Bortoli Neto e Armando Lourenzo Moreira Júnior pelas valiosas contribuições dadas no exame, em especial o incentivo em buscar uma maior compreensão dos aspectos comportamentais na dinâmica das empresas familiares.

Aos professores com quem tive a oportunidade de conviver e aprender durante as disciplinas oferecidas no curso, incluindo os Profs. Drs. Roy Martelanc, Carlos Eduardo de Mori Luporini, Eduardo Kazuo Kayo, José Roberto Ferreira Savoia, Keyler Carvalho Rocha e Bernadete de Lourdes Marinho.

Aos colegas alunos do mestrado e do doutorado pelo convívio proveitoso e pelas oportunidades de aprendizado conjunto: Bruno Cals de Oliveira, Edison Simoni da Silva, Luciana Julio Rizzi, Roberto Yocisuke Soejima Nardi, e, principalmente, ao Eduardo Augusto do Rosário Contani pelo incentivo antes do ingresso no programa. À Veridiana José Augusto Rezende pela importante revisão do texto.

E a toda a equipe da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, incluindo a Secretaria da Pós-Graduação e a Biblioteca, pelo serviço de excelência prestado ao corpo discente.

**"O conhecimento é orgulhoso por ter aprendido tanto;
a sabedoria é humilde por não saber mais."**

William Cowper

RESUMO

As empresas familiares geralmente são conhecidas como empresas com propriedade detida e gestão exercida por pelo menos um membro de uma família empresária. Historicamente, essas empresas foram um objeto pouco estudado pela academia, apesar de sua importância. Esta dissertação tem como objetivo geral analisar os efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição, por meio da investigação do efeito da propriedade familiar sobre a propensão a realizar fusões e aquisições, do efeito da participação percentual da família no capital sobre essa propensão e da comparação do retorno anormal acumulado de empresas familiares e não familiares após eventos de fusão e aquisição. Para testar as hipóteses de pesquisa foram utilizadas as técnicas estatísticas Probit e regressão linear simples. A população de estudo foi composta por companhias abertas brasileiras com registro em bolsa de valores. Com base nessa população construiu-se uma amostra de 216 empresas. O período de investigação incluiu os anos de 2007 a 2011. Os resultados encontrados confirmaram a hipótese de que as empresas familiares são menos propensas a realizar fusões e aquisições do que as empresas não familiares. Esses resultados são relevantes na medida em que confirmaram a única constatação equivalente disponível na literatura. Contudo, a participação percentual da família no capital não mostrou nenhuma relação com a propensão a realizar fusões e aquisições. Por fim, os resultados não mostraram evidências para suportar a hipótese de que o retorno anormal acumulado após eventos de fusão ou aquisição seja superior para as empresas familiares.

ABSTRACT

Family firms are generally known as companies whith property held and management exercised by at least one member of an entrepreneur family. Historically, these companies have been an object little studied by the academy, despite their importance. This work aims to analyze the effects of family ownership on merger and acquisition events, by investigating the effect of family ownership on the propensity to carry out mergers and acquisitions, the effect of family's percentual participation on this propensity and the comparison between the abnormal return of family firms and non-family firms after merger and acquisition events. To test the research hypotheses the statistics techniques Probit and simple linear regression were used. The study population was composed by Brazilian public companies listed in the stock exchange. Based on this population a sample of 216 companies was built. The research period included the years 2007 to 2011. The results confirmed the hypothesis that family firms are less likely to conduct mergers and acquisitions than non-family firms. These results are relevant to the extent that they confirmed the unique equivalent conclusion available in the literature. However, the family's percentual ownership had no relationship with the propensity to carry out mergers and acquisitions. Finally, the results showed no evidence that the cumulative abnormal return after merger or acquisition events is higher for family firms.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	3
LISTA DE FIGURAS	4
LISTA DE TABELAS	5
1. INTRODUÇÃO	6
1.1. Justificativa.....	9
1.2. Objetivos	10
1.3. Delimitações.....	11
1.4. Contribuições	11
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	13
2.1. Definições.....	13
2.1.1. O dilema da definição de empresas familiares	13
2.1.2. Equívocos relacionados à definição de empresas familiares	14
2.1.3. Tipologias para classificação de empresas familiares	15
2.1.3.1. Tipologia de Astrachan <i>et al</i>	16
2.1.3.2. Tipologia de Sharma	17
2.1.4. Critérios para definição de empresas familiares	20
2.1.5. Definições utilizadas nesta pesquisa.....	20
2.1.5.1. Definição teórica	21
2.1.5.2. Definição operacional	22
2.2. A evolução da linha de pesquisa sobre empresas familiares.....	24
2.2.1. Dyer e Sánchez (1998).....	25
2.2.2. Bird <i>et al</i> (2002).....	29
2.2.3. Chrisman <i>et al</i> (2003)	34
2.2.4. Sharma (2004).....	37
2.2.5. Debicki <i>et al</i> (2009)	39
2.3. Aspectos comportamentais nas empresas familiares	46
2.3.1. Características das empresas familiares.....	47
2.3.1.1. A presença da emoção.....	47
2.3.1.2. A preferência pela centralização e pela informalidade	49
2.3.1.3. A existência de conflitos	52
2.3.2. Desafios na gestão das empresas familiares	59
2.3.2.1. Governança corporativa	60
2.3.2.2. Sucessão	64
2.3.2.3. Profissionalização.....	71
2.3.2.4. Manutenção do controle acionário	76
2.4. Desenvolvimento das hipóteses	78
2.4.1. Hipótese 1	78
2.4.2. Hipótese 2	81
2.4.3. Hipótese 3	82
3. METODOLOGIA.....	84
3.1. População e amostra.....	84
3.1.1. Composição da população	84
3.1.2. Construção da amostra.....	86
3.2. Variáveis.....	89
3.2.1. Hipóteses 1 e 2	89
3.2.2. Hipótese 3	94
3.3. Coleta de dados	96

3.4. Métodos de análise de dados	97
3.4.1. Hipóteses 1 e 2	97
3.4.2. Hipótese 3	98
4. RESULTADOS	99
4.1. Análise descritiva	99
4.2. Análise bivariada.....	102
4.3. Análise multivariada	103
4.3.1. Hipótese 1	103
4.3.2. Hipótese 2	110
4.3.3. Hipótese 3	112
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	114
5.1. Limitações	115
5.2. Desdobramentos	116
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	117

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBOVESPA: BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FBR: *Family Business Review*

F-PEC : *Family – Power, Experience and Culture*

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFERA: *International Family Enterprise Research Academy*

MQO: Mínimos Quadrados Ordinários

RBV: *Resource Based View*

SSCI: *Social Sciences Citation Index*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Escala F-PEC	17
Figura 2. Os sete papéis possíveis do <i>stakeholder</i> familiar interno	19
Figura 3. Emoção e razão nas três esferas da empresa familiar	48
Figura 4. Separação entre as esferas no estágio inicial da empresa familiar	56
Figura 5. Evolução da estrutura de governança	63
Figura 6. Modelo de governança na empresa familiar	64
Figura 7. Convivência de duas gerações adultas	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Sumário dos tipos de artigos da FBR por volume.....	25
Tabela 2. Sumário dos artigos por tópico e tipo.....	26
Tabela 3. Autoria por profissão e campo	28
Tabela 4. Distribuição da autoria	29
Tabela 5. Fontes de pesquisa sobre empresas familiares	30
Tabela 6. Descrição dos estudos revisados	31
Tabela 7. Métodos dos estudos revisados	32
Tabela 8. Esquema de classificação por tópicos de administração estratégica - artigos e <i>papers</i> publicados ou apresentados entre 1996 e 2003	35
Tabela 9. Lista de periódicos: fator de impacto SSCI médio (2005 a 2007) e número de artigos sobre empresas familiares publicados	40
Tabela 10. Autores que mais publicaram ajustado pelo número de coautores e pelo fator de impacto SSCI.....	42
Tabela 11. Instituições mais ativas ajustado pelo número de coautores e pelo fator de impacto SSCI.....	43
Tabela 12. Principais autores de acordo com medidas de rede	44
Tabela 13. Áreas de pesquisa sobre empresas familiares.....	45
Tabela 14. Composição da população por setor econômico	85
Tabela 15. Composição da população por mercado de negociação	86
Tabela 16. Composição da amostra.....	87
Tabela 17. Empresas da amostra com propriedade familiar	90
Tabela 18. Estatísticas descritivas (Painel A)	99
Tabela 19. Estatísticas descritivas (Painéis B e C).....	100
Tabela 20. Matriz de correlação das principais variáveis da pesquisa.....	102
Tabela 21. Sinais esperados e fundamentação teórica	104
Tabela 22. Resultados do teste da Hipótese 1 (erros não robustos e com observações influentes).....	105
Tabela 23. Frequência de observações corretamente previstas.....	108
Tabela 24. Resultados do teste da Hipótese 1 (erros robustos e sem observações influentes)	109
Tabela 25. Resultados do teste da Hipótese 2 (erros não robustos e com observações influentes)	111
Tabela 26. Resultados do teste da Hipótese 3 (erros não robustos e com observações influentes)	112

1. INTRODUÇÃO

As empresas familiares são geralmente conhecidas como empresas com propriedade detida e gestão exercida por pelo menos um membro de uma família empresária. São, como forma de negócio, uma das mais antigas dentro da evolução da humanidade (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 5), e ainda hoje elas representam uma grande proporção do número total de empresas (IFERA, 2003, p. 3), além de darem uma grande contribuição para o produto interno bruto e o total de salários em seus países (WINTER *et al*, 1998, p. 239). Essas empresas, pelas estimativas mais conservadoras, têm a mais significativa participação global de todas as organizações existentes, sejam de pequeno, médio e grande portes (MOREIRA JÚNIOR, 2011, p. ix).

Historicamente, as empresas familiares foram um elemento pouco estudado na nossa economia e sociedade (WINTER *et al*, 1998, p. 239), apesar de sua importância. Contudo, a realidade atual tem se mostrado diferente na medida em que elas passaram a ser cada vez mais estudadas nos últimos anos, principalmente em pesquisas realizadas na Europa e nos Estados Unidos. Com relação à importância das empresas familiares, duas perspectivas distintas ilustram essa ideia: sob uma perspectiva histórica, as empresas familiares são compreendidas como importantes agentes econômicos presentes em toda a história moderna da civilização; sob uma perspectiva econômica, há um amplo entendimento de que essas empresas são dominantes em diversos países do mundo em análises utilizando os mais variados indicadores econômicos.

A importância das empresas familiares sob uma perspectiva histórica foi registrada por diversos estudiosos do assunto ao longo das últimas décadas, dentre os quais se destacaram Neubauer e Lank (1998), Bird *et al* (2002) e Astrachan (2010). Neubauer e Lank (1998, p. 14) ressaltaram a importância das empresas familiares para o desenvolvimento econômico de suas nações, mas também apontaram duas características fundamentais dessas empresas que permitiram a elas sobreviver aos mais diversos contextos econômicos e sociais: agilidade e flexibilidade. Segundo os autores,

“[...] as empresas familiares estiveram entre as locomotivas mais eficazes das economias em que operavam: elas criavam empregos, estavam entre um grupo pequeno de empresas que atingia sucesso suficiente para pagar impostos, e demonstravam a agilidade e a flexibilidade necessárias para manobrar com sucesso nas águas turbulentas de suas economias nacionais.”

Bird *et al* (2002, p. 337) também reconheceram a importância dessas empresas para o desenvolvimento econômico, mas acrescentaram que a predominância delas parece ser tão

antiga quanto a civilização Grega, cujo nascimento ocorreu por volta de mil anos antes de Cristo. De acordo com Bird *et al* (2002, p. 337),

“[...] as empresas familiares há tempos serviram como principal pilar das economias e civilizações antigas, e desempenharam um papel fundamental no desenvolvimento do mundo ocidental. As atividades econômicas da civilização Grega eram em grande parte controladas por famílias e baseadas em domicílios. Essas circunstâncias não se alteraram significativamente durante os tempos do Império Romano, a subsequente Idade Média e a Era dos Descobrimentos.”

Astrachan (2010, p. 2) acrescentou a essa perspectiva histórica outra característica fundamental dessas empresas que pôde ser observada também nas palavras de Bird *et al*, mencionadas anteriormente: a perenidade. Aquele autor mencionou que

“[...] as empresas familiares estão entre as organizações mais duradouras no mundo, com algumas que datam do século VI. Essas organizações resistiram à ascensão e queda de diversos regimes de Estado, recessões incluindo a Idade das Trevas, quase todas as Grandes Guerras, pestes e fomes, e outras crises.”

Atualmente, as empresas familiares continuam exercendo uma influência fundamental no mundo (IFERA, 2003, p. 3). Por essa razão, nos últimos anos, alguns esforços de pesquisa concentraram-se em determinar a importância dessas empresas em diversos países sob uma perspectiva econômica (SHARMA, 2004, p. 22). Esses esforços podem ser divididos em duas grandes correntes.

De um lado, um grupo de pesquisadores preocupou-se em investigar a participação dos diversos tipos de estrutura de propriedade no mundo. Nesse contexto, destaca-se o trabalho realizado por La Porta *et al* (1999), autores que realizaram uma ampla pesquisa em 27 países e concluíram que uma das estruturas de propriedade mais comuns em todo o mundo é a propriedade familiar. Segundo os autores, a porcentagem de empresas de grande porte controladas por famílias atinge uma média global de 30%, enquanto a porcentagem de empresas de médio porte controladas por famílias atinge 45%.

Mesmo assim, Sharma (2004, p. 22) argumentou que o impacto das empresas familiares na sociedade tem sido largamente ignorado, exceto pela documentação de um grande número dessas empresas em diferentes países. Um dos poucos esforços internacionais com o objetivo de documentar sua importância utilizando um conjunto mais amplo de indicadores foi realizado pela IFERA (2003), que coletou números sobre empresas familiares levantados por diversas fontes para confirmar o que especialistas no campo sempre defenderam: a hipótese de que as empresas familiares dominam a maioria das economias do mundo (IFERA, 2003, p. 1).

No levantamento conduzido pela IFERA, foram consultados mais de 60 pesquisadores e profissionais que lidam com empresas familiares em vários países. Os resultados, apesar de serem apenas estimativas, confirmaram a liderança exercida por essas empresas, tanto em termos de participação numérica quanto em termos de participação no produto nacional bruto e nas taxas de emprego de seus países (IFERA, 2003, p. 1).

O levantamento apontou que a participação de empresas familiares no continente europeu varia de 60% na França e Alemanha a 85% na Itália. No continente americano, esses números variam de 65% na Argentina, Chile e Uruguai a 95% nos Estados Unidos. O levantamento também confirmou que as empresas familiares são predominantes em alguns países da Ásia e Oceania, como a Índia, Indonésia e Austrália. Ainda que não haja dados estatísticos para o Brasil (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 2), a experiência de pesquisadores confirma que a participação de empresas familiares no país também é significativa.

A contribuição das empresas familiares para o produto nacional bruto e para as taxas de emprego de seus países em geral varia entre 10 e 30 pontos percentuais a menos que a participação numérica das empresas familiares em um determinado país (IFERA, 2003, p. 2). O referido levantamento apontou que a contribuição das empresas familiares para o produto nacional bruto varia de 40% nos Estados Unidos a 60% em Portugal, com os demais países incluídos entre esses dois extremos. No Brasil, as empresas familiares são responsáveis por 12% do produto interno bruto no agronegócio, 34% na indústria e 54% nos serviços (DESCANIO e LUNARDELLI, 2007, p. 167). Já a contribuição dessas empresas para a taxa de emprego são ainda maiores: em quase todos os países pesquisados no levantamento da IFERA (2003), com exceção de França e Holanda, as empresas familiares são mais empregointensivas do que as empresas não familiares. A participação no total de empregos gerados varia de 50% na Austrália a 80% na Itália (IFERA, 2003, p. 2).

Em linhas gerais o levantamento realizado pela IFERA (2003) demonstrou que as empresas familiares são importantes em todo o mundo, seja em número de empresas, em termos de produto nacional bruto ou de taxas de emprego. Astrachan (2010, p. 3) acredita que essa predominância é especialmente verdadeira em economias em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. No país, o levantamento indicou que aproximadamente 90% das empresas são familiares, um dos percentuais mais altos do mundo.

Na visão de Zahra e Sharma (2004, p. 331), esses números têm sensibilizado a academia e outros agentes a respeito do importante papel desempenhado pelas empresas familiares na criação de empregos, na incubação de novos negócios e na promoção do desenvolvimento econômico das comunidades locais. Por isso, os autores indicaram que vivemos um momento oportuno para se dedicar ao estudo das empresas familiares.

1.1. Justificativa

Se em algum momento uma linha de pesquisa necessitou de maior atenção em termos de teoria e pesquisa, essa linha é a das empresas familiares (ASTRACHAN, 2010, p. 1). Por conta de sua importância, são empresas que deveriam ocupar grande parte da teoria e da pesquisa em administração. Contudo, a participação delas na produção acadêmica ainda é tímida, embora o tema esteja se tornando discutido tanto na esfera acadêmica como no meio empresarial (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 5).

Os artigos sobre empresas familiares começaram a aparecer em periódicos de primeira linha apenas na primeira década do século XX (DEBICKI *et al*, 2009, p. 151), o que mostra que o interesse pelo assunto é relativamente recente. Diversos autores apontaram que nos últimos anos esse interesse tem crescido substancialmente (BIRD *et al*, 2002, p. 339; SHARMA, 2004, p. 1; ZAHRA e SHARMA, 2004, p. 331; DEBICKI *et al*, 2009, p. 151; ASTRACHAN, 2010, p. 1), impulsionado pela ideia de que essas empresas dominam a economia mundial (DEBICKI *et al*, 2009, p. 151).

Os mesmos autores que reconheceram o crescimento no interesse sobre empresas familiares indicaram evidências concretas para chegarem a essa conclusão. Bird *et al* (2002, p. 339) mencionaram o lançamento de periódicos acadêmicos focados em empresas familiares, o crescimento do número de conferências anuais e o surgimento de bibliografias voltadas a acumular conhecimentos sobre o tema. Sharma (2004, p. 1) citou o aumento do número de artigos publicados, a multiplicação do número de escolas de negócio que oferecem programas voltados para empresas familiares, a expansão do apoio às pesquisas sobre empresas familiares e a ampliação do número de membros das associações de empresas familiares. Zahra e Sharma (2004, p. 331) acrescentaram que as próprias instituições acadêmicas passaram a reconhecer a importância das empresas familiares e a adotar iniciativas para estimular pesquisas sobre elas, como por exemplo, a criação de centros de pesquisa e cátedras.

Como consequência, as pesquisas sobre empresas familiares passaram a aparecer com alto grau de regularidade em revistas especializadas e edições especiais nos últimos anos, e passaram também a atrair um grande número de pesquisadores de outras linhas de pesquisa. Mais recentemente, Astrachan (2010, p. 1) também apontou uma proliferação de cadeiras dedicadas a empresas familiares em universidades e de conferências acadêmicas internacionais sobre o assunto.

Mesmo com o crescente interesse sobre empresas familiares, uma característica da linha de pesquisa é marcante na visão de Zahra e Sharma (2004, p. 331): essa linha continua investigando um pequeno conjunto de tópicos. Nesse conjunto, incluem-se as pesquisas sobre sucessão (ZAHRA e CHARMA, 2004, p. 331), liderança e governança corporativa (DEBICKI *et al*, 2009, p. 157). No Brasil, essa linha de pesquisa “está concentrada no relato de fatos da realidade das organizações ou de aspectos da troca de comando” (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 1). Por outro lado, alguns tópicos continuam recebendo pouca atenção da academia, incluindo estratégia (DEBICKI *et al*, 2009, p. 157). Astrachan (2010, p. 2) argumentou que pouco se sabe sobre as estratégias de crescimento das empresas familiares. Segundo o autor, essas empresas são estereotipadas por seu planejamento conservador e crescimento orgânico, o que poderia limitar seu crescimento em comparação com empresas não familiares.

Respostas convincentes e com forte embasamento teórico devem ser fornecidas (SHARMA, 2004, p. 3) para algumas questões que ainda permanecem sem resposta na literatura: “Quais os efeitos da propriedade familiar sobre a estratégia de crescimento das empresas (por exemplo, crescimento orgânico, por aquisições ou diversificação)? (...) A concentração da propriedade nas mãos da família afeta a estratégia de crescimento?” (ASTRACHAN, 2010, p. 2). Esta dissertação é justificada pela necessidade de resposta a essas e outras questões para as quais a academia ainda não encontrou uma solução definitiva.

1.2. Objetivos

O objetivo geral desta dissertação é analisar os efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição, por meio da investigação do efeito da propriedade familiar sobre a propensão a realizar fusões e aquisições, do efeito da participação percentual da família no capital sobre essa propensão e da comparação do retorno anormal acumulado de empresas

familiares e não familiares. Esse objetivo geral é composto por três objetivos específicos, enunciados da seguinte forma:

Objetivo 1. Avaliar se as empresas familiares são mais propensas a realizar fusões e aquisições do que as empresas não familiares.

Objetivo 2. Avaliar se nas empresas familiares uma maior participação percentual da família empresária no capital aumenta a propensão a realizar fusões e aquisições.

Objetivo 3. Comparar o retorno anormal acumulado das ações de empresas familiares e não familiares após o anúncio de eventos de fusão e aquisição.

1.3. Delimitações

Esta dissertação está sujeita a delimitações temática, amostral e temporal. Em primeiro lugar, esta dissertação se insere na temática da estratégia de crescimento empresarial, que pode ser realizado tanto por meio de crescimento orgânico quanto por meio de aquisições. A primeira delimitação refere-se, portanto, ao tema abordado: pretende-se estudar apenas a estratégia de crescimento por meio de aquisições, sem abordar o crescimento orgânico.

Em segundo lugar, esta pesquisa utilizará uma amostra compreendida apenas por companhias de capital aberto brasileiras, o que poderá limitar a aplicabilidade de suas conclusões a empresas de capital fechado e/ou de outros países.

Por fim, esta pesquisa deverá estudar os eventos de fusão e aquisição ocorridos entre os anos de 2007 e 2011. Esse período foi marcado por grande instabilidade econômica, o que poderá restringir a aplicabilidade de suas conclusões em outros períodos.

1.4. Contribuições

Pretende-se dar uma contribuição inédita à literatura sobre empresas familiares: de acordo com as informações a que se teve acesso, esta é a primeira pesquisa a investigar os efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição no Brasil.

Do ponto de vista teórico, por se tratar de uma pesquisa comparativa entre empresas familiares e não familiares, ela deverá permitir que pesquisadores, consultores e profissionais

avaliem em que medida os conhecimentos disponíveis sobre empresas em geral aplicam-se também às empresas familiares em particular (SHARMA *et al*, 1997, p. 5).

Do ponto de vista prático, reconhece-se que o objetivo das pesquisas sobre empresas familiares é melhorar o funcionamento dessas empresas (SHARMA, 2004, p. 23). Assim, esta dissertação pretende contribuir para que os proprietários e administradores de empresas familiares tomem decisões mais conscientes diante dos eventos de fusão e aquisição que suas empresas poderão enfrentar, atendendo ao que Zahra e Sharma (2004, p. 337) acreditam ser as principais finalidades dessa linha de pesquisa: informar, conduzir e guiar a prática nas empresas familiares.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Definições

2.1.1. O dilema da definição de empresas familiares

A definição de empresa familiar tem sido objeto de debate acadêmico há décadas e, segundo Werner (2004, p. xix), essa não tem sido uma tarefa fácil para autores e estudiosos do tema em função da diversidade no universo empresarial. Na primeira edição do *Family Business Review*, periódico pioneiro na publicação de trabalhos sobre empresas familiares, seus editores Lansberg *et al* (1988, p. 1) levantaram uma questão que, 24 anos depois, permanece sem uma resposta clara: o que é uma empresa familiar? Essa questão continua a ser feita porque definições abundam na literatura e ambiguidades continuam a existir (CHUA *et al* 1999, p. 19).

Desde a primeira edição do *Family Business Review*, inúmeras tentativas foram feitas para articular definições teóricas e operacionais de empresas familiares (SHARMA, 2004, p. 3). De acordo com esse autor, vários estudiosos revisaram as definições existentes, tentaram consolidar ideias e construíram novas definições. O foco da maioria dessas iniciativas foi definir as empresas familiares de forma a distingui-las das empresas não familiares. Apesar dos esforços, Sharma (2004, p. 3) reconheceu que nenhuma dessas articulações ganhou ampla aceitação.

A importância de estabelecer definições claras de empresas familiares foi lembrada por Sharma (2004, p. 3), porque a existência dessas definições poderá ajudar a construir um corpo cumulativo de conhecimento sobre o tema. Contudo, o próprio autor reconheceu que estabelecer definições claras é uma tarefa difícil na maioria das ciências sociais. Tsang (2002, p. 27) acrescentou que, tratando-se de empresas familiares, a tarefa parece ser ainda mais difícil, já que essas empresas dificilmente podem ser enquadradas em um cenário dicotômico. Em vez disso, elas devem ser enquadradas em um cenário contínuo que varia em termos do grau de envolvimento da família (SHARMA, 2004, p. 3).

A dificuldade de se criar uma definição consensual de empresas familiares tem limitado o avanço dessa linha de pesquisa. Winter *et al* (1998, p. 239) afirmaram que as empresas

familiares não só foram pouco estudadas como também foram definidas de uma variedade de formas, tornando as pesquisas sobre elas repletas de problemas metodológicos. Os dois principais problemas mencionados na literatura envolvem a falta de estatísticas sobre empresas familiares e a limitação na comparabilidade dos estudos.

Em primeiro lugar, a inexistência de uma definição consensual tem provocado uma falta de estatísticas nacionais sobre empresas familiares em diversos países, de acordo com Chua *et al* (1999, p. 28). Os autores explicaram que, em consequência da inexistência de uma definição consensual, pesquisas empíricas sobre o assunto tiveram que se apoiar em amostragem por conveniência, utilizando listas de membros de associações profissionais ou listas de clientes de consultores de empresas familiares. Em seu amplo levantamento, a IFERA (2003, p. 1) também reconheceu que a falta de estatísticas sobre empresas familiares pode ter sido influenciada por várias razões, entre elas a inexistência de uma definição universal.

Em segundo lugar, Chua *et al* (1999, p. 24) apontaram um problema ainda mais grave: os resultados de diferentes estudos nessa linha de pesquisa serão pouco comparáveis, se esses estudos utilizarem definições diferentes de empresas familiares. Os autores ilustraram esse problema citando o exemplo de dois estudos, um dos quais apoiado no conceito de propriedade como critério de classificação e o outro apoiado no conceito de gestão. Por consequência dessa diferença de critério, os autores afirmaram que suas amostras não seriam homogêneas e seria virtualmente impossível comparar o impacto de suas conclusões.

Apesar desses problemas, a ausência de uma definição consensual apresenta suas vantagens. Uhlaner *et al* (2010, p. 9) reconheceram que a variabilidade nas definições de empresas familiares reflete a heterogeneidade e a complexidade dessas empresas. Os autores defenderam a continuidade na utilização de um conjunto amplo de definições, já que no futuro os pesquisadores poderão querer variar a maneira como as empresas familiares são operacionalizadas ao testar suas hipóteses, para mostrar a estabilidade dos resultados e demonstrar que eles são aplicáveis independentemente da definição escolhida. Isso explica, na visão de Sharma (2004, p. 9), por que em vez de uma única definição, diversas definições estão sendo usadas.

2.1.2. Equívocos relacionados à definição de empresas familiares

A heterogeneidade e complexidade identificadas por Uhlaner *et al* (2010, p. 9) têm provocado alguns equívocos frequentemente cometidos por estudiosos e leigos no assunto. Dois dos principais equívocos são cometidos quando se confunde empresas familiares com companhias de capital fechado, e quando incorretamente se acredita que empresas familiares são sinônimos de pequenas empresas.

O primeiro equívoco foi discutido por Sharma *et al* (1997, p. 2), que esclareceram que empresas podem ser consideradas familiares independentemente de serem companhias de capital fechado ou aberto. Na visão dos autores, um grande número de acionistas não desqualifica automaticamente uma empresa como sendo familiar. Consequentemente, os autores propuseram que as empresas familiares sejam discutidas tendo-se em mente que seu oposto são as empresas não familiares, e não as companhias abertas.

O segundo equívoco envolve a sobreposição entre o conceito de empresas familiares e o de pequenas empresas, identificado por Winter *et al* (1998, p. 239). Os autores alertaram que esses dois conceitos não são sinônimos: algumas empresas familiares são grandes corporações, apesar de a vasta maioria ser constituída de pequenas empresas. Werner (2004, p. xix) concorda que a empresa familiar não deve ser caracterizada por seu tamanho. O autor acrescenta que existem empresas familiares de grande porte e outras extremamente pequenas.

2.1.3. Tipologias para classificação de empresas familiares

Embora os membros da família tenham influência significativa em todos os tipos de empresas familiares, essa influência não é uniforme (SHARMA, 2004, p. 2). Aliás, as empresas podem ser muito diferentes com relação ao grau de envolvimento da família. Sharma (2004, p. 2) lembrou que, apesar dessas diferenças, a grande maioria das pesquisas sobre empresas familiares tem tratado a complexidade dessas empresas de forma superficial, tornando possível questionar se os achados baseados em um grupo de empresas familiares poderiam ser aplicados a outro grupo com atributos diferentes.

Para evitar esse questionamento, no início dos anos 2000, pesquisadores colaboraram com essa linha de pesquisa desenvolvendo tipologias para classificação dessas empresas. Isso porque, de acordo com Sharma (2002, p. 1), a classificação sistemática é de interesse crítico para a criação e aplicação do conhecimento. Nesse contexto, dois trabalhos pioneiros merecem ser destacados por seu impacto: a tipologia desenvolvida por Astrachan *et al* (2002),

também conhecida como Escala F-PEC (ou *F-PEC Scale*), e a tipologia proposta por Sharma (2002).

2.1.3.1. Tipologia de Astrachan *et al*

Astrachan *et al* (2002, p. 45) desenvolveram um método para avaliar a extensão da influência da família em uma empresa. O método utiliza um instrumento denominado Escala F-PEC, que possibilita avaliar a influência da família em uma escala contínua, em vez de restringir essa influência a uma escala categórica. Segundo os autores, esse método deu uma importante contribuição ao permitir aos pesquisadores utilizarem a pontuação individual de suas subescalas ou a pontuação consolidada para construir variáveis independentes, dependentes, mediadoras e moderadoras (ASTRACHAN *et al*, 2002, p. 47).

Há três importantes dimensões da influência da família sobre uma empresa que deveriam ser consideradas, na visão de Astrachan *et al* (20002, p. 47): poder, experiência e cultura. Essas três dimensões foram traduzidas em três subescalas que compõem a Escala F-PEC, a partir das quais os autores criaram um índice para refletir a influência da família.

Considerando-se a primeira dimensão, poder, a família pode influenciar a empresa por meio da extensão de sua propriedade e envolvimento em sua estrutura de governança e administração (ASTRACHAN *et al*, 2002, p. 48). Os autores argumentaram que a influência na propriedade pode ser medida por meio da participação acionária da família, enquanto a influência nas estruturas de governança e gestão pode ser medida como a proporção de representantes da família nas respectivas instâncias de decisão (no contexto brasileiro, o Conselho de Administração e a Diretoria).

A segunda dimensão, experiência, está relacionada ao processo de sucessão na empresa familiar e à quantidade de membros da família envolvidos com a empresa. Astrachan *et al* (2002, p. 49) lembraram que não há unanimidade na literatura com relação a essa dimensão: um grupo de pesquisadores afirma que uma empresa só pode ser vista como familiar quando há intenção de transferi-la para a próxima geração; um segundo grupo considera que pelo menos uma transferência entre gerações deve ter ocorrido; para um terceiro grupo, uma empresa administrada pelo fundador pode ser considerada um caso específico de empresa familiar.

A terceira dimensão, cultura, está baseada em duas ideias principais. Uma corrente de pesquisadores afirmou que uma empresa pode ser considerada familiar quando a família e a empresa compartilham valores e premissas. Outra corrente definiu uma empresa familiar em termos de como seu Diretor Presidente, seus administradores ou seus proprietários enxergam a empresa. Assim, nessa dimensão a Escala F-PEC procura aferir a extensão em que os valores da família e da empresa se sobrepõem, assim como o comprometimento da família com a empresa.

Conforme explicação anterior, a Escala F-PEC compreende três subescalas, baseadas nas dimensões da influência familiar discutidas anteriormente: poder, experiência e cultura. Para sintetizar, a ilustração abaixo corresponde à Escala F-PEC proposta por Astrachan *et al* (2002, p. 52).

Figura 1. Escala F-PEC

Fonte: adaptado de Astrachan *et al* (2002, p. 52)

2.1.3.2. Tipologia de Sharma

No mesmo ano em que Astrachan *et al* propuseram a Escala F-PEC, Sharma (2002) paralelamente trabalhou no desenvolvimento de uma tipologia alternativa para classificação de empresas familiares. Utilizando um modelo bem estabelecido de três círculos representando propriedade, administração e envolvimento da família, Sharma (2002) desenvolveu uma técnica de mapeamento que resultou em uma tipologia com 72 categorias distintas e não sobrepostas de empresas familiares.

Para desenvolver sua tipologia, Sharma (2002, p. 5) se baseou em dois pilares: o conceito de *stakeholder* e o modelo de três círculos para empresas familiares. Freeman (1984, p. 47) definiu *stakeholder* como qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pelos objetivos da empresa, e distinguiu entre dois tipos de *stakeholders*: os primários (aqueles que afetam os objetivos da empresa) e os secundários (aqueles afetados pelos objetivos da empresa). Sharma (2001, p. 257) estendeu esse conceito para o contexto das empresas familiares, criando as figuras do *stakeholder* familiar interno (aquele envolvido com a empresa como proprietário e/ou funcionário e/ou membro da família) e do *stakeholder* familiar externo (aquele não relacionado com a empresa, mas que pode influenciar a sobrevivência de longo prazo e a sua prosperidade).

Além desse conceito, Sharma se baseou também em um modelo de três círculos desenvolvido por outros pesquisadores (LANSBERG, 1988; DAVIS e TAGIURI, 1989), no qual os círculos representam propriedade, administração e envolvimento da família na empresa. Utilizando esses três círculos, Sharma (2002, p. 7) desenvolveu sete categorias distintas de *stakeholder* familiar interno baseado na quantidade de papéis desempenhados por ele: um único papel, dois ou três papéis simultaneamente. O autor lembrou ainda que cada *stakeholder* pode ser colocado em apenas uma das sete áreas do modelo, mas uma determinada área pode ser ocupada por mais de um indivíduo. A Figura 2 representa esse modelo, desenvolvido por Lansberg (1988) e Davis e Tagiuri (1989) e utilizado por Sharma (2002, p. 6).

Figura 2. Os sete papéis possíveis do stakeholder familiar interno

- Legenda:
- 1. Membros da família (não envolvidos na empresa)
 - 2. Empregados não-familiares
 - 3. Proprietários não-familiares (não envolvidos na operação)
 - 4. Membro da família proprietário e empregado
 - 5. Membro da família proprietário (não envolvido na operação)
 - 6. Empregado proprietário (não membro da família)
 - 7. Membro da família empregado (não proprietário)

Membros da família: indivíduos nas áreas 1 + 4 + 5 + 7

Empregados: indivíduos nas áreas 2 + 4 + 6 + 7

Proprietários: indivíduos nas áreas 3 + 4 + 5 + 6

Fonte: adaptado de Sharma (2002, p. 6)

A técnica de mapeamento proposta pelo autor envolve uma representação visual de todos os *stakeholders* internos de uma família, em um dado momento (SHARMA, 2002, p. 7). Cada uma das quatro áreas onde há sobreposição entre os círculos (áreas de número 4, 5, 6 e 7) pode ter nenhum, um ou mais ocupantes. Assim, baseado no número possível de combinações, as empresas podem ser classificadas em 81 (o equivalente a 3^4) categorias não sobrepostas. Mas o próprio autor (p. 9) reconheceu que nem todas essas categorias qualificam as empresas familiares: como é difícil imaginar famílias sem propriedade influenciando uma empresa de forma significativa, quando não há membros ocupando as áreas 4 e 5 uma empresa tem pouca probabilidade de ser familiar. Portanto, 9 possibilidades são excluídas, restando 72 categorias de empresas familiares.

A tipologia desenvolvida por Sharma apresenta a flexibilidade como principal vantagem: é possível ampliá-la por meio da criação de legendas, de forma a capturar ainda mais a complexidade das empresas familiares. O próprio autor (p. 7) sugeriu possibilidades como, por exemplo, a utilização de legendas para identificar o gênero do *stakeholder* familiar interno, seu nível de senioridade, o fato de ele ser membro da família imediata ou estendida, ou o fato de ele ser acionista majoritário ou minoritário da empresa. Por outro lado, o próprio

autor (p. 18) reconheceu que esse modelo é condizente com a coleta e análise de dados em grande escala, o que pode limitar sua aplicabilidade em pesquisas com amostras limitadas.

2.1.4. Critérios para definição de empresas familiares

O problema da ausência de uma definição consensual é amenizado pelo fato de que, independente da definição utilizada, os estudiosos de empresas familiares se apoiam em um conjunto relativamente homogêneo de critérios para classificá-las como familiares ou não, ainda que a nomenclatura utilizada possua certas particularidades. Litz (1995) ajudou a resolver esse problema ao desenvolver dois conjuntos de critérios utilizados para classificação de empresas familiares. O primeiro conjunto de critérios é baseado na estrutura, e considera o envolvimento da família na propriedade e na administração da empresa. O segundo conjunto de critérios é baseado na visão da família, e leva em conta a intenção de a família manter ou aumentar seu envolvimento na empresa. Nesta dissertação, optou-se por utilizar o primeiro conjunto de critérios, já que de acordo com Tsang (2002, p. 23), em estudos empíricos pode ser difícil e sensível verificar a visão da administração com relação ao grau de envolvimento da família.

Chrisman *et al* (2003, p. 8) sintetizaram que os pesquisadores têm definido empresas familiares com base nos componentes do envolvimento da família com a empresa: propriedade, administração e sucessão entre gerações. Contudo, Westhead e Cowling (1998) reconheceram que as próprias empresas podem se considerar familiares ou não ainda que tenham o mesmo grau de envolvimento, razão pela qual propuseram como critério adicional o fato de uma empresa considerar a si mesma como empresa familiar ou não. Chrisman *et al* (2003, p. 8) argumentaram que, embora essa abordagem possa ser conveniente do ponto de vista operacional, ela é insatisfatória porque levanta a questão de que tipos de empresas se classificam como familiares e que tipos não, além de potencialmente errar ao excluir da população de empresas familiares algumas empresas com comportamentos característicos de empresas familiares.

2.1.5. Definições utilizadas nesta pesquisa

Mesmo que a literatura sobre empresas familiares não tenha chegado a uma definição consensual, para os fins desta dissertação faz-se necessário apoiar-se em definições teórica e operacional dessas empresas. Chua *et al* (1999, p. 23), ao discutir o papel dessas definições nas pesquisas sobre o assunto, propuseram o seguinte:

"Uma definição teórica deve distinguir uma entidade, objeto ou fenômeno a partir de outro com uma base conceitual de como a entidade, objeto ou fenômeno é diferente e porque as diferenças importam. Uma definição operacional, por outro lado, apenas identifica as características observáveis e mensuráveis que diferenciam a entidade, objeto ou fenômeno a partir de outros."

2.1.5.1. Definição teórica

O tratamento teórico mais comum para definir empresas familiares é aquele que reconhece como familiares as empresas cujas quotas ou ações estejam sob o controle de uma família, podendo ser administradas por seus membros, ainda que com o auxílio de gestores profissionais (MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 11). Nesta pesquisa, com o objetivo de distinguir as empresas familiares das não familiares, optou-se por utilizar a definição teórica ligeiramente mais restritiva proposta por Hollander e Elman (1988), segundo a qual empresas familiares são definidas como aquelas detidas e administradas por um ou mais membros de uma família.

Assim como Winter *et al* (1998, p. 242), reconhece-se que a definição teórica escolhida é pouco restritiva em comparação com outras definições disponíveis na literatura: ela se baseia nos critérios de propriedade e gestão mencionados anteriormente, enquanto outros critérios como o envolvimento da família e a visão são deixados de lado. Por outro lado, esta definição exige que as empresas familiares sejam, simultaneamente, detidas e administradas por uma família, para evitar que empresas não familiares sejam erroneamente enquadradas como familiares.

Ao avaliar a combinação entre propriedade e administração na construção de definições, Chua *et al* (1999, p. 22) lembraram que, se a definição inclui apenas as empresas com propriedade e administração familiar, ela provavelmente exclui empresas familiares. Por outro lado, se uma definição inclui todas as empresas com propriedade familiar ou administração familiar, ela provavelmente inclui indevidamente empresas não familiares. Como são raros os casos em que a propriedade e a gestão não são simultaneamente detidas pelas famílias nas empresas familiares brasileiras, acredita-se que a primeira opção seja mais vantajosa já que é baixa a probabilidade de uma empresa familiar ser indevidamente excluída da definição.

A escolha de definição apresentada anteriormente é justificada por duas razões. Em primeiro lugar, conforme Chua *et al* (1999, p. 22) reconheceram, parece haver uma concordância geral de que uma empresa detida e administrada por uma família é uma empresa familiar. Por outro lado, qualquer afastamento dessa combinação de propriedade e administração faz com que os pesquisadores defendam posições diferentes a respeito da definição de empresas familiares. Em segundo lugar, mesmo que a inclusão de outros critérios, como por exemplo o envolvimento, a visão e a intenção da família, possa contribuir para um refinamento dessa definição, as dificuldades em operacionalizar esses critérios impossibilita sua utilização em um grande número de pesquisas. Se, por um lado, as estruturas de propriedade e de administração de uma companhia aberta podem ser facilmente observáveis por meio de informações públicas divulgadas por essas companhias, outros critérios exigiriam a utilização de técnicas de levantamento primário de dados que estão além do escopo desta pesquisa.

Ainda que a definição proposta por Hollander e Elman (1988) considere o conceito da família no singular, é importante ressaltar que também são consideradas incluídas na definição teórica desta pesquisa as empresas conhecidas como multifamiliares, nas quais “os sócios-fundadores, sem vínculos familiares, iniciam uma empresa e a gerenciam com base em uma distribuição de tarefas ou mesmo de habilidades complementares” (MOREIRA JÚNIOR, 2011, p. 12). A definição de empresa familiar pode e deve ser flexível para que inclua mais de uma família, que também constitui o capital social (WERNER, 2004, p. 3).

2.1.5.2. Definição operacional

Mesmo que exista a concordância geral de que uma empresa detida e administrada por uma família é uma empresa familiar, isso não simplifica a tarefa de enunciar uma definição operacional. Essa definição é necessária porque, na visão de Astrachan *et al* (2002, p. 46), para ser funcional uma definição deve ser não ambígua e transparente de tal forma que permita quantificar um fenômeno. Os autores acrescentaram que uma definição deveria medir aquilo que ela se propõe a medir, e colaborar para a obtenção de resultados de pesquisa confiáveis (e replicáveis).

Conforme Chua *et al* (1999, p. 23) ressaltaram, não existem delimitações claras do grau de propriedade e administração necessário para classificar uma empresa como familiar. Astrachan *et al* (2002, p. 45) lembraram que, problematicamente, um grupo de pesquisadores

evitou usar uma definição clara, classificando as empresas familiares em uma base “caso a caso”.

Do ponto de vista da propriedade, três cenários identificados por Chua *et al* (1999, p. 23) poderiam caracterizar uma definição operacional de empresas familiares. O primeiro cenário, mais restritivo, ocorreria se apenas a propriedade da totalidade das ações pela família fosse suficiente para enquadrar uma empresa como familiar. O segundo cenário, moderado, ocorreria apenas se a maioria das ações fosse suficiente. O terceiro cenário, mais flexível, ocorreria se apenas a propriedade do controle acionário pela família bastasse para caracterizar uma empresa como familiar.

Independentemente do cenário, embora a propriedade familiar seja uma condição necessária para enquadrar uma empresa como familiar, ela não é uma condição suficiente. Isto porque, de acordo com Klein (2000, p. 158), a influência da família pode ser exercida de forma substancial se a família detém a totalidade da propriedade ou, se não, essa falta de influência sobre a propriedade pode ser balanceada através da influência sobre a estrutura de governança corporativa ou sobre a administração.

Do ponto de vista da administração, a definição proposta por Handler (1992) implica que um membro da família ocupe uma posição no Conselho de Administração ou na Diretoria, influenciando as principais decisões estratégicas da empresa, além de outras condições. Isso porque, na empresa familiar, o controle da gestão está intimamente relacionado com o controle acionário (WERNER, 2004, p. 4). Seguindo a mesma linha de pensamento, La Porta *et al* (1999, p. 478) reconheceram a existência de administração familiar por meio da existência de um membro da família ocupando a posição de Diretor Presidente, Presidente Honorário, Presidente ou Vice-Presidente do Conselho de Administração.

Nesta dissertação, serão consideradas empresas familiares as empresas em que pelo menos um membro de uma família detenha o controle acionário e, simultaneamente, pelo menos um membro dessa mesma família ocupe uma posição nos órgãos estratégicos da administração, ou seja, no Conselho de Administração ou na Diretoria. Partiu-se do conceito de família utilizado por Passos *et al* (2006, p. 25), que definiram esse termo como um “grupo social unido por vínculos biológicos, legais e/ou afinidade”.

Considerando a possibilidade de que o controle acionário seja detido pela família em conjunto com outros acionistas, ainda que o controle seja compartilhado essas empresas serão também

consideradas familiares. Em linha com o argumento de Chua *et al* (1999, p. 25), dado que é suficiente que a família controle a coalizão dominante em uma empresa, a família não precisa necessariamente deter o controle acionário nessas situações.

Astrachan *et al* (2002, p. 48) alertaram ainda que a influência da família sobre a empresa pode se dar de forma indireta, porque a otimização das estruturas societárias dessas empresas, por questões legais ou tributárias, pode encorajar a existência de formas indiretas de propriedade. Por essa razão, os autores argumentaram que pode ser difícil compreender o verdadeiro nível de influência da família sobre a propriedade. Para contornar essa dificuldade, a participação da família na propriedade será avaliada tanto em termos de participação direta no capital da empresa quanto em termos de participação indireta.

2.2. A evolução da linha de pesquisa sobre empresas familiares

Esta seção apresenta uma revisão da literatura sobre empresas familiares que tem a finalidade de dar uma visão geral sobre a evolução dessa linha de pesquisa ao longo dos últimos anos. Assim como Dyer e Sánchez (1998, p. 287), acredita-se que o futuro de um campo do conhecimento depende de uma compreensão mais profunda do seu passado, de forma que para esse campo avançar seja necessário construir sobre alicerces de trabalhos realizados anteriormente.

Ao contrário de outros campos de conhecimento, como a antropologia e a sociologia, Dyer e Sánchez (1998, p. 287) lembraram que o campo das empresas familiares não têm décadas de trabalhos para serem revisados. Contudo, como a realização de um estudo bibliométrico está fora do escopo desta dissertação, com a finalidade de propiciar uma visão ampla e organizada além de uma perspectiva histórica da literatura sobre empresas familiares, esta seção se apoiará em estudos bibliométricos realizados por pesquisadores com amplo conhecimento sobre essas empresas. Assim como Sharma (2004, p. 2), reconhece-se que o tamanho e o escopo da literatura impossibilitam uma descrição detalhada dos estudos que serão descritos nesta seção e dificultam uma listagem exaustiva de cada artigo publicado.

Obras importantes estão fora do escopo desta seção, como os trabalhos publicados por Handler (1989), Wortman (1994) e Sharma *et al* (1997). O autor optou por não utilizar as duas primeiras obras porque foram publicadas no final da década de 1980 e na primeira metade da década de 1990, respectivamente, momento em que a linha de pesquisa ainda

estava iniciando seu desenvolvimento. A terceira obra não foi incluída nesta revisão porque o estudo bibliométrico publicado por Sharma (2004) baseou-se nela, ampliando seu escopo e ao mesmo tempo trazendo informações mais recentes.

2.2.1. Dyer e Sánchez (1998)

O periódico *Family Business Review*, primeiro destinado exclusivamente à publicação de pesquisas sobre empresas familiares, foi lançado em 1998. Em seu artigo publicado 10 anos depois, Dyer e Sánchez (1998, p. 287) reconheceram que o periódico havia dado contribuições significativas para o desenvolvimento dessa linha de pesquisa, razão pela qual se propuseram a examinar sua evolução.

Os autores analisaram 186 artigos, comentários e ensaios publicados nos 10 anos anteriores ao estudo, com quatro objetivos. Em primeiro lugar, analisar os tipos de artigos que haviam sido publicados. Segundo, analisar os tópicos abordados. Terceiro, analisar a autoria desses artigos. Por fim, analisar a colaboração entre os autores nessa linha de pesquisa.

Os autores iniciaram seu estudo analisando os tipos de artigos publicados, por meio da classificação deles em 9 categorias: pesquisa quantitativa, pesquisa qualitativa, estudo de caso, ensaio, comentário, artigo focado em teoria, artigo focado em prática, artigo focado em método e, por fim, uma combinação entre teoria e prática ou teoria e método. A Tabela 1 lista os diferentes tipos de artigos por volume de publicação.

Tabela 1. Sumário dos tipos de artigos da FBR por volume

Tipo de artigo	Número do volume										Total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	n	%
Pesquisa quantitativa	2	3	2	4	6	7	9	4	1	4	55	30
Somente teoria	1	0	3	7	2	4	6	3	5	1	32	17
Somente prática	8	5	3	0	1	2	1	6	0	0	26	14
Teoria e prática/método	4	3	2	3	3	0	3	2	0	2	22	12
Somente método	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2	1
Ensaio	4	0	4	1	2	0	0	1	4	2	18	10
Estudo de caso	1	0	1	0	1	3	0	1	1	3	11	6
Pesquisa qualitativa	0	1	0	1	1	0	0	4	1	2	10	5
Comentário	1	2	2	0	3	2	0	0	0	0	10	5
Total de artigos	21	15	18	16	19	18	19	21	25	14	186	

Fonte: adaptado de Dyer e Sánchez (1998, p. 289)

Dos 186 artigos publicados, a principal categoria foi a pesquisa quantitativa (30%), seguida por artigo focado em teoria (17%) e artigo focado em prática (14%). Dyer e Sánchez (1998, p. 288) não se surpreenderam com esse resultado, uma vez que os métodos quantitativos tendem a direcionar as pesquisas em ciências sociais, e concluíram (p. 289) que, aparentemente, o interesse nessa linha de pesquisa era mais focado em pesquisa quantitativa e menos em artigos voltados a descrever a arte de auxiliar as empresas familiares.

Baseados nesses dados, Dyer e Sánchez (1998, p. 290) chegaram a quatro conclusões sobre o estado dessa linha de pesquisa naquele momento. Em primeiro lugar, os autores notaram uma tendência crescente na realização de pesquisas sobre empresas familiares, principalmente pesquisas quantitativas. Em segundo lugar, embora a literatura tenha se apoiado intensamente em métodos quantitativos, nos anos anteriores à publicação do estudo notou-se uma tendência de uso de estudos de caso e métodos qualitativos, em comparação com os primeiros anos de análise. Em terceiro lugar, embora diversos artigos tenham utilizado metodologia original, apenas dois introduziram métodos inovadores e sofisticados. Por fim, os autores notaram uma queda no interesse por artigos práticos.

Para analisar os tópicos abordados, os autores categorizaram os artigos em uma estrutura de categorização não exaustiva, argumentando (p. 291) que os artigos frequentemente compreendiam mais de um tópico. A Tabela 2 ilustra a contagem de frequência de cada um dos tópicos.

Tabela 2. Sumário dos artigos por tópico e tipo

Os títulos das colunas apresentados nesta Tabela equivalem aos títulos das linhas na Tabela 1. Na sequência das colunas desta Tabela, os títulos representam, respectivamente, os seguintes tipos de artigo: pesquisa quantitativa, pesquisa qualitativa, estudo de caso, ensaio, comentário, somente teoria, somente prática, somente método, e teoria e prática/método.										
Tópico	Tipo de artigo									Total
	Pqn	Pql	Ec	E	C	St	Sp	Sm	Tpm	
Dinâmica familiar interpessoal	12	1	6	3	0	9	2	0	7	40
Sucessão	10	4	0	1	0	4	10	0	5	34
Dinâmica de negócios interpessoal	12	0	5	3	0	8	2	0	2	32

Performance & crescimento do negócio	12	0	2	3	0	6	2	0	0	25
Consultoria para empresas familiares	0	0	0	0	3	1	7	0	5	16
Questões de gênero e etnia	5	4	1	0	1	3	1	0	1	16
Questões legais e fiscais	3	1	0	3	1	1	3	0	1	13
Questões de propriedade (planejamento, impostos)	2	0	0	3	1	3	1	0	1	11
Mudança & desenvolvimento organizacional	3	1	1	1	0	0	0	0	4	10
Governança (conselhos, conselheiros)	3	0	0	3	2	0	1	0	1	10
Vida familiar & no trabalho	5	0	0	0	0	2	0	0	1	8
Meio ambiente (sistemas macro)	3	1	0	2	0	1	1	0	0	8
Empreendedorismo (o empreendedor)	1	0	2	1	0	2	1	0	0	7
Gestão da empresa	4	0	0	0	0	2	0	0	1	7
Empresas familiares no contexto internacional	2	0	0	0	0	3	1	0	1	7
Gestão de fortunas	2	0	0	1	0	1	0	0	0	4
Abordagens para estudar empresas familiares	0	0	0	0	0	0	0	2	2	4
Filantropia	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2
Outros	9	0	1	2	2	3	2	0	0	19

Fonte: adaptado de Dyer e Sánchez (1998, p. 290)

Dos 186 artigos, 40 estudaram a dinâmica familiar interpessoal, 34 abordaram sucessão e 32 se voltaram para a dinâmica de negócios interpessoal. O tema desta dissertação estaria incluído na quarta categoria de maior importância identificada por Dyer e Sánchez (1998): a temática performance e crescimento do negócio foi estudada em 25 artigos.

A autoria dos artigos foi analisada por meio da divisão dos pesquisadores de acordo com seu status profissional, sendo que Dyer e Sánchez (1998, p. 292) propuseram 3 categorias: acadêmicos (profissionais associados a uma universidade ou a um instituto de pesquisa),

praticantes (profissionais que atuavam como consultores de empresas familiares ou que praticavam alguma disciplina específica) e executivos (pessoas ocupando posições estratégicas em empresas, incluindo empresas familiares, muitas das quais eram fundadores e/ou líderes de suas companhias). A Tabela 3 ilustra a autoria dos estudos de acordo com o status profissional, e detalha o campo de atuação de acadêmicos e profissionais.

Tabela 3. Autoria por profissão e campo

Profissões	Percentual	Acadêmicos por campo	Percentual
Acadêmicos	64,5	Administração	72,5
Combinação	12,4	Psicologia	5,8
Executivos	8,6	Ciência familiar	4,2
Praticantes	14,5	Combo	7,5
		Outros	10,0
		Praticantes por campo	Percentual
		Administração	29,6
		Psicologia	18,5
		Direito	18,5
		Ciência familiar	11,1
		Contabilidade	11,1
		Combo	11,1

Fonte: adaptado de Dyer e Sánchez (1998, p. 292)

Os autores (1998, p. 292) observaram que os acadêmicos publicaram 64,5% dos artigos, seguidos por praticantes (14,5%) e executivos (8,6%). Os demais 12,4% estavam relacionados a profissionais que atuavam em mais de uma categoria. Do total de acadêmicos, a maior parte (72,5%) continha estudiosos da administração. Do total de praticantes, os estudiosos da administração representaram 29,6%, seguidos de perto por estudiosos do direito e da psicologia (18,5% cada). Dyer e Sánchez (1998, p. 293) destacaram que essa distribuição claramente demonstra o papel dominante dos acadêmicos, particularmente aqueles ligados a escolas de negócios, no desenvolvimento da linha de pesquisa sobre empresas familiares. Contudo, os autores fizeram uma importante ressalva a respeito da participação relativamente baixa de praticantes e executivos: poucas publicações acadêmicas atraem o interesse desses profissionais.

Para analisar a colaboração entre os autores, Dyer e Sánchez (1998, p. 293) realizaram uma contagem da frequência dos artigos publicados por um único autor e por vários autores, e

avaliaram este último grupo com base em três tipos de autoria: autores de uma mesma disciplina e profissão, autores de profissões distintas (interprofissionais), e autores de disciplinas distintas (interdisciplinares). A Tabela 4 ilustra os resultados obtidos pelos autores: metade das pesquisas foram realizadas por um único autor e metade por vários autores.

Tabela 4. Distribuição da autoria

Autoria	Percentual
Único autor	50,0%
Vários autores	50,0%
Autores de mesma disciplina e profissão	62,4%
Interprofissionais	20,4%
Interdisciplinares	17,2%

Fonte: adaptado de Dyer e Sánchez (1998, p. 293)

Dos 93 artigos com mais de um autor, a maioria (62,4%) foram escritos por autores da mesma disciplina e profissão, enquanto 20,4% foram escritos por autores de diferentes profissões e 17,2% por autores de diferentes disciplinas. Ao apontarem suas considerações sobre a análise de colaboração com base em uma evolução temporal dos números mencionados anteriormente, Dyer e Sánchez (1998, p. 294) afirmaram que o aspecto positivo é que estava ocorrendo um aumento na colaboração entre os autores nessa linha de pesquisa. A maior parte dessa colaboração, porém, ainda se dava entre autores com o mesmo perfil, o que poderia limitar o avanço dessa linha de pesquisa.

O estudo de Dyer e Sánchez (1998) foi relevante para a literatura sobre empresas familiares porque foi o primeiro a traçar o perfil dos autores de pesquisas nessa linha, além de ter dado contribuições secundárias que possibilitaram maior compreensão das metodologias e temáticas utilizadas. Os autores (1998, p. 294) se arriscaram a afirmar que um paradigma estava emergindo naquele momento, já que havia uma articulação em torno de algumas temáticas e um movimento no sentido da utilização de algumas metodologias. Em suas considerações finais, destacaram o papel dos acadêmicos de administração em definir as questões centrais a serem estudadas, e a importância dos métodos quantitativos para ajudar a responder essas questões.

2.2.2. Bird *et al* (2002)

No início dos anos 2000, Bird *et al* (2002) também voltaram-se para a literatura sobre empresas familiares e publicaram um importante estudo bibliométrico que procurou responder a seguinte questão: como a pesquisa sobre empresas familiares publicadas nos anos anteriores à realização do estudo diferiam das primeiras pesquisas que serviram como as fundações da linha? Para responder essa questão, os autores revisaram um amplo conjunto de artigos determinando os principais tópicos de pesquisa e metodologias utilizadas.

A contribuição dada pelos autores não se limitou à avaliação dos tópicos e metodologias em dois momentos diferentes. Talvez mais importante do que isso, Bird *et al* (2002, p. 338) construíram uma avaliação crítica da história das três primeiras décadas dessa linha de pesquisa, com destaque para os fatores que contribuíram para que ela transformasse em uma disciplina bem estabelecida no campo da administração.

Bird *et al* (2002, p. 340) focaram em 4 periódicos (*Family Business Review*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, *Journal of Business Venturing* e *Journal of Small Business Management*) justificando que estes eram, no momento da publicação do estudo, os mais relevantes para a literatura sobre pequenas empresas, empresas familiares e empreendedorismo. Foram revisadas 148 publicações, segregadas em dois grupos. O primeiro grupo, denominado artigos da era inicial, continha os 21 artigos mais citados no periódico *Family Business Review*. O segundo grupo, denominado artigos da era recente, continha os demais 127 artigos que haviam sido publicados nos 5 anos anteriores (de 1997 a 2001).

A Tabela 5 ilustra as publicações e a distribuição dos artigos revisados de acordo com o periódico. Nota-se a predominância de artigos publicados na *Family Business Review*, responsável por 73% das publicações. Ainda que isso reflita a importância desse periódico para a linha de pesquisa, o número deve ser interpretado com cautela: é provável que a forma de seleção dos artigos da era inicial, mencionada anteriormente, tenha viesado positivamente a participação desse periódico no total.

Tabela 5. Fontes de pesquisa sobre empresas familiares

Periódico	Número	Percentual
Family Business Review (mais citados)	21	14
Family Business Review	108	73
Entrepreneurship Theory and Practice	7	5
Journal of Business Venturing	2	1

Journal of Small Business Management	10	7
Total dos artigos revisados	148	100

Fonte: adaptado de Bird *et al* (2002, p. 340)

Os tópicos abordados pelos artigos e sua respectiva participação no total foram ilustrados na Tabela 6. Destacaram-se os artigos sobre administração/estratégia, que representaram 28% do total, seguidos pelos artigos sobre sucessão, com 19%. Além disso, é curioso observar a importância relativamente baixa de questões relacionadas à empresa em comparação com questões pessoais e de sucessão na análise das variáveis: firma/organização representaram apenas 25% das variáveis independentes e 30% das variáveis dependentes utilizadas.

Tabela 6. Descrição dos estudos revisados

	Número	Percentual
Principais tópicos cobertos		
Sucessão	28	19
Distinção	15	10
Conflito	15	10
Gestão/estratégia	42	28
Ajudando as empresas familiares	9	6
Macro (economia, política)	11	7
Mulheres	13	7
Variáveis independentes*		
Pessoa	32	22
Firma/organização	37	25
Sucessão	8	5
Estado das empresas (vs. não familiares)	24	16
Variáveis dependentes*		
Pessoa	19	13
Firma/organização	44	30
Sucessão	19	13
Família	13	9

* Muitos estudos continham múltiplas variáveis

Fonte: adaptado de Bird *et al* (2002, p. 340)

Bird *et al* (2002, p. 323) foram além ao investigar a metodologia empregada pelos artigos revisados. Os autores classificaram os artigos com base em 5 critérios: tamanho da amostra, método de amostragem, fonte de dados, forma de obtenção dos dados (no caso de

levantamento primário) e métodos estatísticos empregados. Os resultados da análise foram listados na Tabela 7.

Tabela 7. Métodos dos estudos revisados

	Número	Percentual
Tamanho das amostras		
Nenhuma	51	34
< 100	42	28
> 100	55	37
Método de amostragem		
Conveniência	63	66
Aleatória/estratificada	29	30
Outro	4	4
Fonte de dados		
Pessoal	10	10
Base de dados	29	30
Programa universitário	12	12
Associação	7	7
Outro	20	21
Desconhecido	19	20
Método de obtenção de dados (primário)		
Qualitativo	31	32
Levantamento	40	41
Entrevista	17	18
Outro	9	9
Desconhecido	10	14
Método estatístico utilizado		
Qualitativo	3	4
Descritivo	12	19
Binominal	7	10
Multivariado	35	51
Desconhecido	11	16
Nenhum ou casos únicos	41	

Fonte: adaptado de Bird *et al* (2002, p. 342)

Para avaliar o tamanho da amostra, os autores dividiram os artigos em 3 grupos: artigos com nenhuma amostra, com amostras pequenas (menos de 100 observações) e com amostras grandes (mais de 100 observações), justificando esse ponto de corte (BIRD *et al*, 2002, p. 343) baseados na ideia de que uma amostra com 100 observações é suficiente na maioria das

análises. Descobriu-se certo equilíbrio entre os 3 grupos, com predominância de artigos com amostras grandes (55%).

O método de amostragem foi avaliado também dividindo os artigos em 3 grupos: amostragem por conveniência, estratificada e outros métodos de amostragem. O primeiro grupo, que de acordo com Bird *et al* (2002, p. 343) compreendia associações organizacionais, contatos pessoais, prática de consultoria e bola-de-neve, foi predominante com 66% das observações.

Com relação à fonte de dados, Bird *et al* (2002) segmentaram os artigos em 6 grupos: fonte pessoal, bases de dados, programas de universidade, associações, outros e desconhecida. A categoria base de dados destacou-se com 30% dos artigos, seguida pela categoria outros. Os autores chamaram a atenção (p. 343) para o número relativamente alto de artigos que não relatavam a fonte dos dados utilizados, dificultando uma avaliação independente do rigor e da relevância. É curioso notar que esses mesmos artigos foram publicados em periódicos bem aceitos na linha de pesquisa, o que poderia levantar certos questionamentos com relação ao processo de triagem desses periódicos.

Nos casos de coleta primária de dados, os autores classificaram os artigos com base em 5 categorias de acordo com o método de coleta utilizada: qualitativa, levantamento, entrevistas, outras e desconhecida. Nota-se que levantamentos e entrevistas são os principais métodos de coleta de dados utilizados com 41% e 32%, respectivamente. Mais uma vez, os autores (p. 343) alertaram para o fato de alguns artigos não terem revelado o método de coleta utilizada.

Por fim, Bird *et al* (2002) avaliaram os métodos estatísticos empregadas pelos pesquisadores, agrupando os artigos em 6 categorias. A primeira delas refere-se a métodos qualitativos, e três seguintes a técnicas quantitativas em ordem crescente de complexidade: estatísticas descritivas, binomiais, multivariadas. Além disso, os autores incluíram outras duas categorias: métodos desconhecidos ou nenhum método (para estudos de caso único). Observa-se uma grande predominância de métodos multivariados com 51% dos artigos.

A comparação entre os dois grupos de artigos (era inicial e era recente) apontou resultados interessantes, interpretados por Bird *et al* (2002, p. 344) como uma sugestão de que a linha de empresas familiares poderia, naquele momento, estar amadurecendo no sentido de pesquisas levadas mais a sério. Ao comparar a existência de dados empíricos nos artigos das duas eras, encontraram-se evidências de que os artigos da era inicial eram menos empíricos do que os da era recente. Os autores (2002, p. 344) não descobriram diferenças significativas em tamanho

da amostra, método de amostragem, fonte de dados e método de coleta de dados. Encontrou-se, contudo, uma diferença significativa nos métodos estatísticos: a prevalência de análise multivariada na era recente é distinta em relação à era inicial. Por último, os autores reconheceram (p. 345) que as eras não tiveram impacto sobre a frequência da maioria dos tópicos de pesquisa, com exceção de estratégia/administração: esse tópico teve mais artigos publicados nos anos recentes.

As conclusões obtidas por Bird *et al* (2002) foram relevantes na medida em que reconheceram um importante avanço na linha de pesquisa sobre empresas familiares. Os autores (p. 346) concluíram que as pesquisas sobre empresas familiares têm se tornado crescentemente empíricas e mais rigorosas, com amostras maiores, métodos de amostragem mais sistemáticos e menos amostragem por conveniência, mais variáveis independentes e dependentes, e maior uso de métodos estatísticos multivariados. Por essa razão, afirmaram que as pesquisas sobre empresas familiares estavam, no início dos anos 2000, ganhando sofisticação.

Importante mencionar também que, apesar da sofisticação crescente, Bird *et al* (2002, p. 348) reconheceram o que talvez possa ser interpretado como uma limitação da linha de pesquisa: grande parte dos estudos têm sido baseados em amostras e teorias dos originadas nos Estados Unidos. Os autores, porém, notaram (embora não tenham mensurado) um aumento aparente dos estudos internacionais sobre empresas familiares.

2.2.3. Chrisman *et al* (2003)

Chrisman *et al* (2003) realizaram um estudo que se propôs a analisar as tendências da literatura sobre empresas familiares e suas perspectivas futuras, com a intenção de identificar os caminhos necessários para o desenvolvimento de uma teoria sobre elas. Assim como outras revisões da literatura mencionadas nesta dissertação, os autores partiram de um estudo bibliométrico que ajudou a identificar os principais tópicos abordados pelos pesquisadores. A contribuição dada pelos autores, todavia, foi além, na medida em que o estudo identificou as principais teorias utilizadas nessa linha de pesquisa.

190 artigos publicados entre 1996 e 2003 foram revisados e classificados em uma estrutura de classificação baseada em perspectiva de administração estratégica. As categorias utilizadas pelos autores compreenderam (i) objetivos e metas, (ii) formulação e conteúdo da estratégia, (iii) implementação e controle da estratégia, (iv) administração e propriedade e (v)

performance organizacional. Cada uma dessas 5 categorias foi dividida em diversas subcategorias. Além das 5 categorias principais, foram criadas duas outras destinadas a abrigar estudos sobre outros tópicos relacionados à perspectiva de administração estratégica e estudos sobre tópicos não relacionados a essa perspectiva.

A Tabela 8 contém os resultados encontrados por Chrisman *et al* (2003). A categoria administração e propriedade predominou (31,6% dos estudos revisados), seguida por formulação e conteúdo da estratégia (28,1%), implementação e controle da estratégia (26,3%), performance organizacional (19,5%) e objetivos e metas (5,7%). É interessante observar que objetivos e metas, apesar de sua importância para a linha de pesquisa, estavam sendo negligenciados por pesquisadores naquele momento. Estudos sobre outros tópicos de administração estratégica representaram 10,0%, enquanto estudos sobre tópicos não relacionados representaram 22,6%.

Tabela 8. Esquema de classificação por tópicos de administração estratégica - Artigos e papers publicados ou apresentados entre 1996 e 2003

	Tópico principal	
	Número	Percentual
Objetivos e metas		
Objetivos econômicos	5	2,6%
Objetivos não econômicos	5	2,6%
Processo de formulação dos objetivos	1	0,5%
Formulação e conteúdo da estratégia		
Planejamento estratégico	6	3,2%
Recursos e vantagem competitiva	11	5,8%
Oportunidades e ameaças do ambiente	4	2,1%
Estratégia corporativa	3	1,6%
Estratégia de negócios	2	1,1%
Estratégia funcional	7	3,7%
Estratégia internacional	6	3,2%
Empreendedorismo e inovação	10	5,3%
Stakeholders, ética e inovação	4	2,1%
Implementação e controle da estratégia		
Governança corporativa	18	9,5%
Estrutura	3	1,6%
Sistemas, processos e redes	5	2,6%
Comportamentos e conflito	12	6,3%
Cultura e valores	9	4,7%

Evolução e mudança	3	1,6%
Administração e propriedade		
Liderança e propriedade	14	7,4%
Profissionalização	4	2,1%
Sucessão	42	22,1%
Performance organizacional		
Performance econômica	29	15,3%
Performance não econômica	8	4,2%
Outros tópicos de administração estratégica	19	10,0%
Tópicos não relacionados à administração estratégica	43	22,6%

Fonte: adaptado de Chrisman *et al* (2003, p. 50)

A subcategoria mais relevante foi, de longe, a sucessão, com 22,1% dos estudos. Outras subcategorias relevantes se seguiram, como performance econômica das empresas familiares (15,3%), governança corporativa (9,5%) e liderança e propriedade (7,4%).

Ao analisar os resultados obtidos, Chrisman *et al* (2003, p. 5) argumentaram que muitas das questões levantadas em dois outros estudos realizados pelos autores na década de 1990 continuaram negligenciadas. Os autores ainda ressaltaram que boa parte dos artigos revisados não foram fundamentados na perspectiva da administração estratégica, crítica que pode ser estendida para a totalidade da literatura de empresas familiares.

Reconhecendo a importância da fundamentação teórica para a evolução da literatura sobre empresas familiares, os autores dedicaram uma boa parte de seu estudo à investigação da contribuição dada por duas importantes teorias à literatura: a teoria da agência e a RBV (*Resource Based View*). Isto porque, segundo Chrisman *et al* (2003, p. 6), sem uma teoria os resultados das pesquisas continuarão sendo pedaços isolados de informação, sem as relações causais que são necessárias para ajudar empresas familiares a serem mais bem administradas.

Nesse sentido, os autores (2003, p. 32) argumentaram que ainda não há uma teoria dominante para empresas familiares, mas outras teorias tradicionais da firma poderão ser importantes para explicar o comportamento e a performance dessas empresas. A teoria da agência e a RBV eram, naquele momento, as duas principais teorias da firma utilizadas pelos pesquisadores dessa linha de pesquisa.

Chrisman *et al* (2003, p. 33) concluíram que, no momento da publicação de seu estudo, a academia estava presenciando os primeiros estágios de desenvolvimento de um paradigma

dominante para as empresas familiares. Esse paradigma deverá resultar da integração e adaptação de teorias tradicionais no campo da administração.

2.2.4. Sharma (2004)

Pramodita Sharma, importante pesquisador da linha de empresas familiares, em 2004 se propôs a fazer uma revisão dos estudos nessa linha de pesquisa para determinar o estado da literatura no momento e a apontar direções a serem seguidas nos anos seguintes. O autor (2004, p. 2) reconheceu que, conforme um campo de estudos se desenvolve, é importante realizar uma pausa intermitentemente para avaliar o progresso realizado e refletir sobre as direções a serem perseguidas, de forma a aprofundar a compreensão do fenômeno de interesse.

Em sua revisão bibliográfica, Sharma (2004, p. 5) discutiu o domínio da linha de pesquisa sobre empresas familiares, baseando-se (entre outros conceitos) nas características que distinguem o campo. Dez anos antes, Wortman (1994, p. 4) afirmou que ninguém sabia o que representava essa linha de pesquisa e quais eram ou deveriam ser suas fronteiras. Sharma (2004, p. 5) reconheceu o progresso que havia sido feito, proporcionando alguma clareza sobre o domínio dessa linha: naquele momento, havia uma aparente convergência de que o impacto recíproco da família sobre as empresas era o que distinguia os estudos sobre empresas familiares de outros estudos.

Sharma (2004) revisou 217 artigos sobre empresas familiares, tendo como ponto de partida outras tentativas de consolidação da literatura como a realizada por ele próprio em parceria com Chrisman e Chua (1997). Reconhecendo a importância do conhecimento teórico no desenvolvimento de uma linha de pesquisa, Sharma (2004, p. 2) focou principalmente em pesquisas orientadas para a teoria, restringindo deliberadamente o escopo de sua revisão bibliográfica.

Baseado em conceitos oriundos das ciências sociais, Sharma (2004, p. 2) propôs uma divisão das pesquisas sobre empresas familiares em 4 níveis de análise: individual, interpessoal/grupal, organizacional e societal. O autor reconheceu que embora seja possível teorizar em múltiplos níveis simultaneamente, como a literatura sobre empresas familiares encontra-se em estado pré-paradigmático, a maioria das pesquisas é focada em apenas um nível em vez de múltiplos níveis.

No nível individual de análise, os estudos sobre empresas familiares estavam devotando atenção variada a quatro categorias de *stakeholders* internos: fundadores, membros da nova geração, mulheres e empregados de fora da família. A literatura sobre empresas familiares reconhecia a posição influente dos fundadores (Sharma, 2004, p. 10), razão pela qual eles recebiam bastante atenção dos pesquisadores naquele momento. As discussões sobre os membros da nova geração estavam voltadas para três direções (Sharma, 2004, p. 12): os atributos desejáveis dos sucessores na perspectiva dos líderes, fatores que melhoram o desempenho e razões para que esses membros sigam carreira nas empresas de suas famílias. As pesquisas sobre mulheres, naquele momento, sugeriam que a maioria das mulheres permanecia no segundo plano em empresas familiares (Sharma, 2004, p. 14). Por fim, os empregados de fora da família passaram a ser alvo de esforços de pesquisa apenas nos anos anteriores à publicação do estudo (Sharma, 2004, p. 15)

Sharma (2004, p. 15) observou que uma atenção significativa estava sendo dedicada ao segundo nível de análise (interpessoal/grupal), que compreendia 3 tópicos: natureza e o tipo dos acordos contratuais, fontes de conflito e estratégias de gerenciamento, e transições entre gerações. O primeiro tópico se baseava (e ainda se baseia) intensamente em conceitos oriundos da teoria da agência, que emprestou importantes contribuições à literatura sobre empresas familiares. Sharma (2004, p. 18) reconheceu que a literatura estava apenas começando a desenvolver modelos conceituais para entender a natureza, causas e implicações de diferentes tipos de conflito nas empresas familiares. Finalmente, o autor (2004, p. 19) notou que desde o início dessa linha de pesquisa, esforços significativos de pesquisa se dedicaram ao tópico sucessão, e esse interesse permanecia.

No terceiro nível de análise (organizacional), Sharma (2004, p. 21) afirmou que esforços estavam sendo direcionados no sentido da identificação e gestão dos recursos nas empresas familiares. Esse tópico fundamentou-se intensamente na visão da firma baseada em recursos, teoria que também trouxe grandes contribuições à literatura sobre empresas familiares.

O quarto nível de análise (societal) está relacionado a pesquisas que procuraram entender o papel das empresas familiares nesse nível, com foco em estabelecer o grau de importância econômica dessas empresas em várias nações (SHARMA, 2004, p. 22). Diversos estudos foram realizados com esse propósito no mundo todo, e um importante esforço de consolidação mencionado anteriormente nesta dissertação foi realizado pela IFERA (2003). Na visão de Sharma (2004, p. 22), a literatura deverá dar um passo adiante, aprofundando a

investigação do papel que essas empresas exercem em suas comunidades, com base na teoria institucional e na ecologia populacional.

As conclusões encontradas pelo autor (2004, p. 22) indicam que a maioria das pesquisas sobre empresas familiares nas décadas anteriores ao seu estudo foram direcionada para os níveis individual e interpessoal/grupal, com interesse escasso no nível organizacional. O autor lembrou ainda que o impacto das empresas familiares no nível societal tem sido ignorado, exceto pela documentação de um grande número dessas empresas em diferentes nações.

Ao contrário de outras amplas revisões bibliográficas, como as demais mencionadas nesta dissertação, o autor não se apoiou em metodologia bibliométrica e por essa razão não apresentou números consolidados que pudessem ser contrastados com os obtidos em outros estudos, elaborando um trabalho essencialmente descritivo. Embora o trabalho de Sharma (2004) tenha dado importantes contribuições para a literatura, ele é limitado na medida em que seus resultados não são diretamente comparáveis a outros estudos, dificultando seu uso na análise da evolução da linha de pesquisa, além de os critérios para a escolha dos trabalhos revisados não terem sido explicitados no artigo.

2.2.5. Debicki *et al* (2009)

Durante as primeiras décadas de pesquisa na linha de empresas familiares, a maior parte dos artigos foi publicada em um conjunto relativamente restrito de periódicos, como o *Family Business Review*. Essa realidade começou a mudar conforme a linha de pesquisa experimentou um crescimento acentuado. Com o crescimento, artigos acadêmicos sobre empresas familiares começaram a aparecer em periódicos de primeira linha (DEBICKI *et al*, 2009, p. 151). Por consequência, no final da primeira década do século XXI, Debicki *et al* publicaram um amplo estudo bibliométrico sobre empresas familiares.

Os autores se concentraram em 30 periódicos sobre administração entre os anos de 2001 e 2007, argumentando (p. 152) que a maioria dos acadêmicos que conduzem pesquisas sobre empresas familiares publicam seus trabalhos nesses periódicos. Os autores consideraram em seu estudo artigos revisados por pares, publicações convidadas, editoriais relevantes e notas de pesquisa, identificando 291 publicações sobre empresas familiares.

A Tabela 9 ilustra a lista dos periódicos consultados, além da média do fator de impacto e o número de publicações sobre empresas familiares em cada periódico. Observa-se que o periódico *Family Business Review* tem se destacado na contribuição para a literatura sobre empresas familiares com 47% das publicações, seguido pelo *Entrepreneurship Theory and Practice* com 15% e pelo *Journal of Business Venturing* com 8%. Vale também destacar a presença de publicações sobre empresas familiares em periódicos com alto fator de impacto como o *Academy of Management Review* (SSCI médio de 4,4) e o *Academy of Management Journal* (SSCI médio de 3,5), ainda que o número de publicações nesses periódicos seja relativamente pequeno (1 e 4, respectivamente).

Tabela 9. Lista de periódicos: fator de impacto SSCI médio (2005 a 2007) e número de artigos sobre empresas familiares publicados

Periódico	SSCI médio	Número de artigos
Academy of Management Journal	3,5	4
Academy of Management Review	4,4	1
Administrative Science Quarterly	2,7	3
Business Ethics Quarterly	0,7	0
California Management Review	1,1	0
Corporate Governance	1,4	11
Entrepreneurship & Regional Development	0,9	2
Entrepreneurship Theory and Practice	1,8	44
Family Business Review*	0,7	136
Harvard Business Review	1,4	1
Human Relations	0,9	2
International Small Business Journal	0,8	9
Journal of Applied Psychology	2,9	0
Journal of Business Ethics	0,6	2
Journal of Business Research	0,8	13
Journal of Business Venturing	1,8	24
Journal of Management	1,8	0
Journal of Management Studies	1,8	5
Journal of Organizational Behavior	1,8	1
Journal of Small Business Management	0,8	18
Leadership Quarterly	1,7	1
Long Range Planning	1,2	1
Management Science	1,8	0
Organization Science	2,6	1
Organization Studies	1,6	4
Organizational Dynamics	0,6	0

Sloan Management Review	0,8	1
Small Business Economics	0,7	3
Strategic Management Journal	2,5	1
Strategic Organization**	0,9	3
Total		291

* Fator de impacto de 2007 foi utilizado (periódico não listado em anos anteriores)

** Periódico não listado no SSCI. A mediana do fator de impacto (0,9) foi usada

Fonte: adaptado de Debicki *et al* (2009, p. 153)

O estudo bibliométrico realizado por Debicki *et al* (2009) deu quatro importantes contribuições para a literatura. Em primeiro lugar, identificou os acadêmicos cujos trabalhos renderam as principais contribuições para o desenvolvimento recente da literatura sobre empresas familiares baseado no número de publicações, ajustado pela qualidade dos periódicos e pelo número de coautores. Em segundo lugar, listou as instituições acadêmicas mais ativas na contribuição para a pesquisa sobre empresas familiares. Em terceiro lugar, apresentou uma análise de rede de coautoria que proporcionou uma melhor compreensão sobre o grau de colaboração entre acadêmicos, o relacionamento de cada acadêmico e como a rede nomológica de acadêmicos de empresas familiares tem se desenvolvido. Por fim, analisou as áreas temáticas que têm sido cobertas pela literatura sobre empresas familiares.

Os autores determinaram a produtividade acadêmica individual e institucional seguindo dois passos. Inicialmente, realizou-se uma contagem do número de artigos que cada acadêmico publicou como autor ou coautor. Em seguida, atribuíram-se pesos para cada publicação, considerando o número de coautores, de forma a dar uma pontuação inversamente proporcional ao número de coautores. Para levar em consideração a qualidade das publicações, utilizou-se a média do fator de impacto *Social Science Citation Index* entre 2005 e 2007.

A lista dos acadêmicos mais produtivos na linha de empresas familiares (após os ajustes mencionados anteriormente) é ilustrada na Tabela 10. Observa-se que o acadêmico mais produtivo no período pesquisado foi Lloyd Steier, seguido por James J. Chrisman e Jess H. Chua. Debick *et al* (2009, p. 154) observaram ainda que alguns desses autores colaboram frequentemente em estudos sobre empresas familiares, além de estarem conectados por meio da editoração de periódicos e do envolvimento em conferências e organizações profissionais.

Tabela 10. Autores que mais publicaram ajustado pelo número de coautores e pelo fator de impacto SSCI

Autor	Número de publicações
Lloyd Steier	10,30
James J. Chrisman	9,42
Jess H. Chua	9,15
Pramodita Sharma	6,03
Franz W. Kellermanns	6,00
Joseph H. Astrachan	4,84
Shaker A. Zahra	4,55
W. Gibb Dyer Jr.	4,45
Michael H. Lubatkin	4,33
Danny Miller	4,30
Michael Carney	4,20
William S. Schulze	4,07
Isabelle Le Breton-Miller	3,95
Frank Hoy	3,80
Kimberly A. Eddleston	3,10
Raomna K. Z. Heck	3,00
Michael D. Ensley	2,97
Luis Gómez-Mejía	2,87
Paul Westhead	2,87
Richard Dino	2,87
Timothy Habbershon	2,75
Mattias Nordqvist	2,66
Eric Gedajlovic	2,30
Carole Howorth	2,28
Katiuska Cabrera-Suárez	2,23

Fonte: adaptado de Debicki *et al* (2009, p. 154)

A Tabela 11 ilustra a lista das instituições acadêmicas mais produtivas na linha de empresas familiares. Após os ajustes de coautoria e fator de impacto, a University of Alberta tem se destacado, seguida pela Mississippi State University e pela University of Calgary. Ainda que Debicki *et al* (2009) não tenham aprofundado a análise sobre a localização das instituições mais produtivas, é evidente a concentração dessas instituições em países desenvolvidos, mais notadamente nos Estados Unidos. Importante mencionar a ausência de uma instituição latino-americana nessa lista, o que é contraditório com a importância das empresas familiares para os países desse continente.

Tabela 11. Instituições mais ativas ajustado pelo número de coautores e pelo fator de impacto SSCI

Instituição	Número de publicações
University of Alberta	20,10
Mississippi State University	17,27
University of Calgary	10,52
Jönköping International Business School	8,53
Kennesaw State University	8,23
University of Connecticut	7,80
Arizona State University	7,28
Rensselaer Polytechnic Institute	6,83
Wilfrid Laurier University	6,15
Babson College	6,08
Brigham Young University	5,70
Concordia University	5,60
Case Western Reserve University	5,33
National University of Singapore	5,10
University of Nottingham	4,93
Nanyang Technological University	4,55
HEC Montreal	4,53
University of Minnesota	4,46
Baylor University	3,93
Baruch College	3,90
Northeastern University	3,80
Grand Valley State University	3,40
Erasmus University	3,07
University of Las Palmas de Gran Canaria	3,00
University of Navarra	2,80

Fonte: adaptado de Debicki *et al* (2009, p. 155)

A análise da rede de coautoria foi baseada em três conceitos identificados por Debicki *et al* (2009, p. 153): o grau de centralidade (número e força das conexões de um autor com outros autores), o tamanho da vizinhança (número de conexões de um autor independente da força dessas conexões) e a centralidade de intermediação (o impacto e a importância de um autor para a rede).

O grau de centralidade, o tamanho da vizinhança e a centralidade de intermediação são ilustrados na Tabela 12. James J. Chrisman, Jess H. Chua e Joseph H. Astrachan foram os principais autores de acordo com o grau de centralidade, obtendo índices de 30, 29 e 28,

respectivamente. De acordo com o tamanho da vizinhança, destacaram-se Joseph H. Astrachan, Sharon M. Danes e Pramodita Sharma, com índices de 16, 14 e 12, respectivamente. Por fim, Joseph H. Astrachan, Pramodita Sharma e Jess H. Chua foram os principais autores de acordo com a centralidade de intermediação. Debicki *et al* (2009, p. 155) notaram uma sobreposição relevante, já que os principais acadêmicos apareceram nas primeiras posições independente do critério utilizado. De acordo com os autores, é interessante observar que alguns desses acadêmicos contribuíram para a linha de pesquisa como editores de periódicos, editores associados, editores de edições especiais e/ou organizadores de conferências, o que pode ter-lhes permitido desenvolver conexões com outros acadêmicos.

Tabela 12. Principais autores de acordo com medidas de rede

Grau de centralidade		Tamanho da vizinhança		Centralidade de intermediação	
James H. Chrisman	30	Joseph H. Astrachan	16	Joseph H. Astrachan	.350
Jess H. Chua	29	Sharon M. Danes	14	Pramodita Sharma	.245
Joseph H. Astrachan	18	Pramodita Sharma	12	Jess H. Chua	.102
Pramodita Sharma	16	James H. Chrisman	10	Kosmas X. Smyrniotis	.101
Sharon M. Danes	15	Jess H. Chua	9	Lloyd Steier	.092
Lloyd Steier	14	Shaker A. Zahra	9	James H. Chrisman	.083
Michael H. Lubatkin	12	Andrew D. Keyt	8	Shaker A. Zahra	.078
Kosmas X. Smyrniotis	12	Kosmas X. Smyrniotis	8	David Pistrui	.067
William S. Schulze	10	Ritch Sorenson	8	Andrew D. Keyt	.058
Paul Westhead	10	Luis Gómez-Mejía	7	Hawold Welsch	.046
		George A. Tanewski	7		

Fonte: adaptado de Debicki *et al* (2009, p. 156)

A análise das áreas temáticas foi realizada com base em 6 tópicos divididos em 21 subcategorias, baseada na pesquisa realizada por Chrisman *et al* (2003). Debicki *et al* (2009, p. 161) reconheceram que essa classificação impõe uma limitação ao estudo, já que ela é viesada em direção a tópicos de administração estratégica. As 6 categorias incluíram objetivos e metas, formulação e conteúdo da estratégia, implementação e controle da estratégia, administração, outros tópicos relevantes para a administração estratégica, e tópicos não relacionados à administração estratégica.

Os resultados dessa análise, ilustrados na Tabela 13, indicam que as pesquisas sobre empresas familiares têm sido concentradas nos tópicos implementação e controle da estratégia (42%), administração (34%) e formulação e conteúdo da estratégia (28%). Debicki *et al* (2009, p. 159) afirmaram que uma das áreas que têm recebido pouca atenção relativa é a estratégia (corporativa, de negócios, funcional e internacional) das empresas familiares. Esta dissertação contribui para a literatura na medida em que aborda decisões de fusões e aquisições, relacionadas à estratégia corporativa. Outro ponto importante da análise das áreas temáticas é revelado pelos autores (p. 159): as questões de sucessão constituíam um percentual significativo dos artigos publicados, mas a atenção relativa dada a esse assunto declinou em comparação com os resultados obtidos por Chrisman *et al* (2003) seis anos antes.

Tabela 13. Áreas de pesquisa sobre empresas familiares

Tópicos de administração estratégica	Número*	Percentual
Objetivos e metas		
Objetivos econômicos	5	1,7
Objetivos não econômicos	3	1,0
Processo de formulação dos objetivos	0	0,0
Formulação e conteúdo da estratégia		
Planejamento estratégico	9	3,1
Recursos e vantagem competitiva	25	8,6
Oportunidades e ameaças do ambiente	4	1,4
Estratégia corporativa	4	1,4
Estratégia de negócios	5	1,7
Estratégia funcional	6	2,1
Estratégia internacional	6	2,1
Empreendedorismo e inovação	15	5,2
Stakeholders, ética e responsabilidade social	8	2,8
Implementação e controle da estratégia		
Governança corporativa	56	19,2
Estrutura	12	4,1
Sistemas, processos e redes	8	2,8
Comportamentos e conflito	19	6,5
Cultura e valores	13	4,5
Evolução e mudança	15	5,2
Administração		
Liderança e propriedade	46	15,8
Profissionalização	8	2,8
Sucessão	44	15,1

Outros tópicos de administração estratégica	34	11,7
Tópicos não relacionados à administração estratégica	28	9,6
* Os artigos podem ter mais de um tópico principal. Portanto, o número total (291) não é igual ao número de artigos examinados.		

Fonte: adaptado de Debicki *et al* (2009, p. 158)

As conclusões obtidas por Debicki *et al* (2009) apontaram importantes características da literatura contemporânea sobre empresas familiares. Em primeiro lugar, a literatura tem sido dominada por um número relativamente pequeno de acadêmicos representantes de um conjunto pequeno de instituições, que parecem estar conectados em termos de formação, afiliação acadêmica e interesses. Em segundo lugar, em comparação com outros estudos bibliométricos sobre empresas familiares, temas como governança corporativa, liderança e propriedade, recursos e vantagem competitiva têm recebido mais atenção, enquanto temas como sucessão e objetivos das empresas familiares têm recebido menos atenção da academia.

2.3. Aspectos comportamentais nas empresas familiares

A gestão de empresas em geral, tanto familiares quanto não familiares, apresenta diversos desafios amplamente estudados na literatura sobre administração, relacionados principalmente às áreas funcionais que compõem essa ciência social aplicada, tais como: finanças, marketing, métodos quantitativos, operações e produção, recursos humanos e tecnologia da informação. A complexidade na gestão de empresas familiares está relacionada ao fato de essas empresas possuírem características que as diferenciam de empresas não familiares e, por causa dessas características, assumirem outros desafios além dos mencionados anteriormente, que “dificultam a sobrevivência das empresas familiares” (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 4).

A literatura tem apontado uma série de características presentes exclusivamente ou em maior grau nas empresas familiares, em comparação com as não familiares. Diversas delas foram relatadas por autores como Werner (2004, p. 3-40), Passos *et al* (2006, p. 50-69) e Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 25-28), mas três características têm sido mencionadas com maior frequência por pesquisadores: a presença da emoção e da afetividade, a preferência pela centralização e pela informalidade e a existência de conflitos.

Essas características impõem às empresas familiares desafios particulares que em alguns momentos as colocam em posição de desvantagem, mas podem também ser percebidas em determinados contextos como vantagens competitivas. Os principais desafios enfrentados por essas empresas estão relacionados à criação e à manutenção de um modelo de governança corporativa apropriado e à administração dos processos de sucessão e profissionalização. Um quarto desafio, ainda que menos estudado pela academia, é de interesse central para esta dissertação: a manutenção do controle acionário pela família empresária.

Pela importância das características das empresas familiares e dos desafios enfrentados por elas, esta seção apresenta uma revisão da literatura sobre esses assuntos com o objetivo de proporcionar melhor compreensão das empresas estudadas nesta dissertação. Esta seção tem como finalidade dar um panorama geral sobre temas amplamente pesquisados e discutidos na academia, mas não pretende esgotar o assunto.

2.3.1. Características das empresas familiares

2.3.1.1. A presença da emoção

No mundo empresarial, predomina a visão de que as decisões devem ser baseadas na razão em vez da emoção. Contudo, essas características estão presentes, em maior ou menor grau, em qualquer decisão. Por mais razão que possa ser empregada em um processo decisório, o agente decisor nunca se verá totalmente livre da emoção.

Logo, a emoção é uma das características que existem em várias empresas, mesmo aquelas ditas como não familiares (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 25). E ela permeia decisões em praticamente todas as áreas funcionais da administração: desde as funções mais qualitativas, como os processos de recrutamento, seleção e desligamento na área de recursos humanos, até as mais quantitativas, como decisões relacionadas com o conceito de risco na área de finanças.

O que diferencia as empresas familiares é que, nelas, “a incidência desse tipo de decisão é maior e envolve geralmente as relações familiares” (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 25). E essa maior incidência está relacionada ao fato de a empresa familiar

em geral conviver com o antagonismo entre razão e emoção, do mundo dos negócios e da família (NAJAAR, 2011, p. 14), e com a profunda influência da família no controle e na gestão da empresa, carregando consigo forte componente emocional.

Voltando ao modelo dos três círculos mencionados anteriormente nesta dissertação, mas desta vez baseado na adaptação de Passos *et al* (2006, p. 50), sabe-se que a empresa familiar é formada pela sobreposição de três esferas: patrimônio, família e empresa, conforme a Figura 3 abaixo. É importante reconhecer que a combinação entre emoção e razão é diferente em cada uma delas. A família representa a esfera com maior presença de emoção, enquanto a empresa representa a maior presença da razão. O patrimônio encontra-se entre esses dois extremos. E o problema da presença da emoção na empresa familiar surge justamente da sobreposição entre as esferas família e empresa e da inexistência de fronteiras claras entre elas.

Figura 3. Emoção e razão nas três esferas da empresa familiar

Fonte: adaptado de Passos *et al* (2006, p. 50)

Sabe-se que uma grande presença da emoção nas decisões pode ser prejudicial à rotina empresarial, e que as empresas familiares são reconhecidas pelo “predomínio da emoção nas principais tomadas de decisão *versus* uso da racionalidade, exigida pelo mundo dos negócios e pelo mercado” (NAJAAR, 2011, p. 12). A presença da emoção se materializa por meio da “influência negativa de sentimentos estranhos ao mercado, como amor, ódio, ressentimento,

gratidão, ciúmes, paixão, etc.” (MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 4), sentimentos esses disfuncionais a qualquer processo decisório.

O impacto negativo da emoção pode ser percebido quando se trata de dois desafios das empresas familiares que serão abordados adiante nesta dissertação: sucessão e profissionalização. Esses processos são carregados de decisões emocionais, incluindo a escolha do momento para iniciar a discussão sobre eles, a própria escolha dos sucessores e/ou profissionais do mercado que ocuparão posições na empresa e, sobretudo, a avaliação a respeito da presença ou não de membros da família na empresa e dos requisitos necessários para isso. Com relação ao último ponto, Bernhoeft (2004, p. 30) justifica que “as competências da família, em geral, são vistas sob a perspectiva afetiva para minimizar possíveis desconfortos”.

De acordo com Passos *et al* (2006, p. 144), é fato que a emoção que prevalece nas relações entre as pessoas geralmente é considerada uma desvantagem das empresas de controle familiar, impedindo que se tomem as melhores decisões do ponto de vista racional. Contudo, alguns autores já reconhecem que a presença da emoção pode ser entendida também como um fator favorável às empresas familiares. Passos *et al* (2006, p. 144) acreditam que, no caso dessas empresas, “é a emoção que fortalece o vínculo entre os sócios controladores, levando ao orgulho, ao comprometimento e à dedicação em relação à obra iniciada pelo fundador. O vínculo emotivo ajuda os sócios a enfrentar as mais terríveis dificuldades, fazendo-os lutar para manter a empresa nas mãos da família, em vez de pensar simplesmente em passar o problema para a frente”.

2.3.1.2. A preferência pela centralização e pela informalidade

As empresas familiares geralmente são marcadas por uma preferência pela centralização das decisões, já que “o empreendedor possui mecanismos próprios de gestão que não necessariamente se tornam parte de um processo de gestão coletiva” (WERNER, 2004, p. xxi). A centralização das decisões está profundamente relacionada com a informalidade no processo de decisão, já que na empresa familiar instâncias de decisão e processos decisórios estruturados são fortemente substituídos pela decisão do empreendedor. Por conta da conexão entre centralização e informalidade, esses dois conceitos serão abordados conjuntamente nesta dissertação.

Autores têm atribuído a preferência pela centralização e pela informalidade a fatores como a relação entre criador e criatura do empreendedor com a empresa (PASSOS *et al*, 2006, p. 59), a rotina de tomada de decisões no estágio inicial de desenvolvimento da empresa (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 26), o profundo conhecimento da empresa e de sua estrutura por parte do empreendedor (WERNER, 2004, p. 12) e a resistência com relação à perda de capacidade instintiva, flexibilidade e poder (PASSOS *et al*, 2006, p. 78).

A primeira razão para a preferência pela centralização e pela informalidade foi abordada por Passos *et al* (2006, p. 59), a partir do entendimento de que “a relação entre o fundador e a empresa é como a do criador e sua criatura, condicionada por forte componente emocional.” Logo, percebe-se a existência de uma relação íntima que leva o empreendedor a perceber a vida da empresa como uma extensão de sua própria vida. O sucesso do comando centralizado acaba se tornando um reforço para o comportamento centralizador, já que segundo os autores “leva a companhia geralmente a um período de rápido crescimento e muitos negócios e (...) o processo decisório é rápido e ágil, abrindo caminho para que mudanças aconteçam sempre que necessário”.

Na visão de Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 26), a razão para essa preferência está relacionada à rotina de tomada de decisões no estágio inicial de desenvolvimento da empresa, em que “o fundador não tem com quem dividir as decisões”. Os autores acrescentam que essa ausência de outros agentes no processo decisório está relacionada ao porte da empresa no estágio inicial e à presença de funcionários desqualificados. Contudo, em um estágio posterior, mesmo com o crescimento e uma maior qualificação dos funcionários, o fundador apresenta um comportamento similar ao do estágio inicial por conta do costume com a centralização e da crença de que o sucesso da empresa está relacionado exclusivamente às suas decisões.

A concentração das decisões na figura do fundador no estágio inicial leva a uma dependência com relação a essa figura em estágios posteriores do desenvolvimento da empresa familiar. Segundo Werner (2004, p. 12), o profundo conhecimento de todos os aspectos da empresa e de sua estrutura por parte do empreendedor elimina, na prática, a necessidade de burocratizar ações administrativas e termina por desobrigar as empresas familiares da criação de excessivos processos de controle e normas que restrinjam a criatividade individual na gestão de negócios.

A falta de necessidade de burocratizar ações administrativas leva o empreendedor a criar certa resistência ao planejamento mesmo quando o empreendimento atinge um porte consideravelmente maior, o que gera a necessidade de novos processos decisórios baseados em planejamento e controle. Mesmo com o crescimento, de acordo com Passos *et al* (2006, p. 78) os empreendedores “enxergam no planejamento de qualquer tipo uma espécie de camisa de força que tende a restringir sua capacidade instintiva e a flexibilidade que o negócio exige”. Ainda segundo os autores, o planejamento também exige que os empreendedores dividam responsabilidades e decisões, abrindo mão de parte de seu poder.

A preferência pela centralização e pela informalidade, contudo, é encarada pelos estudiosos como uma característica negativa das empresas familiares uma vez que cria problemas que limitam o desenvolvimento dessas empresas e dificuldades adicionais em momentos de transição entre gerações.

Em primeiro lugar, é importante esclarecer que “as características centralizadoras do empreendedor nem sempre são ideais para enfrentar os desafios da continuidade” (WERNER, 2004, p. 13), independente do estágio vivenciado pela empresa. Segundo o autor, na presença de uma figura centralizadora, “equipes de trabalho deixam de aprender a decidir e passam a confiar apenas na habilidade do empreendedor, sem compartilhar responsabilidades”.

Em um estágio inicial de desenvolvimento, a informalidade pode ser considerada menos prejudicial à empresa ou até mesmo benéfica. Contudo, “se, anteriormente, a informalidade foi considerada algo extremamente positivo quanto ao processo decisório, observa-se que essa mesma informalidade, se excessiva, pode levar à ausência de planejamento formal” (WERNER, 2004, p. 14). Essa ausência é parcialmente justificada pela falta de necessidade enquanto as decisões estão centralizadas no empreendedor, que “considera o planejamento formal um processo desnecessário”, uma vez que esse planejamento está claro para ele (WERNER, 2004, p. 14). Contudo, no momento da transição para a geração seguinte e quando constatada a ausência do empreendedor, a informalidade passa a ser um problema.

Passos *et al* (2006, p. 61) acrescentaram que, entre os perigos que rondam a empresa familiar na transição da primeira para a segunda geração está a redução de agilidade no processo de tomada de decisão, com a consequente perda na capacidade de resposta às mudanças do mercado. Essa redução de agilidade está relacionada à necessidade de substituição, em um determinado momento, da figura centralizadora do empreendedor por outras lideranças que dificilmente conseguirão impor também um modelo centralizador de tomada de decisões.

Nesse momento, a empresa deve lançar mão de ações administrativas mais burocratizadas, e a falta de costume com a burocratização pode levar a excessos que comprometem a velocidade de tomada de decisão.

As dificuldades mencionadas anteriormente estão relacionadas à esfera da empresa, mas a preferência pela centralização e pela informalidade estende-se também para a esfera da família e do patrimônio. Com relação a elas Passos *et al* (2006, p. 124) argumentam que “à medida que avança o planejamento da sucessão e da continuidade, verifica-se paulatinamente a transformação do processo decisório no interior da família empresária: deve-se passar de um modelo individual, calcado na postura do dono, para uma relação societária, em que o coletivo predomina”.

As dificuldades relacionadas à preferência pela centralização e pela informalidade parecem estar levando as empresas familiares a uma substituição gradual por processos decisórios menos centralizadores e informais. Najaar (2011, p. 64) lembrou que “nos mercados mais desenvolvidos, empresas familiares estão deparando com a necessidade de atualização do modelo de governança: da centralização das decisões em uma ou poucas pessoas, para modelos mais descentralizados e participativos”.

2.3.1.3. A existência de conflitos

Najaar (2011, p. 29) conceitua conflitos como fenômenos que surgem na vida do ser humano quando ele tem de escolher entre situações antagônicas. De acordo com esse autor, trata-se de um fenômeno subjetivo, muitas vezes inconsciente ou de difícil percepção, cujas razões podem ser resultado da concorrência de respostas incompatíveis, ou seja, um choque de motivos ou informações desencontradas.

“As empresas familiares são permeadas de conflitos” (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 5), o que torna esse fenômeno a terceira característica das empresas familiares abordada nesta dissertação. Importante destacar que sua presença também é comum em empresas de outros tipos, e o que torna esse fenômeno preocupante para as empresas familiares não é sua simples existência, mas a intensidade que pode torná-lo disfuncional.

Antes de discutir as razões que causam conflitos nas empresas familiares, vale à pena reconhecer que esse fenômeno permeia a vida dessas empresas e que, talvez, a maior

dificuldade na gestão esteja justamente em reconhecer sua existência. Pesquisas realizadas por Moreira Júnior (2011, p. 5) indicam que 85% das empresas familiares têm algum tipo de conflito e embora isso, aparentemente, não esteja relacionado à gestão da empresa, sim, ele (o conflito) está totalmente ligado. Contudo, o próprio autor reconhece que uma avaliação precipitada sobre a existência de conflitos nas empresas familiares pode levar à percepção de inexistência desse fenômeno, mas, na realidade, os conflitos existem e são abafados.

Logo, o primeiro passo para abordar esse problema é justamente reconhecê-lo como um fenômeno que deve ser diagnosticado e tratado. De acordo com Passos *et al* (2006, p. 39), quando tratados com respeito e administrados, podem ser encarados como desafios que necessitam ser vencidos. Os autores apontam ainda que se negados ou escondidos, os conflitos impedem o aprendizado coletivo. Najaar (2011, p. 30) acrescenta que no caso da família empresária, é importante que seus membros estejam dispostos a enfrentar o processo de diagnóstico e solução dos conflitos que, eventualmente, surjam entre eles. A negação do fenômeno pode ser ainda mais disfuncional e colocar em xeque a perenidade da empresa, já que “com o tempo, esse tipo de prática faz com que os conflitos aumentem e fiquem incontroláveis, fazendo com que a empresa sofra as consequências até o seu desaparecimento” (MOREIRA JÚNIOR, 2011, p. 34).

Estudiosos do assunto têm se dedicado a investigar as causas de conflitos em empresas familiares, e as principais razões mencionadas na literatura podem ser categorizadas em três tipos: conflitos resultantes do relacionamento dentro da esfera da família, conflitos resultantes da sobreposição entre as três esferas (família, patrimônio e empresa), e conflitos resultantes da falta de comunicação entre os agentes envolvidos na vida das empresas familiares.

Conflitos resultantes do relacionamento dentro da esfera da família

Os conflitos resultantes do relacionamento dentro da esfera da família estão relacionados à existência de pontos de vista diferentes a respeito da família, do patrimônio e da empresa. Nesse sentido, Passos *et al* (2006, p. 80) esclarecem que reconhecer que divergências são fruto muitas vezes de pontos de vista diferentes, mas legítimos, sobre o mesmo assunto, pode ser um primeiro passo para a solução de conflitos.

Três situações tendem a intensificar esses conflitos na empresa familiar: a existência de diferentes graus de demanda por liquidez entre os membros da família, o aumento na demanda por liquidez com o passar do tempo e o ingresso de agregados no ambiente familiar.

As diferentes demandas por liquidez entre os membros da família têm fundamento na existência de participações societárias heterogêneas a partir da terceira geração nas empresas unifamiliares, ou mesmo na segunda geração nas empresas multifamiliares. Tomando o caso das empresas multifamiliares como exemplo, na hipótese de dois empreendedores fundarem o negócio com participações idênticas, qualquer diferença no número de herdeiros levará a diferenças nas participações societárias individuais na geração seguinte. Como se espera que a empresa familiar seja a principal fonte de recursos para os integrantes da família empresária, participações societárias heterogêneas podem conduzir a padrões de vida diferentes, que em situações extremadas podem fazer com que os herdeiros com participações inferiores demandem mais liquidez que os demais herdeiros.

Adiciona-se a isso o fato de aspectos comportamentais dos membros da família empresária levarem os herdeiros a perseguirem padrões de vida que podem variar, suavizando ou agravando as diferenças na demanda por liquidez por conta das participações societárias heterogêneas. Logo, a existência de graus variados de demanda por liquidez é a primeira causa de conflito resultante do relacionamento dentro da esfera da família.

Contudo, mesmo se os empreendedores tiverem um mesmo número de herdeiros e seus sucessores também, de acordo com Passos *et al* (2006, p. 91), nas gerações seguintes, a demanda por liquidez dos familiares só tende a aumentar, fruto do próprio crescimento da família e da mudança da expectativa quanto à qualidade de seus desejos e necessidades, além de outros fatores menos previsíveis. Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 5) acrescentam que o crescimento da família normalmente é superior aos cargos da organização. Najaar (2011, p. 85) concorda ao afirmar que “a empresa familiar, via de regra, não cresce tanto quanto as demandas dos membros da família. A família tende a crescer em quantidade de membros e muito mais rapidamente do que o crescimento dos resultados da empresa”. Para o autor, a consequência disso é que “os conflitos familiares tendem a invadir a gestão da empresa”.

As diferentes demandas por liquidez entre os membros da família e o aumento da demanda por liquidez causam conflitos na medida em que diferentes membros da família possuem diferentes visões a respeito da taxa de distribuição dos lucros, já que mesmo com o crescimento da família, “o princípio do reinvestimento do capital na empresa permanece vivo. É significativo, portanto, o desafio de manter o equilíbrio entre as demandas da empresa e da família” (PASSOS *et al*, 2006, p. 91).

Além disso, conforme se observa o crescimento da família e o ingresso de agregados (também conhecidos como familiares por opção) no ambiente familiar, outras fontes de conflitos se mostram desafiadoras para a empresa familiar. No contexto dos estudos sobre empresas familiares, agregados são entendidos como membros de um grupo familiar cuja união ao grupo não se deu por vínculos sanguíneos, e compreendem, por exemplo, genros, noras, cunhados e cunhadas.

A presença de agregados pode ser uma fonte de conflito na medida em que “as experiências de muitas famílias mostram que os novos valores trazidos pelos familiares por opção muitas vezes produzem desunião e conflito” (WERNER, 2004, p. 25). Além disso, mesmo na hipótese de valores coincidentes, o autor acrescenta que “grande parte dos conflitos é oriundo do fato de os ‘agregados’ não se sentirem incluídos. Assim, a reação defensiva pode levá-los a contestar a nova família.” (WERNER, 2004, p. 65).

A literatura não apresenta conclusões a respeito do tratamento que deve ser dispensado aos agregados, mas estudiosos do assunto apontam algumas recomendações baseadas em uma abordagem caso a caso. Passos *et al* (2006, p. 67) indicam que caberá à família decidir se considera ou não essas pessoas parte da família, e em que grau e qual o tipo de envolvimento formal eles terão nas discussões sobre os negócios.

Ainda com relação aos conflitos resultantes do relacionamento dentro da esfera da família, além de discutir a razões para sua existência Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 21) reconhecem que a eclosão de tais conflitos é mais provável em determinados momentos da vida da empresa familiar. Segundo os autores, “o momento de surgimento desses conflitos geralmente está relacionado à transição de uma situação caracterizada por presença influente do fundador tanto na família quanto na empresa, para uma situação marcada por seu afastamento gradual da posição de líder familiar e empresarial”. Os próprios autores justificam a eclosão nesse momento, já que antes da referida transição essas duas entidades “tem suas estruturas enraizadas na lealdade e submissão, fato esse que dificulta movimentos contrários e conflituosos”.

É fato que os conflitos resultantes do relacionamento dentro da esfera da família existem e, quando excessivos, podem prejudicar a empresa familiar. Com relação a esse ponto, Najaar (2011, p. 15) conclui que “a perpetuação da empresa familiar, assim como a transição do seu controle de uma geração para a próxima, depende, decisivamente, da harmonia entre os membros da família”.

Conflitos resultantes da sobreposição entre as três esferas

A existência de conflitos resultantes da sobreposição entre as três esferas (família, patrimônio e empresa) está relacionada à ausência de fronteiras suficientemente claras entre essas três esferas e à consequente necessidade de os membros da família empresária assumirem papéis em mais de uma esfera simultaneamente.

Voltando ao modelo das três esferas (ou três círculos), observa-se que no estágio inicial de desenvolvimento da empresa familiar, ainda que as três esferas estejam presentes, suas fronteiras inexistem conforme ilustra a Figura 4. A construção dessas fronteiras se dá de forma gradual e consome tempo, e até que elas sejam formalmente construídas e exercitadas sua inexistência é mais uma fonte de conflito nas empresas familiares. De acordo com Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 22), “o negócio familiar é complexo e pode ser visto como originário do sistema família e do sistema empresa, em que os membros da família tanto fazem parte de um como de outro sistema e desenvolvem papéis e cumprem regras que pertencem a sistemas diferentes, o que possibilita o surgimento de conflitos exatamente na junção dos sistemas”.

Figura 4. Separação entre as esferas no estágio inicial da empresa familiar

Fonte: adaptado de Passos *et al* (2006, p. 57)

Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 22) aprofundam a discussão sobre esse tópico ao afirmar que a razão por trás desse fenômeno é a sobreposição entre o sistema família e o sistema empresa, que tem como consequência a participação dos membros da família

simultaneamente nos dois sistemas e o desenvolvimento de papéis e o cumprimento de regras que pertencem a sistemas diferentes (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 22). Logo, quatro dos sete papéis possíveis do *stakeholder* familiar interno, conforme definidos por Sharma (2002, p. 6) e identificados na Figura 2, seriam papéis naturalmente conflituosos por estarem situados em zonas de sobreposição entre as esferas.

Passos *et al* (2006, p. 32) recomendam a esses *stakeholders* que, “além de reconhecerem seus diversos chapéus, cada um tem a tarefa de desenvolver mecanismos para distinguir formalmente os muitos papéis e as relações entre eles”. Contudo, o autor reconhece a dificuldade de distingui-los e exemplifica, afirmando que “não é possível separar o pai do empresário, o filho do herdeiro, o irmão do sócio – afinal, as pessoas são as mesmas”, mas reconhece que “é possível, sim, criar fronteiras e exercitar o respeito a essas fronteiras”.

Conflitos resultantes da falta de comunicação

A terceira principal razão de conflitos nas empresas familiares é a falta de comunicação. Ainda que nesta dissertação essa razão seja mencionada em terceiro lugar, não se deve considerá-la como menos importante que as duas razões mencionadas anteriormente, já que “a literatura aponta que a falta de comunicação é provavelmente uma das maiores causas dos conflitos” (MOREIRA JÚNIOR, 2011, p. 58). Segundo esses autores, mais do que uma razão para conflito, a comunicação pode ser compreendida também como uma forma para solução deles, já que “sua utilização adequada pode também ser uma ferramenta eficaz na condução dos conflitos, tanto por ajudar a reduzi-los como para sua prevenção”.

Dentre os diversos grupos de agentes na empresa familiar, um deles parece ser o mais afetado pela falta de informações: os familiares que não possuem nenhum tipo de relação com a empresa. Retomando mais uma vez o conceito sete papéis possíveis do *stakeholder* familiar interno de Sharma (2002, p. 6), observa-se na Figura 2 que dos sete grupos identificados pelo autor, três merecem destaque. São eles os grupos 1, que contém os membros da família não envolvidos na empresa, 3, que inclui os proprietários não familiares (não envolvidos na operação) e 5, que abriga membros da família proprietários (não envolvidos na operação). O que esses três grupos têm em comum é justamente a falta de um relacionamento com a esfera da empresa, que no modelo de três círculos Sharma (2002, p. 6) denomina como empregados.

Esse grupo tende a ser o mais afetado pelo problema da falta de comunicação. De acordo com Najaar (2011, p. 59), “analisando os grupos de familiares envolvidos com a empresa, verifica-

se que o grupo de familiares-sócios que não trabalham no negócio tem pouco acesso às informações acerca da empresa, de seu desempenho e de seus resultados”. O autor contrapõe essa situação com outro grupo, o de familiares-gestores, que diferentemente do anterior “se comunica constantemente, pela própria condição de estar trabalhando na empresa e tem acesso a todas as informações que deseja”.

O acesso restrito às informações acerca da empresa impulsiona a existência de conflitos na empresa familiar, e estudiosos apontam alguns caminhos para mitigar esse problema. As soluções genéricas apontadas são o diálogo e a transparência, mas alguns autores acrescentam à lista iniciativas mais concretas que envolvem a criação de rotinas formais de comunicação para o grupo de familiares-sócios que não trabalham na empresa.

Com relação às soluções genéricas para o problema da falta de comunicação, (PASSOS *et al*, 2006, p. 31) esclarecem que o diálogo é a “forma pela qual a família empresária pode lidar de maneira produtiva com suas divergências”, e acrescentam que “comunicação aberta e transparente dentro da família é a base de uma boa relação societária”. Werner (2004, p. 97) vai além ao afirmar que “a transparência e a precisão das informações são essenciais para manter a confiança entre os membros da família e a harmonia em torno do negócio”. Logo, a a transparência vai além de uma simples formalidade: mais do que isso, é um elemento capaz de vincular os membros da família empresária.

Apesar de importantes, as soluções genéricas parecem insuficientes para resolver o problema da falta de comunicação. Logo, deve-se lançar mão de iniciativas concretas como o objetivo de garantir um fluxo contínuo de informações completas a respeito da empresa. Nesse sentido, Passos *et al* (2006, p. 25), mencionam a necessidade, determinada em um acordo entre sócios, “de um sistema de informações que chegue a todos os familiares”. Na visão do autor, esse sistema não tem apenas o objetivo de comunicar, mas também de capacitar e envolver todos os sócios.

Passos *et al* (2006, p. 133) propõem que essa necessidade seja atendida pelo conselho de administração da empresa familiar. Nas palavras dos autores, “é fundamental que o conselho crie e administre um sistema formal que vise à circulação de informações sobre a sociedade e os negócios”, inclusive para que a família possa desempenhar seu papel de forma adequada. Vale enfatizar que esse sistema não tem como objetivo apenas atender a desejos de informação fundamentados na necessidade de familiares distantes da operação, mas também deve ser encarado como uma ferramenta de preparação dos sócios: “os sócios e herdeiros

devem receber informações sobre o andamento da companhia, com frequência regular de detalhamento suficiente para garantir um nível adequado de conhecimento” (PASSOS *et al*, 2006, p. 133).

Mesmo na hipótese de inexistência de um sistema formal, soluções triviais como a disponibilização de demonstrações financeiras podem amenizar os conflitos resultantes da falta de comunicação. De acordo com Werner (2004, p. 93), “as demonstrações financeiras têm também o papel de disseminar informações para os sócios da empresa, principalmente os não relacionados à gestão”.

A criação do sistema de informações que chegue a todos os familiares proposto por Passos *et al* (2006, p. 25), então, é uma importante ferramenta para redução desse conflito. Contudo, Werner (2004, p. 76) alerta que essa iniciativa, por si só, pode não ser suficiente para resolver completamente o problema de comunicação, uma vez que se trata de uma comunicação unilateral. Para transformá-la em uma iniciativa bilateral, os familiares-sócios que não trabalham no negócio devem contar também com a possibilidade de solicitar esclarecimentos a respeito da empresa. Segundo o autor, “grande parte dos conflitos é reduzida quando todos podem contar com um fórum adequado para que dúvidas sejam dirimidas e questionamentos compartilhados sem que se tornem pessoais”.

2.3.2. Desafios na gestão das empresas familiares

Na seção anterior, foram identificadas três das principais características das empresas familiares: a presença da emoção, a preferência pela centralização e pela informalidade e a existência de conflitos. Essas características, que em certo grau distinguem as empresas familiares das não familiares, se relacionam profundamente com quatro grandes desafios que ameaçam a perenidade das empresas familiares: a criação e a manutenção de um modelo de governança corporativa apropriado, a administração dos processos de sucessão e profissionalização e a manutenção do controle acionário pela família empresária.

A importância desses desafios para a compreensão das empresas familiares reside na forte relação deles com a mortalidade das empresas familiares, fato amplamente relatado na literatura desta linha de pesquisa. Com o objetivo de alertar para essa mortalidade, autores como Passos *et al* (2006, p. 24), Najaar (2011, p. 17), Mamede e Mamede (2012, p. 12) e Moreira Júnior (2011, p. 6) apresentaram estatísticas alarmantes.

De acordo com Passos *et al* (2006, p. 24), dados mundiais confirmam que 33% das empresas familiares sobrevivem nas mãos da família do fundador na transição da primeira para a segunda geração e apenas 14% dessas na transição da segunda para a terceira geração. Segundo Najaar (2011, p. 17), estatísticas apontam o alto grau de mortalidade das empresas familiares: em todo o mundo, somente 15% das famílias empresárias conseguem passar o patrimônio para a terceira geração. Mamede e Mamede (2012, p. 12) apresentam números similares: segundo os autores, considerando-se cada universo de 100 empresas, sabe-se que apenas 30% delas irão chegar à segunda geração; apenas 13% das empresas chegam à terceira geração e, alcançando a quarta geração, apenas 5%. Moreira Júnior (2011, p. 6) aponta que, segundo suas pesquisas, apenas 38% das empresas chegam na segunda geração com resultados favoráveis. Apesar da estatística negativa, o autor mostra-se otimista ao afirmar que “embora o número seja baixo, ele está em condições melhores quando comparado com 20 anos atrás, pois nesta época apenas 26% das empresas chegavam na segunda geração com resultados favoráveis na sucessão”.

Os números são similares, e reforçam a necessidade de ações que possam apoiar as empresas familiares no sentido de maior perenidade, tais como a realização de pesquisas, a publicação de livros e artigos, a realização de treinamentos e consultorias, entre outras. Além da similaridade dos números, a literatura também é convergente com relação a outros pontos: as causas para tal mortalidade estão relacionadas às características das empresas familiares discutidas anteriormente nesta dissertação, e os principais desafios enfrentados por essas empresas são a criação e a manutenção de um modelo de governança corporativa apropriado, a administração dos processos de sucessão e profissionalização e manutenção do controle acionário pela família empresária, pontos que serão discutidos adiante.

2.3.2.1. Governança corporativa

O conceito de governança corporativa

Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle (IBGC, 2009, p. 19). Toda organização, com ou sem fins lucrativos, possui um sistema de governança corporativa, independente da complexidade de sua estrutura e da qualidade das decisões proporcionadas por esse sistema.

Diversos sistemas (ou modelos) de governança corporativa têm sido recomendados por estudiosos e institutos de pesquisa voltados para esse assunto. Esses sistemas, em geral, estão relacionados a um conjunto de boas práticas de governança corporativa, que “convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade” (IBGC, 2009, p. 19).

Modelos de governança corporativa para empresas familiares

Como uma discussão mais ampla a respeito dos diversos modelos encontrados na literatura foge do escopo deste trabalho, a seção presente abordará o tema sempre dentro do contexto dos estudos sobre empresas familiares. Optou-se por restringir o escopo porque modelos genéricos de governança corporativa devem, necessariamente, ser adaptados à realidade da empresa familiar para que produzam resultados satisfatórios.

O objetivo de um modelo de governança da empresa familiar é “criar limites para determinar como a família vai se relacionar com seus próprios negócios; para definir responsabilidades, propriedades, prerrogativas de sócios e gestores” (NAJAAR, 2011, p. 83). Logo, observa-se o propósito de criar uma fronteira clara entre as três esferas (família, patrimônio e empresa), para evitar o que Werner (2004, p. 99) denomina de riscos da simultaneidade: o desempenho pelos membros da família de muitos papéis que lhes cabem, simultaneamente em mais de uma esfera. Passos *et al* (2006, p. 127) esclarecem que um modelo de governança possibilita a criação de fóruns de decisão que “contribuem decisivamente para a profissionalização da família, ainda que nem sempre sejam exigências legais” Na opinião do autor, por meio desses fóruns “é possível distribuir direitos e responsabilidades, criar canais adequados de comunicação, fortalecer a educação dos sócios e reforçar as fronteiras entre as esferas da família, do patrimônio e da empresa”.

O desenvolvimento de um modelo de governança passa, necessariamente por algumas etapas. Em primeiro lugar, é necessário desenhar a arquitetura do modelo, o que significa especificar as instâncias de decisão (ou órgãos) que farão parte do modelo, discutir suas atribuições e responsabilidades, definir as relações de autoridade e subordinação entre essas instâncias de decisão, desenvolver documentos que formalizem a interação entre as instâncias e, finalmente, implementar o modelo, fazendo com que o conceito de governança passe a fazer parte da rotina da empresa.

De acordo com Najaar (2011, p. 83), “o modelo se materializa, na prática, com o desenvolvimento do acordo de cotistas (ou acionistas), a criação do conselho de família, do conselho consultivo – que evoluirá para o conselho de administração, e dos órgãos assessoriais aos conselhos”. Moreira Júnior (2011, p. 75) indica ações para a arquitetura do sistema de governança na empresa familiar, visando a sua longevidade, por meio da realização de protocolos familiares (redução de conflitos); estabelecimento de instâncias de poder (conselho de família, conselho societário, conselho de administração e diretoria executiva) para a separação clara entre a propriedade, família e gestão, e a capacitação dos sócios para a implementação da profissionalização da empresa e da sociedade.

A Figura 5 ilustra um modelo convencional de governança corporativa na empresa familiar proposto por Passos *et al* (2006, p. 130), e destaca nas áreas acinzentadas as principais instâncias de decisão. A proposta do autor tem como ponto central a criação de três conselhos com funções familiares, societárias e de gestão, voltados respectivamente para discussões de questões relacionadas a cada uma das três esferas de uma empresa familiar: família, propriedade e empresa. Além desses três conselhos, a proposta contempla a criação de órgãos assessoriais, tais como um Escritório de Família e um Conselho de Herdeiros, para suportar o Conselho de Família; um Conselho Fiscal e uma Diretoria Executiva, para apoiar o Conselho de Administração; e um Conselho Consultivo para cada um dos três conselhos principais identificados anteriormente. O papel dos três conselhos principais será discutido a seguir.

Figura 5. Evolução da estrutura de governança

Fonte: Passos *et al* (2006, p. 130)

O primeiro conselho é denominado pelo autor como Conselho de Família, e “funciona como fórum no qual as questões familiares – interesses, conflitos, expectativas, crescimento, história, valores, ética, conduta, educação dos familiares e celebrações – sejam discutidas e administradas” (PASSOS *et al*, 2006, p. 131). Esse conselho está relacionado à primeira esfera da empresa familiar – a esfera da família, e deve ser composto exclusivamente por familiares.

O segundo, chamado de Conselho Societário, “é o órgão que representa o controle do capital da empresa, seja esse controle exercido pela família como um todo ou por um grupo controlador formado por parte da família” (PASSOS *et al*, 2006, p. 135). O Conselho Societário está ligado à segunda esfera – patrimônio, e deve ser composto por familiares que detenham algum interesse patrimonial sobre a empresa.

O terceiro é o Conselho de Administração, que “volta sua atenção exclusivamente para os negócios, a partir de uma visão estratégica e a partir de parâmetros de gestão corporativa” (PASSOS *et al*, 2006, p. 137). Ao contrário do Conselho de Família e do Conselho Societário, para os quais não há exigência legal, o Conselho de Administração é exigido no caso das sociedades anônimas, independente de serem familiares ou não.

Moreira Júnior (2011, p. 76) desenvolveu um modelo alternativo com foco na implementação da governança corporativa na empresa familiar, ilustrado na Figura 6. O modelo proposto pelo autor apresenta vantagens em comparação com o modelo proposto por Passos *et al* (2006, p. 130), uma vez que suas proposições vão além dos aspectos conceituais mas abordam também os desafios relacionados à implementação. O autor defende que o modelo proposto por ele “diferencia-se dos demais apresentados na literatura, especificamente no que tange ao processo de implementação”, e argumenta que “normalmente, os sistemas de governança na empresa familiar restringem-se à indicação das instâncias de poder e suas atribuições e à apresentação do protocolo familiar, sem contudo trabalhar os detalhes do processo para a construção do modelo” (MOREIRA JÚNIOR, 2011, p. 92).

Figura 6. Modelo de governança na empresa familiar

Fonte: Moreira Júnior (2011, p. 76)

2.3.2.2. Sucessão

O conceito de sucessão

Dos quatro desafios enfrentados pelas empresas familiares discutidos nesta dissertação, talvez a sucessão seja o mais importante deles. As revisões e os estudos bibliométricos sobre empresas familiares discutidos anteriormente nesta dissertação identificaram o tema como um dos mais estudados pelos pesquisadores dessa linha de pesquisa nas últimas décadas: dos 186

artigos revisados por Dyer e Sánchez (1998), 34 abordaram a sucessão; Bird *et al* (2002) identificaram a sucessão como o segundo tópico mais estudado, com 19% dos artigos; e o estudo bibliométrico realizado por Debicki *et al* (2009) também apontou que as questões de sucessão constituíam um percentual significativo dos artigos publicados. Benhoeft (2004, p. 28) apresenta conclusão similar, ao afirmar que “o processo de sucessão tem sido cada vez mais estudado e acompanhado como a fase mais delicada e desafiadora na continuidade das empresas”.

O motivo para que a assunto tenha recebido tamanha atenção da academia tem relação com a importância da sucessão para as empresas familiares. De acordo com Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 45), “uma das principais dificuldades encontradas pela empresa familiar, quanto a sua sobrevivência no longo prazo, é a transferência do poder dos fundadores para seus possíveis sucessores”, processo esse conhecido como sucessão.

Passos *et al* (2006, p. 73) definem a sucessão como o “processo pelo qual ocorre a transição do fundador ou dos líderes da atual geração nas esferas da família, do patrimônio e da empresa para lideranças da nova geração”. A definição proposta pelo autor enfatiza a ideia de que esse processo deve ser conduzido paralelamente nas três esferas, e cada uma delas “passará por seu próprio processo de sucessão, com a legitimação de sua própria liderança, de perfil específico”. Na visão de Moreira Júnior (2011, p. 39) a sucessão também deve ser compreendida como um processo de transição: “a sucessão não deve ser vista como um evento, mas sim como um processo. Trabalhar a sucessão como um evento é um erro muito grave, pois o trabalho de substituição deve ser feito com muita antecedência”.

Apenas um terço das empresas consegue realizar a troca de comando para a segunda geração e, desse número, aproximadamente 50% chegam à terceira (MOREIRA JÚNIOR, 2011, p. 72). Por esse motivo, é fundamental que esse processo seja bem compreendido pelas empresas familiares, de forma que eventuais dificuldades sejam minimizadas e a perenidade da empresa seja facilitada. Mamede e Mamede (2012, p. 122) também alertam para a importância do assunto, ao afirmar que “não considerar, permanentemente, a necessidade de sucessão na administração societária é um erro comum nas corporações e que cobra um preço alto das empresas”.

Dificuldades no processo de sucessão

A sucessão é uma necessidade que, cedo ou tarde, é percebida pela maior parte das empresas familiares. Contudo, a condução da troca de comando entre gerações é complexa, tanto que uma proporção relativamente pequena das empresas familiares consegue atravessar esse caminho com sucesso. A complexidade tem como fundamento algumas dificuldades inerentes ao processo sucessório enfrentadas pelas empresas familiares. A primeira dificuldade com que as famílias se deparam é justamente reconhecer a necessidade de iniciar o processo de sucessão o mais cedo possível. Além disso, a condução do processo exige planejamento e preparação, que muitas vezes são negligenciados. Por fim, mesmo iniciando a sucessão no momento correto e adotando um grau suficiente de planejamento, as empresas familiares se deparam com dificuldades oriundas do comportamento dos agentes envolvidos na sucessão, tais como o sucedido, o sucessor e outros públicos de interesse da empresa familiar. Essas três dificuldades serão discutidas a seguir.

A sucessão deve ser iniciada o mais cedo possível ou, pelo menos, não deve ser adiada até o momento em que sua necessidade seja premente. Moreira Júnior (2011, p. 42) acredita que esse processo pode ter início logo nos primeiros momentos de vida da empresa: “a sucessão deve ser planejada desde o início da empresa e pode constituir um elemento chave para a sobrevivência do empreendimento em longo prazo”.

Passos *et al* (2006, p. 27) também recomendam que o processo não seja adiado, em virtude das complexidades adicionais que podem surgir em uma discussão tardia sobre o assunto. Nas palavras dos autores, “o pior que se pode acontecer é adiar essa conversa até o momento em que o tema se impuser pelos caprichos do destino, com a morte ou o afastamento do fundador”. Os autores alertam que, nesse momento, “tudo tende a ficar mais complexo”.

Assim como os autores mencionados anteriormente, mas tratamento implicitamente da transição entre a primeira e a segunda gerações, Najaar (2011, p. 20) aconselha aos fundadores iniciarem a discussão sobre sucessão o mais rápido possível, e alerta que “não se trata de falar sobre doenças e morte, mas sobre a continuidade e a modernização da empresa”. Bernhoeft (2004, p. 28) acrescenta que “as transições bem sucedidas não acontecem em função de morte ou afastamento; elas são planejadas e implementadas muito antes desses momentos”.

Contudo, mesmo com todas essas advertências, “a maioria dos fundadores resiste à ideia de planejar a sucessão de maneira a antecipar-se a acontecimentos que não lhe agradem” (NAJAAR, 2011, p. 68). Essa resistência pode inviabilizar o êxito da sucessão, já que o

processo “começa quase obrigatoriamente pela ‘permissão’ e pelo desejo dos fundadores ou líderes da atual geração” (PASSOS *et al*, 2006, p. 30).

A premissa por trás da necessidade de iniciar de forma breve a sucessão é a importância do papel do sucedido na liderança desse processo, para garantir uma maior probabilidade de êxito. Isso porque, na visão de Moreira Júnior (2011, p. 42), é “muito importante que o próprio empresário fundador ajude a coordenar o programa de ação preferencialmente durante o seu período de gestão, para que se possa utilizar o seu poder nas relações interpessoais”. Logo, a discussão sobre sucessão na ausência do fundador tende a ser mais arriscada e conflituosa. Najaar (2011, p. 41) esclarece que na falta do fundador ou mesmo quando ele se encontra em idade avançada, “duas situações podem ocorrer: desagregação da família – situação que pode, inclusive, prejudicar a perenidade do patrimônio familiar – e emergência de uma nova liderança”. A desagregação da família aumenta a possibilidade de conflitos tornando-se algo indesejável.

Contudo, Mamede e Mamede (2012, p. 124) alertam que antecipar a sucessão pode não ser a melhor alternativa em determinadas situações. Na visão dos autores, mesmo com as vantagens de se antecipar o processo, a empresa deve estar atenta também para a escolha do momento adequado, “quando a empresa vive um momento mais tranquilo, evitando que eventos imponderáveis decidam o instante necessário”. Sob essa ótica, pode ser indesejável iniciar o processo em momentos de turbulência econômica, alterações profundas no setor de atuação ou até mesmo modificações relevantes na estrutura interna da empresa.

A segunda dificuldade relacionada à sucessão enfrentada pelas empresas é a falta de planejamento e preparação do processo, aspectos muitas vezes negligenciados. Mamede e Mamede (2012, p. 124) alertam que “não se pode deixar de considerar o custo elevado da ausência de um plano sucessório e, mesmo, da preparação de pessoas para que venham eventualmente a ocupar a administração societária a bem da proteção dos interesses familiares”. Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 62) vão além e consideram que o planejamento está intimamente relacionado com a possibilidade de sucesso. De acordo com os autores, “observa-se que o planejamento da sucessão não garante um resultado favorável, mas aumenta muito a possibilidade de alcançá-lo”. Mamede e Mamede (2012, p. 124) reforçam a importância do planejamento ao afirmar que, nos casos de sucessão improvisada, “assiste-se a uma situação muito próxima à de uma loteria”.

É necessário refletir a respeito da duração do processo de sucessão, sendo que estudiosos do assunto têm demonstrado preferência por uma transição mais longa por possibilitar o desligamento gradual do sucedido e a preparação do sucessor. Passos *et al* (2006, p. 73) concordam que um “componente de fundamental importância diz respeito ao tempo de duração do processo de continuidade e sucessão na família empresária”. O tempo de duração ideal não é uma escolha óbvia, e deve ser avaliado caso a caso. De acordo com os autores, quando essa questão é discutida com sucedidos e sucessores, “alguns acham que esse período deve ser de cinco anos, o tempo necessário para que o fundador, ou líder da atual geração, prepare-se para deixar o comando dos negócios e passe a cultivar outras atividades de seu interesse”. Por outro lado, “outros acreditam que a sucessão se resume a apenas alguns meses, o suficiente para que ‘as coisas se ajeitem’ na empresa depois da saída do pai”.

Em situações limítrofes identificadas pelos autores, o processo de sucessão pode consumir todo o período de convivência entre duas gerações adultas na empresa familiar, ou seja, até 40 anos, conforme ilustrado na Figura 7. De acordo com essa figura, assumindo-se uma diferença de idade de 20 anos entre sucedido e herdeiro, o período de convivência entre as duas gerações se inicia quando o sucedido apresenta por volta de 40 anos de idade e se encerra aos 80 anos. A área acinzentada representa, então, o período máximo de convivência de duas gerações adultas na empresa familiar de 40 anos.

Figura 7. Convivência de duas gerações adultas

Fonte: adaptado de Passos *et al* (2006, p. 74)

Mamede e Mamede (2012, p. 128) sugerem que o tempo de duração ideal deve ser alongado, mas não especificam um prazo desejável. Os autores acreditam que “pode-se alargar o tempo do processo de sucessão, aproveitando ao máximo a experiência dos gestores, mormente em ambientes da vigente escassez de talentos enfrentada pelo mercado, constatação reiterada por muitas empresas”. Logo, reconhecem que um período de transição mais longo é benéfico na medida em que possibilita um maior envolvimento do sucedido na gestão dos negócios e uma maior sobreposição entre os períodos de gestão do sucedido e do sucessor.

Os autores apontam outras duas motivações para que, na empresa familiar, o processo de sucessão seja mais longo: o tempo adicional “permite, ademais, recorrer a rotinas de preparação, como admitir os pretendentes na organização e submeter-lhes a um rodízio de funções (*job rotation*), fazendo com que conheçam o negócio por diversas perspectivas à medida que alteram cargos e funções na organização” (MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 125). Além disso, deve-se “ter redobrada atenção para evitar que se verifiquem impactos negativos junto à clientela, fornecedores, bem como junto ao corpo de funcionários”. (MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 124)

Moreira Júnior (2011, p. 96) estudou com profundidade o processo de planejamento da sucessão em empresas familiares, e observou que “nas várias empresas analisadas, pode-se verificar que nem todas as que fizeram um planejamento alcançaram bons resultados, mas a grande parte das que tiveram um final de sucesso planejaram seus passos antecipadamente, conseguindo assim antever problemas e resolvê-los no tempo e de maneira apropriada”.

A terceira dificuldade relacionada à sucessão nas empresas familiares é oriunda do comportamento dos agentes envolvidos na sucessão, tais como o sucedido, o sucessor e outros públicos de interesse da empresa familiar. Conforme se discutiu anteriormente nesta dissertação, as empresas familiares são profundamente influenciadas por aspectos comportamentais e pela presença de conflitos, o que torna o processo de sucessão desafiador.

Com relação às dificuldades oriundas do comportamento do sucedido, Najaar (2011, p. 46) destaca que “um dos aspectos que tornam o processo de sucessão do fundador mais complexo é a cultura paternalista da empresa familiar, ou seja, o líder desempenha seu papel com forte centralização”. Esse comportamento característico do empreendedor dificulta o processo sucessório na medida em que dificulta que o sucessor substitua o sucedido e assuma uma posição de liderança na empresa familiar. Najaar (2011, p. 46) acrescenta que “a consequência natural de um sistema de gestão centralizado é a dificuldade de surgirem novas

lideranças”. Werner (2004, p. 13) concorda com essa ideia ao afirmar que “a natureza centralizadora dos empreendedores é, em grande parte, responsável pelas dificuldades pertinentes à transição”. Contudo, é necessário ao empreendedor reconhecer que o surgimento de novas lideranças pode ser essencial para o crescimento e até mesmo para a sobrevivência da empresa familiar. A esse respeito, Moreira Júnior (2011, p. 43) avalia que “na medida em que o mercado muda, a empresa tem de adquirir novas formas de gerenciamento, pois práticas gerenciais utilizadas no passado e que trouxeram bons resultados para ela podem não ser úteis no presente ou futuro”.

Em conjunto com o comportamento centralizador, a dificuldade em abandonar a empresa motivada por fenômenos psicológicos é outro fator que atrasa a saída do empreendedor. Um dos fenômenos psicológicos identificados na literatura é denominado por Mamede e Mamede (2012, p. 127) como identidade organizacional. Na visão dos autores, “é extremamente comum que o administrador de sociedades familiares desenvolva uma identidade organizacional, (...) uma identificação radical entre a pessoa do executivo/funcionário e a empresa (...) fazendo com que a desvinculação implique um drama profissional: a perda da identidade corporativa”.

Passos *et al* (2006, p. 87) enfatizam que “todo o processos de planejamento da sucessão e da continuidade é permeado pela busca e desenvolvimento de novas lideranças”. Mas mesmo na hipótese de o empreendedor adotar um comportamento menos centralizador e mais favorável ao surgimento de novas lideranças, a substituição do sucedido pelo sucessor pode-se mostrar inviável. Essa substituição pode esbarrar na dificuldade de encontrar herdeiros suficientemente interessados ou preparados para assumirem a gestão da empresa. Bernhoeft (2004, p. 2) indica que os herdeiros de empresas familiares “se deparam com negócios já estabelecidos e de comprovado sucesso para os quais podem, ou não, ter talento”, e que a sucessão pode ser encarada como “uma grande oportunidade para alguns, mas pode ser fonte de conflitos para outros”. Mesmo que encarada como oportunidade pelo herdeiro, a preparação para os negócios pode ser insuficiente e os sucedidos podem cometer erros ao presumir que a presença do herdeiro no negócio é desejável, conforme alertam Mamede e Mamede (2012, p. 128): “não se pesquisa se há, ou não, capacidade técnica para administrar, se há tino comercial, se as virtudes reveladas pelo fundador ou por aquele que consolidou e expandiu a empresa estão efetivamente presentes no(s) herdeiro(s)”.

Moreira Júnior (2011, p. 39) recomenda também que “diversos agentes, além do sucessor propriamente dito, devem ser preparados, como fornecedores, bancos, clientes, funcionários e família empresária”, para aumentar a possibilidade de êxito do processo sucessório.

2.3.2.3. Profissionalização

O conceito de profissionalização

A profissionalização é também um dos mais importantes desafios vividos pelas empresas familiares, razão pela qual o assunto é amplamente discutido na literatura dessa linha de pesquisa. Diversos autores têm apresentado definições para o termo profissionalização, com algumas variações nas interpretações sobre o tema. Independente da definição adotada, a profissionalização é enxergada pela maioria dos autores como um processo.

De acordo com Passos *et al* (2006, p. 25), o conceito de profissionalização pode ser definido como a “capacitação da família para exercer seu papel de detentora do patrimônio, com ações nas três esferas – família, patrimônio e empresa”. A definição proposta pelos autores é útil na medida em que compreende a profissionalização como um processo abrangente, e não restrito apenas à esfera da empresa. Bernhoeft (1989, p. 20) concorda com essa interpretação e acrescenta que o trabalho de profissionalização “deve ser feito simultaneamente em três pontos: família, propriedade e administração”. O autor reforça que “os sócios familiares devem ser preparados para ajudar a comandar a empresa, mesmo sem estar ligados diretamente a gestão”.

Na definição de Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 42), profissionalização “é um processo de revisão da administração da empresa em que exista orientação para a separação entre a propriedade e a gestão; seja realizada uma substituição de critérios gerenciais subjetivos e implícitos por critérios objetivos e explícitos; e permita a existência de participantes da família na gestão desde que possuam qualificação adequada”. A interpretação do termo proposta pelos autores esclarece uma confusão muito comum quando se trata de assunto, ao afirmar que a profissionalização não exclui a possibilidade de existência de familiares na gestão.

Logo, deve-se esclarecer um ponto importante: os conceitos de gestão familiar e gestão profissional não são, necessariamente, opostos. Tanto que Passos *et al* (2006, p. 53) propõem

que a gestão familiar e a não familiar sejam vistas como parte de um *continuum*, enquanto a gestão profissional e a não profissional sejam parte de outro *continuum*. De acordo com os autores, a “gestão é familiar quando as posições estratégicas de comando da empresa são ocupadas predominantemente por membros da família sem considerar critérios para a avaliação dos talentos no desempenho das posições”. No extremo oposto, a gestão é não familiar “quando nenhuma das posições estratégicas de comando da empresa é ocupada por membros da família” (PASSOS *et al*, 2006, p. 54). Os autores reconhecem inclusive a possibilidade de um conceito intermediário que denominam gestão mista e definem como uma situação que “caracteriza-se pela busca da melhor composição possível entre membros da família e não familiares, levando em consideração seus talentos para o desempenho das posições estratégicas de comando da empresa” (PASSOS *et al*, 2006, p. 53).

Se os conceitos de gestão familiar e gestão profissional não são opostos, a gestão profissional não pode ser identificada por meio da ausência de familiares em posições de administração na empresa. Portanto, a gestão deve ser classificada como profissional ou não com base na forma de gestão, e não com base em quem desempenha o papel de gestor na empresa familiar.

Werner (2004, p. 89) faz uma ressalva à associação do conceito de profissionalização à utilização de profissionais não familiares, ao afirmar que “profissionalizar significa identificar a melhor competência para desempenho de determinadas funções” independente de o papel de gestor ser desempenhado por familiares ou não. Ainda de acordo com esse autor, “essas competências podem ser encontradas na própria família”. Mamede e Mamede (2012, p. 135) concordam que “é sim possível haver administração profissional desempenhada por um membro da família; dito d’outro jeito, administrar-se de forma profissional não é obrigatoriamente administrar-se por não familiares.”

Mesmo sendo vez ou outra combatida, a administração por membros da família pode ser vantajosa em determinados contextos, já que reduz a possibilidade de conflitos entre os gestores estranhos à família e à dinâmica própria das empresas familiares, além de em determinadas situações os membros da família poderem ser os gestores mais capacitados para administrar a empresa. Werner (2004, p. 89) aponta como vantagem da administração por membros da família a possibilidade “de se ter, desde logo, uma compatibilidade de valores com os detentores da propriedade”, e Najaar (2011, p. 172) acrescenta que “os membros sucessores possuem conhecimento íntimo do negócio da família e da filosofia/valores do fundador”.

Razões para a profissionalização

Esclarecido o conceito de profissionalização, é importante discutir as razões que tornam esse processo desejável e, em determinadas situações, necessário no ciclo de vida das empresas familiares. Três razões têm sido apontadas na literatura como as principais: a incompatibilidade entre as características apresentadas pelo empreendedor e as características demandadas pela empresa, a ausência em quantidade suficiente de administradores qualificados na família, e a necessidade de sinalizar para o mercado a qualidade da administração, por meio da inclusão de administradores não familiares.

A incompatibilidade entre as características apresentadas pelo empreendedor e as características demandadas pela empresa tende a se manifestar conforme se observa o crescimento da empresa familiar. Algumas características dessas empresas identificadas anteriormente nesta dissertação, como a presença da emoção e da afetividade, a preferência pela centralização e pela informalidade, podem ser mais desejáveis em um estágio de crescimento e menos desejáveis em um estágio de maturidade dos negócios. A complexidade crescente pode fazer com que o empreendedor deixe de ser o gestor ideal em uma determinada etapa do ciclo de vida da empresa. De acordo com Werner (2004, p. 17), “o bom empreendedor dificilmente será também o melhor gestor”, já que “a partir do momento que o empreendimento começa a ganhar dimensão, podem lhe faltar características essenciais para o bom desenvolvimento do negócio”. Logo, a profissionalização apresenta-se como uma alternativa para contornar o problema: a eventual deficiência no perfil do empreendedor é totalmente passível de ser solucionada com a compreensão da dinâmica da empresa e a contratação de especialistas (WERNER, 2004, p. 17).

Contudo, a profissionalização pode não ser a solução preferencial para o problema acima, já que o empreendedor pode apresentar preferência por sua substituição por outro membro da família. Essa alternativa nem sempre se mostra viável, já que determinadas famílias não contam em seu quadro com herdeiros suficientemente interessados e/ou capazes de assumir uma posição na empresa. Werner (2004, p. 64) lembra aos empreendedores que “é importante ter consciência de que a empresa familiar é, muitas vezes, fruto do sonho de uma geração”, sonho esse que pode não ser compartilhado pelas gerações seguintes. Constatado esse fato, Werner (2004, p. 64) recomenda que o empreendedor não insista e se ocupe de “elaborar estruturas jurídicas que visem salvaguardar o patrimônio para si e para gerações futuras”. Mais do que isso, na ausência de quantidade de administradores suficientes na família o único

caminho para aumentar as chances de perenidade da empresa passa necessariamente pela profissionalização.

Mesmo na hipótese de a empresa contar com a disponibilidade de administradores suficientes na família, ela pode se deparar com a necessidade de sinalizar para o mercado a qualidade da administração, por meio da inclusão de administradores não familiares. Isso porque “em muitos casos, percebe-se haver mesmo uma pressão da comunidade em geral, pela contratação de gestores estranhos à família, como se o simples fato de se contratar um profissional que não pertença à família fosse a garantia de melhorias na atividade negocial” (MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 134). A profissionalização, por si só, não é suficiente para garantir melhorias na administração das empresas familiares. Contudo, pode ter um papel adicional importante de sinalização, já que segundo Mamede e Mamede (2012, p. 136) “a contratação de um administrador profissional pode ser um sinal para o mercado sobre a intenção de atribuir um melhor governo ao negócio”. Os autores acrescentam que, nesse contexto, a profissionalização “pode ter reflexos positivos junto a financiadores, parceiros negociais, fornecedores, trabalhadores e mesmo junto aos consumidores”.

Dificuldades no processo de profissionalização

A profissionalização pode ser desejável para grande parte das empresas familiares, por conta das razões identificadas anteriormente. Entretanto, a profissionalização é trabalhosa e demanda esforços tanto da família quanto da empresa. Ao longo do caminho podem surgir dificuldades em sua implementação: a própria falta de conhecimento sobre como conduzir o processo tem sido identificada como a principal barreira para a profissionalização bem sucedida. Além disso, as empresas familiares enfrentam desafios relacionados à desconstrução do *statu quo*, ou seja, o desligamento dos gestores membros da família, e a contratação e retenção de profissionais não familiares para fazerem parte dos quadros da empresa.

A falta de conhecimento sobre como conduzir o processo é uma dificuldade que pode ameaçar seriamente a condução bem sucedida da profissionalização, uma vez que aumenta a probabilidade de insucesso. Para contornar essa dificuldade, Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 43) recomendam que os fundadores participem frequentemente de palestras e treinamento para adquirir os conhecimentos necessários e, quando houver recursos, devem contratar consultorias especializadas em profissionalização de empresas familiares.

Adicionalmente, outra dificuldade enfrentada pelas empresas familiares e, mais especificamente, pelo empreendedor, que geralmente assume o papel de liderança no processo de profissionalização, está relacionada à demissão de administradores membros da família que não contam com a qualificação desejável. Apesar de traumática, essa decisão “deve ser tomada, pois nos dias de hoje as empresas não conseguem sobreviver com um quadro de funcionários desqualificados” (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 43).

Por fim, a contratação e a retenção de profissionais do mercado têm sido desafiadoras para as empresas familiares que iniciam a profissionalização. Apesar de o mercado de trabalho, em geral, se mostrar repleto de profissionais com qualificação suficiente para assumir posições de liderança, a contratação de executivos qualificados não é trivial. Isso porque, na visão de Moreira Júnior e De Bortoli Neto (2007, p. 43), “um aspecto a ser verificado é se o executivo a ser contratado tem conhecimento em trabalhar em empresas familiares, pois a dinâmica é outra (...) e é preciso levar em conta o lado político de uma gestão familiar”. Mesmo executivos com carreiras invejáveis e passagens bem sucedidas por outros tipos de empresa podem apresentar desempenho insatisfatório quando imersos em um contexto diferente, como o da empresa familiar, “em muitos casos pela incapacidade do gestor estranho à família de compreender-lhe a estrutura, a dinâmica e o funcionamento” (MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 3).

Werner (2004, p. 45) acrescenta que as empresas familiares “também sofrem com a presença constante de profissionais que se valem de sua competência técnica para incentivar conflitos familiares na busca de mais espaço dentro da organização”. Por essa razão, o autor recomenda que “além da profissionalização da família, ocorra a familiarização dos profissionais e sua adequação aos princípios de gestão da família”. Nessas situações, em que se observa a contratação de executivos de mercado com experiências em empresas não familiares, “é comum os funcionários se rebelarem contra esses executivos, dificultando ainda mais o processo de profissionalização” (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 43).

Por conta das dificuldades mencionadas anteriormente, é provável que uma pequena parte das empresas familiares não sejam bem sucedidas no esforço de profissionalização, mesmo com todos os benefícios advindos desse processo. Em situações extremas, a profissionalização pode levar a problemas ainda maiores do que aqueles que levaram a empresa familiar a buscá-la: “não se desconhecem casos de empresas que, abandonando a gestão familiar e optando por uma administração profissional, viram-se conduzidas a crises econômico-financeiras”

(MAMEDE e MAMEDE, 2012, p. 3). Contudo, para a maior parte das empresas os benefícios tendem a superar as dificuldades abordadas nesta seção.

2.3.2.4. Manutenção do controle acionário

Os conceitos de controle acionário e diluição

Anteriormente nesta dissertação, afirmou-se que os principais desafios enfrentados pelas empresas familiares estão relacionados à criação e à manutenção de um modelo de governança corporativa apropriado e à administração dos processos de sucessão e profissionalização. Um quarto desafio, ainda que menos estudado pela academia, é de interesse central para esta dissertação: a manutenção do controle acionário pela família empresária, o que demanda administração da diluição do controle e do poder da família que naturalmente ocorre com o passar do tempo.

Antes de discutir o problema da diluição, é importante esclarecer que quando se trata do controle da família, o conceito de controle apropriado para compreensão do problema é o de controle acionário ou societário. De acordo com Mamede e Mamede (2012, p. 45), há controle societário quando uma sociedade possui a maioria dos votos nas deliberações societárias de outra sociedade, bem como o poder de eleger a maioria dos administradores. No caso de uma sociedade controlada por uma família, portanto, há controle familiar quando a família possui a maioria dos votos nas deliberações societárias dessa sociedade.

De maneira geral, pode-se afirmar que as empresas familiares pretendem ficar com o controle e a propriedade na família (MOREIRA JÚNIOR e DE BORTOLI NETO, 2007, p. 70). O pano de fundo dessa pretensão está relacionado ao envolvimento da família com a empresa, que torna provável que as metas e objetivos das empresas familiares sejam bastante diferentes dos objetivos de maximização do valor assumido por empresas não familiares de capital aberto e administradas por profissionais (SHARMA *et al*, 1997, p. 5). Um dos objetivos da família empresária identificados por Mamede e Mamede (2012, p. 16) é simplesmente “manter a empresa no âmbito da família”, o que permite “transformar a sociedade num espaço para a preservação da unidade familiar”.

Contudo, a preservação do controle acionário é um desafio para as empresas familiares na medida em que, com o passar do tempo, a diluição acionária dos membros da família é um

fenômeno que certamente será observado. A esse respeito, Passos *et al* (2006, p. 120) reconhecem que “a diluição do poder é uma verdade previsível na empresa familiar”, fato que Mamede e Mamede (2012, p. 12) explicam ao afirmar que “habitualmente, a família se fragmenta e espraia-se, o que leva à formação de núcleos familiares diversos, alguns mais próximos entre si, outros mais distantes, segundo a lógica aleatória das uniões afetivas”.

Logo, a razão por trás da diluição é justamente o crescimento da família, já que se espera um aumento no número de herdeiros a cada geração o que leva a uma redução nas participações acionárias individuais. O fragmentar-se e espraia-se da família são fatos encarados por Mamede e Mamede (2012, p. 12) como “próprios da evolução do tempo” e “podem impactar a empresa e, mais do que isso, podem impactar o bloco de controle familiar, demandando esforços para manter sua coesão, a bem da empresa, da coletividade social e do próprio bloco de controle”.

Talvez o problema da diluição não seja suficientemente perceptível na segunda geração de uma empresa familiar, mas certamente o será conforme o número de gerações na vida da empresa aumenta. É possível que esse problema se materialize logo na terceira geração, já que de acordo com Werner (2004, p. 82), essa geração “é notória pela excessiva pulverização do capital e estrutura familiar difusa” (WERNER, 2004, p. 82).

O fato de esse problema não ser perceptível no início da vida das empresas familiares é o principal motivo para que não tenha recebido a mesma atenção da academia em comparação com os outros desafios mencionados anteriormente nesta dissertação, como a manutenção de um modelo de governança corporativa apropriado e a administração dos processos de sucessão e profissionalização, já que esses desafios se materializam com muito mais antecedência, talvez antes mesmo da transição entre a primeira e a segunda gerações.

Reflexos sobre o comportamento das empresas familiares

A manutenção do controle familiar e a administração da diluição se torna um problema na medida em que um alto grau de diluição “dificulta o processo decisório” (WERNER, 2004, p. 82), trazendo consequências negativas para a empresa familiar como, por exemplo, a lentidão na tomada de decisões, a perda de interesse dos acionistas e o próprio surgimento de conflitos. Logo, a manutenção do controle familiar passa a ser algo desejável e perseguido pela família empresária.

Para a manutenção do controle, dois tipos de comportamentos têm sido adotados pelas empresas familiares. O primeiro comportamento envolve iniciativas de reconcentração do controle acionário, movimento estimulado por algumas famílias e que se operacionaliza por meio da aquisição de participações acionárias de acionistas por outros membros da própria família. Com relação a essas iniciativas, Passos *et al* (2006, p. 63) relatam que “há empresas familiares no mundo com mais de 200 anos, que passam em algum momento por um processo de reconcentração do controle, com alguns membros comprando a participação de outros”. Os autores acrescentam que essa reconcentração “acontece porque o grupo se vê, em dado momento, diante de uma pulverização tão grande, com participações acionárias individuais tão pequenas, que algumas pessoas podem perder o interesse pelos rumos da sociedade” (PASSOS *et al*, 2006, p 63).

O segundo comportamento para a manutenção do controle compreende a resistência a quaisquer transações que possam acelerar o processo de diluição da família. Entre essas transações encontram-se, por exemplo, a realização de fusões ou aquisições, ou mesmo a captação de recursos por meio da abertura de capital com a emissão de novas ações. Esse tipo de comportamento está fortemente relacionado com o desenvolvimento das hipóteses 1 e 2 desta dissertação, que serão discutidas a seguir.

2.4. Desenvolvimento das hipóteses

2.4.1. Hipótese 1

A primeira explicação de por que as empresas familiares apresentam menor propensão a realizar fusões e aquisições está relacionada às razões para essas transações e sua relação com os objetivos das empresas familiares. Os estudiosos de fusões e aquisições propuseram nas últimas décadas diversas hipóteses para explicar por que as empresas realizam fusões e aquisições. Em um trabalho clássico dessa linha de pesquisa, Seth (1990, p. 100) lembrou que essas hipóteses têm sido categorizadas em dois grupos. O primeiro postula que as fusões e aquisições são motivadas pela maximização do valor da empresa para os acionistas, enquanto o segundo propõe que os administradores das empresas adquirentes embarcam em fusões e aquisições para maximizar sua própria utilidade a expensas dos acionistas.

Segundo Seth (1990, p. 101-106), as principais hipóteses relacionadas à maximização do valor incluem poder de mercado, economias de escala, economias de escopo, co-seguro e diversificação de risco. A própria autora define poder de mercado como “a habilidade de um participante do mercado (...) controlar o preço, a quantidade ou a natureza dos produtos vendidos, de forma a gerar lucros anormais”. Economias de escala são reduções de custos obtidas na medida em que a empresa aumenta a produção de um determinado bem ou serviço, enquanto economias de escopo são reduções de custos resultantes do aumento da variedade de bens produzidos ou serviços prestados pela empresa (BESANKO *et al*, 2006, p. 94). Co-seguro é uma justificativa para a realização de fusões e aquisições baseada na idéia de que a probabilidade de falência pode ser reduzida pela combinação de duas empresas cujos fluxos de caixa esperados são imperfeitamente relacionados. Por fim, Seth (1990, p. 105) acrescentou que a diversificação de risco pode ser uma razão para fusões e aquisições porque quando há combinação de dois negócios diferentes, os fluxos de caixa da empresa resultante serão estabilizados e a variância dos retornos da empresa resultante será reduzida.

Por outro lado, as principais hipóteses não relacionadas à maximização de valor incluem conflito de agência e hubris. Ao descrever a natureza do conflito de agência nas decisões de fusão e aquisição, Berkovitch e Narayanan (1993, p. 350) argumentaram que esses eventos podem ser motivados pelos interesses dos administradores das empresas adquirentes que tendem a buscar fusões e aquisições por três razões. Primeiro, como o portfólio dos administradores está mais concentrado nas ações da empresa do que o portfólio dos acionistas (já que estes possuem a opção de diversificar enquanto aqueles são remunerados com base em opções e/ou ações de uma única empresa), realizar uma fusão ou aquisição pode ser uma alternativa para os administradores diversificarem seu portfólio. Segundo, como a remuneração dos administradores está relacionada com o tamanho da empresa, a realização de fusões e aquisições pode ser uma forma de aumentar rapidamente o tamanho e consequentemente sua própria remuneração. Terceiro, essas transações podem aumentar a complexidade da empresa de tal forma que os acionistas fiquem mais dependentes dos administradores. Segundo a hipótese do hubris os eventos de fusão e aquisição também são motivados por erros dos administradores que superestimam as sinergias.

Todas as hipóteses mencionadas anteriormente para explicar por que as empresas realizam fusões ou aquisições, exceto a hipótese do hubris, baseiam-se na premissa de que os acionistas e administradores procuram atingir objetivos financeiros exclusivamente, sem levar em

consideração as diferenças entre empresas familiares e não-familiares e a possibilidade de que as primeiras não persigam apenas objetivos financeiros.

Sharma *et al* (1997, p. 5) alertaram que devido ao envolvimento da família, é provável que as metas e objetivos das empresas familiares sejam bastante diferentes dos objetivos de maximização do valor assumido por empresas não familiares de capital aberto e administradas por profissionais. Sharma, (2004 p. 6) acrescentou que é geralmente aceita a idéia de que as empresas familiares buscam alcançar uma combinação de objetivos financeiros e não financeiros, ideia reforçada por Najaar (2011, p. 172) segundo quem as famílias que possuem negócios estão interessadas em algo mais do que fazer dinheiro. Debicki *et al* (2009, p. 161) concordaram ao afirmar que as empresas familiares frequentemente perseguem objetivos, como o bem-estar familiar e proporcionar empregos para membros da família, que diferem daqueles perseguidos por organizações não-familiares. Portanto, na visão dos autores é provável que os objetivos não econômicos sejam importantes para muitas empresas familiares, e algumas das diferenças nos comportamentos e no desempenho entre empresas familiares e não familiares parecem estar ligados a uma maior busca por objetivos não econômicos por aquelas. Debicki *et al* (2009, p. 160) foram além ao reconhecer a importância dos objetivos não financeiros e afirmaram que compreender como os objetivos não econômicos afetam o comportamento e a performance parece fundamental para o desenvolvimento de uma teoria sobre empresas familiares.

No início da década de 90 em um trabalho pioneiro, Tagiuri e Davis (1992) estudaram os objetivos das empresas familiares e relataram os seis principais: ter uma empresa onde os funcionários pudessem ser felizes, produtivos e orgulhosos; garantir segurança financeira e benefícios para o proprietário; desenvolver novos produtos de qualidade; servir como um veículo para crescimento social, promoção pessoal e autonomia; promover a boa cidadania corporativa; e fornecer segurança no trabalho. Ressalta-se que dos seis objetivos identificados pelos autores apenas o segundo está relacionado à dimensão financeira, o que poderia ser um sinal de que os objetivos financeiros estão em segundo plano para essas empresas. Além disso, a própria manutenção do controle acionário pela família empresária, discutida anteriormente nesta dissertação, também é um objetivo não financeiro de fundamental importância.

A segunda explicação de por que as empresas familiares apresentarem menor propensão a realizar fusões e aquisições está relacionada à perda de benefícios privados do controle da

empresa. Em um estudo mundial sobre propriedade corporativa, La Porta *et al* (1999, p. 473) apontaram uma razão pela qual é provável que as empresas familiares sejam resistentes à perda do controle. De acordo com os autores, em países com fraca proteção aos acionistas minoritários, perder o controle e tornar-se um acionista minoritário pode ser tão custoso por conta da perda dos benefícios privados do controle que os acionistas controladores fariam de tudo para mantê-lo. Isso porque conforme a propriedade se torna mais dispersa, fica mais difícil exercer controle sobre a empresa (SCHULZE *et al*, 2003). Para La Porta *et al* (1999, p. 473), o custo mencionado anteriormente teria como implicação acionistas controladores mais inclinados a deter suas ações e menos interessados em vendê-las no mercado. Como os eventos de fusão e aquisição podem implicar em diluição da participação acionária da família, espera-se que os acionistas controladores também estejam inclinados a deter suas ações evitando esse tipo de transação.

Sharma (2004, p. 19) concordou com essa ideia e reconheceu que a maioria dos líderes das empresas familiares deseja que a família retenha o controle acionário mesmo após o fim de seus mandatos. Para o autor, esse desejo está relacionado a três razões: os sistemas legais vigentes garantem pouca proteção aos acionistas de tal forma que a separação entre propriedade e controle seja ineficiente; a família obtém benefícios não pecuniários e reputacionais significativos com a manutenção da liderança da empresa; e algumas vantagens competitivas das empresas familiares podem estar baseadas em um conhecimento idiossincrático que só pode ser transferido eficientemente para membros da família.

Considerando que as empresas em geral realizam fusões e aquisições para alcançar objetivos exclusivamente financeiros, mas as empresas familiares são conhecidas por não perseguirem apenas objetivos financeiros; e considerando que os acionistas de empresas familiares são mais beneficiados pelos benefícios privados do controle do que os acionistas de empresas não familiares, e os eventos de fusões e aquisições implicam em redução do controle, propõe-se a primeira hipótese de pesquisa:

Hipótese 1. As empresas familiares são menos propensas a realizar fusões e aquisições do que as empresas não familiares

2.4.2. Hipótese 2

Shim e Okamuro (2011, p. 194) acrescentaram que o nível de participação acionária da família antes desses eventos também podem afetar as decisões de fusão e aquisição. Se a participação acionária for suficientemente alta para manter o controle mesmo após o evento, os acionistas das empresas familiares não ficarão receosos em perder o controle acionário. Nessa situação, eles estarão tão inclinados a se engajar em fusões ou aquisições quanto os acionistas das empresas não familiares. Com base nesse argumento, propõe-se a segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese 2. O nível de participação acionária da família é positivamente relacionado com a propensão a realizar fusões e aquisições

2.4.3. Hipótese 3

Mesmo que a propensão a realizar fusões e aquisições seja mais baixa para as empresas familiares, o fato é que algumas dessas empresas mesmo assim realizam essas transações. Esse comportamento deveria estar associado a um dos seis objetivos das empresas familiares identificados por Tagiuri e Davis (1992). É pouco provável que a motivação para realizar essas transações esteja relacionada à busca por um dos cinco objetivos não financeiros mencionados anteriormente. Restaria como alternativa o argumento de que as empresas familiares que realizam fusões e aquisições o fazem em busca do único objetivo financeiro mencionado por esses autores: garantir segurança financeira e benefícios para os proprietários.

Ao avaliar o impacto dessas transações sobre a riqueza dos proprietários, os estudiosos de fusões e aquisições têm recorrido a duas abordagens identificadas por Seth (1990, p. 99). Uma corrente de pesquisadores tem examinado a performance contábil das empresas, mas a autora alertou que as medidas contábeis utilizadas não são indicadores confiáveis da criação de riqueza por causa da diferença nos padrões contábeis adotados pelas empresas e porque essas medidas não levam em consideração o risco. Outra corrente de pesquisadores tem usado medidas baseadas no mercado para superar esses problemas e comparar a performance das empresas após as transações, utilizando uma metodologia amplamente utilizada denominada estudo de evento que será descrita posteriormente nesta dissertação.

Em linhas gerais, a medida mais utilizada para analisar a riqueza dos proprietários é o valor das ações, e o efeito de um evento como uma fusão ou aquisição pode ser mensurado como a

mudança do preço das ações durante um período em torno do evento. De acordo com McNamara *et al* (2008, p. 119), essa mudança de preço é chamada de retorno anormal e é calculada como a diferença entre o retorno observado de uma ação e o retorno esperado para a mesma ação, em determinado período.

Sabe-se que a criação de valor é positiva e significativa para todos os tipos de aquisição: no estudo clássico de Seth (1990, p. 111) mencionado anteriormente, a autora encontrou um aumento médio de 11% no valor combinado das empresas adquirente e adquirida no período em torno da data de anúncio das transações. Como as empresas familiares enfrentam custos superiores relacionados à perda de benefícios privados do controle em comparação com as empresas não familiares, é razoável imaginar que aquelas sejam compensadas por esses custos ao se envolver nessas transações por meio de um retorno anormal acumulado mais elevado. Logo, propõe-se a terceira hipótese dessa pesquisa:

Hipótese 3. As empresas familiares apresentam retorno anormal acumulado mais alto do que as empresas não familiares nos eventos de fusão e aquisição

3. METODOLOGIA

3.1. População e amostra

A literatura apresenta um conjunto amplo de definições conceituais de empresas familiares, conforme se discutiu anteriormente. Reconhecendo a heterogeneidade dessas empresas e o efeito da estrutura de propriedade e de gestão sobre as características das empresas familiares, Leithbridge (1997, p. 7) propôs uma tipologia que divide as empresas familiares em três grupos. O primeiro é composto por empresas familiares tradicionais, que na visão do autor mais correspondem a empresas de capital fechado, nas quais existe pouca transparência administrativa e financeira e a família exerce um domínio completo sobre os negócios. O segundo contém as empresas familiares híbridas, caracterizadas como empresas de capital aberto em situações em que a família ainda detém o controle, mas há maior transparência e participação na administração por profissionais não familiares. O terceiro grupo é representado pelas empresas de influência familiar, caracterizadas também como empresas de capital aberto mas em situações em que a maioria das ações estão em poder do mercado e a família, mesmo afastada da administração cotidiana, mantém uma influência estratégica através de participação acionária significativa. A população utilizada nesta pesquisa foi composta por empresas familiares do segundo e terceiro grupos, excluindo portanto as empresas familiares de capital fechado.

As pesquisas sobre empresas familiares têm sido conduzidas usando técnicas de amostragem não probabilística e pequenas amostras, o que limita a generalização de suas conclusões (WINTER *et al*, 1998, p. 241). Por outro lado, as pesquisas sobre fusões e aquisições geralmente se apoiam em técnicas de amostragem mais robustas e em grandes amostras. Quando essas pesquisas procuram avaliar a dimensão financeira das transações (como por exemplo, a existência de retornos anormais) os pesquisadores se apoiam em populações de companhias abertas, considerando que elas oferecem inúmeras oportunidades de obtenção de dados que não seriam observáveis no caso de companhias de capital fechado. Esse argumento justifica a composição da população desta pesquisa, que será descrita a seguir.

3.1.1. Composição da população

Considerando as hipóteses desta dissertação e a natureza dos dados necessários para testar essas hipóteses, a população de estudo compreende as companhias abertas brasileiras com

registro em bolsa de valores. Para obter a relação de empresas que compõem a amostra, partiu-se da lista divulgada pela BM&FBOVESPA em seu website denominada “Classificação setorial das empresas e fundos negociados na BM&FBOVESPA”. A referida lista foi obtida em 22/05/2012.

A classificação setorial da BM&FBOVESPA contém todos os ativos admitidos à negociação em determinada data, bem como sua classificação em termos de setor e de mercado de negociação. Com relação ao setor, as empresas são classificadas em dez categorias abrangentes denominadas setores econômicos. Cada setor econômico é dividido em subcategorias intermediárias, chamadas de subsetores. Esses, por sua vez, são também divididos em categorias específicas nomeadas segmentos.

Com relação ao mercado de negociação, as empresas são divididas nos seis mercados administrados pela BM&FBOVESPA. Os quatro primeiros são conhecidos como mercados de bolsa, e compreendem empresas do mercado de bolsa tradicional e dos segmentos especiais de governança corporativa – Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Os dois últimos são os chamados mercados de balcão organizado, e compreendem empresas do mercado de balcão tradicional e do segmento especial BOVESPA MAIS.

A Tabela 14 ilustra a composição da população desta dissertação, composta por 708 ativos, por setor econômico. Observa-se que o setor “Financeiro e outros” predomina na população com 284 ativos, mas a razão dessa predominância não reflete a quantidade de empresas listadas desse setor. Conforme observado anteriormente, a classificação setorial da BM&FBOVESPA contém fundos de investimento além de empresas. Todos os fundos são classificados como integrantes do setor “Financeiro e outros”. Outros setores importantes na população são “Consumo cíclico”, “Construção e transporte” e “Utilidade pública”, com 79, 74 e 72 ativos, respectivamente.

Tabela 14. Composição da população por setor econômico

Setor econômico	Número de ativos
Petróleo, gás e biocombustíveis	13
Materiais básicos	49
Bens industriais	39
Construção e transporte	74
Consumo não cíclico	62
Consumo cíclico	79

Tecnologia da informação	21
Telecomunicações	15
Utilidade pública	72
Financeiro e outros	284
Total	708

A Tabela 15 contém a composição da população por mercado de negociação. É possível notar que os ativos do mercado de bolsa tradicional são os mais frequentes, com 334 ativos, seguidos pelos ativos do mercado de balcão tradicional e os do Novo Mercado.

Tabela 15. Composição da população por mercado de negociação

Setor econômico	Número de ativos
Mercado de bolsa tradicional	334
Novo Mercado	127
Nível 2	19
Nível 1	36
Mercado de balcão tradicional	189
BOVESPA MAIS	3
Total	708

3.1.2. Construção da amostra

A construção da amostra utilizada nesta dissertação teve como ponto de partida o conjunto dos 708 ativos citados anteriormente. Contudo, alguns cuidados adicionais foram tomados com o objetivo de obter uma amostra suficientemente robusta, que permitisse testar as hipóteses de pesquisa e comparar os resultados com pesquisas similares encontradas na literatura.

Em primeiro lugar, adotou-se como critério de exclusão a classificação setorial mencionada anteriormente. 284 ativos classificados no setor econômico “Financeiro e outros” foram excluídos, uma vez que a classificação setorial divulgada pela BM&FBOVESPA inclui nessa categoria fundos de investimento cuja análise foge do escopo desta dissertação. Além disso, as empresas desse setor incluem bancos e seguradoras, que adotam um plano contábil de contas diferenciado e, por consequência, a obtenção de algumas variáveis utilizadas na pesquisa seria impossível. 72 ativos classificados no setor “Utilidade pública” e 15 ativos do

setor “Telecomunicações” também foram excluídos, tendo em vista a significativa presença de empresas não operacionais nesses setores.

Em segundo lugar, foi utilizada como critério de exclusão a classificação por segmento de negociação, também mencionada anteriormente. As 78 empresas registradas no mercado de balcão organizado que não haviam sido retiradas da amostra por conta do critério setorial foram excluídas. O mercado de balcão organizado inclui o denominado mercado de balcão organizado tradicional e o BOVESPA MAIS, e suas empresas estão sujeitas a um regime de divulgação de informações diferenciado. Logo, a obtenção de algumas variáveis utilizadas na pesquisa seria inviável.

Em terceiro lugar, foram excluídas da amostra 15 empresas registradas em bolsa a partir de 2011. Isso porque esta pesquisa procurou estudar os eventos de fusão e aquisição ocorridos entre os anos de 2007 e 2011, e as empresas da população listadas de 2012 em diante não divulgaram dados que permitissem sua análise.

Em quarto lugar, foram excluídas 16 empresas subsidiárias de outras companhias da amostra. Esse critério de exclusão foi baseado no argumento de Shim e Okamuro (2011, p. 195), autores que adotaram a premissa de que “fusões de subsidiárias são em grande parte decididas pelas empresas-mãe, em vez de pelas próprias subsidiárias”.

Por fim, outras 12 empresas foram excluídas por conta da indisponibilidade de dados, o que tornaria impossível sua inclusão nos modelos de análise descritos posteriormente no texto. Logo, a amostra utilizada nesta dissertação foi composta por 216 companhias de capital aberto com registro em bolsa de valores. A Tabela 16 contém a lista dessas empresas, identificadas pelo nome de pregão adotado na BM&FBOVESPA.

Tabela 16. Composição da amostra

Aco Altona	Direcional	Itautec	Mundial	Sondotecnica
Aliperti	Doc Imbituba	JBS	Nadir Figuei	Souza Cruz
All Amer Lat	Dohler	JHSF Part	Natura	Springer
Alpargatas	DTCOM-Direct	Joao Fortes	Net	Springs
Ambev	Duratex	Josapar	Nordon Met	SPTuris
Amil	Ecorodovias	JSL	Oderich	Sultepa
Anhanguera	Elekeiroz	Karsten	Odontoprev	Suzano Hold
Azevedo	Embraer	Kepler Weber	OGX Petroleo	Suzano Papel
B2W Varejo	Estacio Part	Klabin S/A	OHL Brasil	TAM S/A

Bardella	Estrela	Kroton	OSX Brasil	Tec Blumenau
Baumer	Eternit	Lark Maqs	P.Acucar-CBD	Tecel S Jose
Bematech	Eucatex	Le Lis Blanc	Panatlantica	Tecnisa
BHG	Even	Lix da Cunha	Paranapanema	Tecnosolo
Bic Monark	Eztec	LLX Log	PDG Realt	Tectoy
Biommm	Fab C Renaux	Localiza	Pet Manguinh	Tegma
Bombril	Fer Heringer	Log-In	Petrobras	Teka
BR Brokers	Ferbasa	Lojas Americ	Petropar	Tekno
Braskem	Fibam	Lojas Hering	Pettenati	Telebras
Brasmotor	Fibria	Lojas Marisa	Plascar Part	Tempo Part
BRF Foods	Fleury	Lojas Renner	Portobello	Tereos
Brookfield	Forja Taurus	Lopes Brasil	Portx	Tex Renaux
Buettner	Fras-Le	Lupatech	Positivo Inf	Totvs
Cacique	Gafisa	M G Poliest	Pq Hopi Hari	Trevisa
Caf Brasilia	Gerdau	M.DiasBranco	Pro Metalurg	Trisul
Cambuci	Gerdau Met	Magnesita SA	Profarma	Triunfo Part
CC Des Imob	Gol	Mangels Indl	Providencia	Tupy
CCR SA	GPC Part	Marcopolo	RaiaDrogasil	Unipar
Cedro	Grazziotin	Marfrig	Randon Part	Usiminas
Celul Irani	Grendene	Marisol	Rasip Agro	V-Agro
Chiarelli	Grucai	Melhor SP	Recrusul	Vale
Cia Hering	Guararapes	Mendes Jr	Renar	Valid
Clarion	Haga S/A	Met Duque	Rimet	Vicunha Text
Cobrasma	Helbor	Metal Iguacu	Riosulense	Viver
Const A Lind	Hercules	Metal Leve	Rodobensimob	Vulcabras
Contax	Hoteis Othon	Metalprio	Rossi Resid	Weg
Cosan	HRT Petroleo	Metisa	Santos BRP	Wembley
Cotemiinas	Hypermarcas	Millenium	São Martinho	Wetzel S/A
CR2	Ideiasnet	Mills	Saraiva Livr	Whirpool
Cremer	IGB S/A	Minasmaquina	Sauipe	Wiest
CSU Cardsyst	Iguacu Café	Minerva	Schlosser	WLM Ind Com
Cyrela Realt	Ind Cataguas	Minupar	Schulz	
D H B	Inds Romi	MMX Miner	Sergen	
Dasa	Inepar	MRV	Sid Nacional	
Dimed	Ioehp-Maxion	Multiplus	SLC Agricola	

Com base nessa amostra de 216 empresas e no período investigação de 5 anos, esta dissertação contou com 1.080 empresas-ano, sendo que cada uma delas representou uma observação nos modelos de regressão múltipla utilizados para testar as hipóteses 1 e 2.

3.2. Variáveis

3.2.1. Hipóteses 1 e 2

Anteriormente nesta dissertação, foram enunciadas as hipóteses 1 e 2. Para testar essas hipóteses, foram utilizadas algumas variáveis amplamente discutidas na literatura sobre fusões e aquisições, que serão descritas a seguir.

A variável Fusão ou Aquisição ($foua_{it}$) é a variável dependente no teste dessas hipóteses, e representa a ocorrência, em determinado ano, de um ou mais eventos de fusão ou aquisição envolvendo a empresa em questão. No caso dos eventos de aquisição, considerou-se apenas o envolvimento na condição de adquirente. $foua_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa “i” realizou fusão ou aquisição no ano “t” e 0 se não realizou nenhum desses eventos.

A variável Empresa Familiar ($efam_{it}$) é a principal variável de interesse na Hipótese 1, e representa a classificação das empresas da amostra em dois grupos: empresas familiares e não familiares. $efam_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa “i” foi classificada como empresa familiar no ano “t” e 0 se foi classificada como não familiar. Para classificar uma empresa como familiar, foram adotados como critérios a existência simultânea de propriedade familiar e gestão familiar.

Observou-se a propriedade familiar por meio da análise do controle acionário de cada empresa da amostra. Quando foi possível identificar o controle acionário detido por uma ou mais pessoas representantes de uma mesma família (no caso de empresas unifamiliares), ou duas ou mais pessoas representantes de famílias diferentes (no caso de empresas multifamiliares), atribuiu-se à empresa a condição de propriedade familiar. Das 216 empresas da amostra, 142 foram consideradas empresas com propriedade familiar. A Tabela 17 contém a lista dessas empresas, bem como o nome da(s) respectiva(s) família(s) empresária(s).

Tabela 17. Empresas da amostra com propriedade familiar

A Tabela abaixo contém as empresas da amostra com propriedade familiar. As colunas “família(s)” apresentam o sobrenome das famílias empresárias, no caso das empresas unifamiliares, e o termo “multifamiliar” indica a existência de mais de uma família, no caso das empresas multifamiliares.

Empresa	Família(s)	Empresa	Família(s)
Aco Altona	Werner	Lojas Marisa	Multifamiliar
Aliperti	Aliperti	Lopes Brasil	Lopes
Alpargatas	Camargo Correa	M G Poliest	Ghisolfi
Amil	Bueno	M.Diasbranco	Dias Branco
Azevedo	Mendes	Mangels Indl	Mangels
Bardella	Bardella	Marcopolo	Multifamiliar
Baumer	Baumer	Marfrig	Santos
Bic Monark	Marzagão	Marisol	Donini
Biommm	Multifamiliar	Melhor SP	Multifamiliar
Braskem	Odebrecht	Mendes Jr	Mendes
Buettner	Mansour	Met Duque	Hagemann
Cacique	Coimbra	Metal Iguacu	Payrebrune
Caf Brasilia	Barreto	Metisa	Snell
Cambuci	Estefano	Mills	Nacht
CC Des Imob	Camargo Correa	Minasmaquina	Faria
Cedro	Multifamiliar	Minerva	Queiroz
Celul Irani	Druck	MRV	Menin
Chiarelli	Chiarelli	Multiplus	Amaro
Cia Hering	Hering	Mundial	Ceitlin
Clarion	Ferrari	Nadir Figuei	Paula e Silva
Cobrasma	Vidigal	Natura	Multifamiliar
Const A Lind	Lindenberg	Nordon Met	Rocio
Cosan	Ometto	Oderich	Oderich
Coteminas	Gomes da Silva	Panatlantica	Maselli
CSU Cardsyst	Leite	Pet Manguinh	Multifamiliar
Cyrela Realt	Horn	Petropar	Ling
D H B	Multifamiliar	Pettenati	Pettenati
Dimed	Multifamiliar	Portobello	Gomes
Direcional	Gontijo	Positivo Inf	Multifamiliar
Dohler	Dohler	Pq Hopi Hari	Correa
DTCOM-Direct	Multifamiliar	Profarma	Birmarcker
Duratex	Multifamiliar	Randon Part	Randon
Ecorodovias	Almeida	Rasip Agro	Randon
Elekeiroz	Multifamiliar	Recrusul	Multifamiliar
Estrela	Tilkian	Riosulense	Stramosk
Eucatex	Maluf	Rodobensimob	Verdi

Eztec	Multifamiliar	Rossi Resid	Rossi
Fab C Renaux	Multifamiliar	Sao Martinho	Ometto
Fer Heringer	Heringer	Saraiva Livr	Saraiva
Fibam	Paperini	Schlosser	Schlosser
Fibria	Ermírio de Moraes	Schulz	Multifamiliar
Forja Taurus	Estima	Sergen	Multifamiliar
Fras-Le	Randon	Sid Nacional	Steinbruch
Gerdau	Gerdau	SLC Agrícola	Logemann
Gerdau Met	Gerdau	Sondotecnica	Rotstein
Gol	Constantino	Springer	Amato
GPC Part	Multifamiliar	Springs	Gomes da Silva
Grazziotin	Grazziotin	Sultepa	Portella Nunes
Grendene	Grendene	Suzano Hold	Feffer
Guararapes	Rocha	Suzano Papel	Feffer
Helbor	Borenstein	TAM S/A	Amaro
Hercules	Ceitlin	Tecel S Jose	Ferreira
Hypermarcas	Multifamiliar	Tecnisa	Nigri
IGB S/A	Staub	Tecnosolo	Multifamiliar
Ind Cataguas	Peixoto	Tectoy	Arnhold
Inds Romi	Multifamiliar	Tegma	Multifamiliar
Inepar	Oms	Teka	Kuehnrich
Iochp-Maxion	Iochpe	Tekno	Madeira
Itautec	Multifamiliar	Tereos	Duval
JBS	Batista	Tex Renaux	Multifamiliar
JHSF Part	Auriemo	Trevisa	Multifamiliar
Joao Fortes	Carneiro	Trisul	Cury
Josapar	Oliveira	Triunfo Part	Multifamiliar
JSL	Simões	Unipar	Geyer
Karsten	Karsten	Vicunha Text	Steinbruch
Klabin S/A	Klabin	Vulcabras	Grendene
Lark Maqs	Franco	Weg	Multifamiliar
Lix da Cunha	Multifamiliar	Wembley	Gomes da Silva
Localiza	Multifamiliar	Wetzel S/A	Silva
Lojas Americ	Multifamiliar	Wiest	Wiest
Lojas Hering	Steinbach	WLM Ind Com	Moraes

A gestão familiar foi observada por meio da análise da composição do conselho de administração e da diretoria executiva de cada empresa da amostra. Quando foi possível identificar a presença, em um desses órgãos, de um ou mais representantes da família

identificada como detentora da propriedade, atribuiu-se à empresa a condição de gestão familiar. Das 142 empresas com propriedade familiar identificadas na Tabela 17, apenas 5 não se enquadraram no conceito de gestão familiar. Logo, a amostra foi composta por 137 empresas familiares e 79 empresas não familiares.

A variável Participação Familiar ($pfam_{it}$) é a principal variável de interesse na Hipótese 2 e representa a participação percentual da(s) família(s) detentora(s) do controle acionário sobre o total das ações emitidas pela empresa. Essa variável foi observada apenas para as empresas classificadas como familiares, por meio da análise da composição do capital social. No caso das empresas multifamiliares, calculou-se a participação percentual de todas as famílias integrantes do bloco de controle.

Para testar as hipóteses 1 e 2, foram utilizadas também variáveis de controle que também influenciam a propensão de uma empresa realizar fusões ou aquisições, seguindo Shim e Okamuro (2011, p. 196).

A variável Lucratividade ($lucr_{it}$) representa o retorno sobre o ativo, calculado pela divisão do lucro operacional (LAI) da empresa “i” no ano “t” pelo ativo total da empresa “i” nesse mesmo ano. Sua utilização foi baseada no argumento pioneiro de Jensen (1986, p. 328), que identificou uma performance operacional excepcionalmente boa antes dos eventos de fusão ou aquisição.

A variável Q de Tobin ($qtob_{it}$) é um indicador da valorização da empresa, calculado pelo soma do valor de mercado das ações com o valor contábil da dívida de longo prazo, tudo isso dividido pelo ativo total. Considerando que “a estimação do Q de Tobin com base em dados reais envolve procedimentos consideravelmente complexos” (FAMÁ e BARROS, 2000, p. 37), optou-se por lançar mão do procedimento simplificado para cálculo desse indicador proposto por Shin e Stulz (2000, p. 4), que definem um Q de Tobin aproximado como a soma do valor de mercado das ações com o valor contábil da dívida, dividido pelo valor contábil do ativo total. A inclusão dessa variável é justificada pela teoria, uma vez que Jovanovic e Rousseau (2002, p. 198) descobriram que os investimentos de uma empresa em fusões e aquisições possuem uma resposta mais sensível ao Q de Tobin do que os investimentos em crescimento orgânico.

Além disso, optou-se por utilizar também a variável Q de Tobin Alto ($qalt_{it}$), uma variável binária que assume o valor 1 se o Q de Tobin da empresa “i” no ano “t” foi superior à

mediana do Q de Tobin de todas as empresas nesse mesmo ano. Sua inclusão é justificada pela descoberta de Jovanovic e Rousseau (2002, p. 198) de que empresas com Q de Tobin elevado geralmente adquirem empresas com Q de Tobin mais baixo.

A variável Tamanho ($tama_{it}$) representa o tamanho da empresa “i” no ano “t”, e foi medida como o logaritmo natural da receita líquida anual. Optou-se por utilizar a variável na forma funcional logarítmica para contornar eventuais problemas de heteroscedasticidade, já que essa variável em sua forma pura não foi medida em escala relativa ou binário, ao contrário das demais variáveis utilizadas no teste das hipóteses 1 e 2.

A variável Alavancagem ($alav_{it}$) é o resultado da divisão do valor contábil da dívida de longo prazo pelo ativo total, indicadores obtidos para a empresa “i” no ano “t”. A inclusão dessa variável foi baseada na afirmação de Jensen (1986, p. 324) de que a existência de dívida reduz a quantidade de recursos disponíveis para dispêndio dos administradores. Como “administradores com poder de alavancagem não utilizado são mais inclinados a se envolver em fusões de baixo benefício ou destruidoras de valor”, um menor grau de alavancagem tem como consequência uma maior propensão a realizar fusões ou aquisições.

A variável Folga Financeira ($folg_{it}$) é o resultado da divisão das disponibilidades pelo ativo total da empresa “i” no ano “t”. O argumento teórico que suporta a inclusão dessa variável é equivalente ao que justificou a inclusão da variável Lucratividade, e se baseia na ideia de Jensen (1986, p. 323) segundo a qual a existência de fluxos de caixa substanciais pode motivar os administradores a realizar investimentos improdutivos, inclusive em fusões ou aquisições.

A variável Investimento ($inve_{it}$) é o resultado da diferença entre o ativo imobilizado nos anos “t” e “t -1” adicionada da depreciação no ano “t”, tudo isso dividido pelo ativo total. Essa variável foi incluída tendo-se em vista que os esforços de crescimento por meio de fusões e aquisições são complementares aos esforços de crescimento orgânico, e que fusões e aquisições são realizadas quando o crescimento orgânico é limitado por restrições nos recursos internos da empresa (ODAGIRI e HASE, 1989, p. 71).

Por fim, foram incluídas 6 variáveis binárias para representar os 7 setores econômicos das empresas da amostra citados na Tabela 14, exceto os setores cuja exclusão foi justificada anteriormente (“Financeiro e outros”, “Utilidade pública” e “Telecomunicações”), e para controlar o período de cada observação, foram incluídas 4 variáveis binárias para representar

os 5 anos estudados. Em ambos os casos adotou-se o procedimento recomendado por Wooldridge (2010, p. 220), que esclareceu que se o modelo de regressão tiver “g” categorias, é preciso incluir “g – 1” variáveis binárias.

3.2.2. Hipótese 3

Antes de seguir para a descrição das variáveis utilizadas no teste, como a construção da variável dependente Retorno Anormal Acumulado (RAA_{it}) foi baseada na técnica de pesquisa denominada estudo de eventos, uma breve discussão sobre a técnica e premissas utilizadas no teste será realizada a seguir.

A técnica de estudo de eventos e premissas utilizadas para testar a Hipótese 3

A técnica de estudo de eventos tem sido uma das mais utilizadas na literatura sobre fusões e aquisições para medir a criação ou destruição de valor. De acordo com MacKinlay (1997, p. 13), “usando dados do mercado financeiro, um estudo de eventos mede o impacto de um evento específico sobre o valor da empresa”.

É importante mencionar que essa técnica assume implicitamente a hipótese de eficiência de mercado, que tem sido ultimamente questionada por pesquisadores e praticantes da área de finanças, e presume que “dada a racionalidade no ambiente de mercado, os efeitos de um evento serão refletidos imediatamente no preço das ações” (MACKINLAY, 1997, p. 13). Logo, percebe-se que essa premissa restritiva pode ser encarada como um ponto fraco. Por outro lado, o autor observou que a técnica apresenta vantagens, já que “uma medida do impacto econômico do evento pode ser construída observando preço de ações por um período relativamente curto de tempo”.

Para se construir um estudo de eventos, algumas etapas devem ser seguidas. Em primeiro lugar, é necessário definir os eventos de interesse. Nesta dissertação, foram selecionados eventos de fusão ou aquisição envolvendo as empresas da amostra durante o período de pesquisa. Partiu-se da lista de todos os eventos de fusão ou aquisição identificados no período, e após a exclusão de observações sujeitas a indisponibilidade de dados, foram selecionados 65 eventos de 26 empresas diferentes.

Em segundo lugar, é preciso “identificar o período ao longo do qual o preço das ações das empresas envolvidas nesses eventos serão examinados – a janela de evento” (MACKINLAY,

1997, p. 14). Optou-se por uma janela de evento que incluiu os 5 primeiros dias úteis posteriores ao anúncio do respectivo evento de fusão ou aquisição, incluindo o dia do anúncio. Ainda que a adoção de uma janela curta de eventos seja insuficiente para observar a criação ou destruição de valor no longo prazo, ela é vantajosa porque evita a existência de eventos sobrepostos. A utilização de janelas de eventos longas é problemática, já que anúncios de outros eventos importantes e não necessariamente relacionados a fusões ou aquisições podem afetar também o retorno das ações, viesando os resultados. Além disso, optou-se por uma janela de evento mais longa do que 1 dia, ou seja, a data de anúncio do evento, porque os efeitos da fusão ou aquisição podem não ser percebidos imediatamente e a utilização de uma janela de evento superior a um dia “permite o exame do período em torno do evento” (MACKINLAY, 1997, p. 14).

Em terceiro lugar, seleciona-se uma medida de retorno normal da ação na janela de eventos escolhida. MacKinlay (1997, p. 14) definiu retorno normal como “o retorno esperado sem estar condicionado ao evento em questão”. O mesmo autor (p. 15) indicou que “há duas escolhas comuns para modelar o retorno normal: o modelo de retorno com média constante, em que X_t é uma constante, e o modelo de mercado, em que X_t é o retorno de mercado”. Nesta dissertação optou-se pela segunda opção, ou seja, o modelo de mercado, que “assume uma relação linear estável entre o retorno de mercado e o retorno da ação” (MACKINLAY, 1997, p. 15). O autor definiu X_t como a informação condicionada no modelo de retorno normal, ou seja, a informação sobre a existência de uma fusão ou aquisição.

Em quarto lugar, escolhe-se uma janela de estimação, ou seja, o período que será utilizado para medir o retorno normal com base no modelo escolhido. A janela de estimação pode variar de apenas alguns dias a anos, dependendo da disponibilidade de dados. Janelas muito curtas impossibilitam a obtenção de parâmetros suficientemente confiáveis, enquanto janelas muito longas em geral enfrentam a indisponibilidade de séries históricas longas. Nesta dissertação, optou-se por uma janela de estimação que contém os 252 dias úteis anteriores ao anúncio do evento. Dos 65 eventos, em apenas 2 foi necessária a utilização de uma janela de estimação menor.

Em quinto lugar, estima-se o retorno anormal, definido por MacKinlay (1997, p. 14) como “o o retorno real *ex post* de uma ação durante a janela de evento menos o retorno normal durante essa mesma janela.”. Em uma equação geral, para o evento “i” no período “t” (que representa 1 dia) o retorno anormal é:

$$RA_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta RM_{it}),$$

onde RA_{it} é o retorno anormal da ação, R_{it} é o retorno real da ação observado por meio da variação do preço de fechamento na janela de evento, e $(\alpha + \beta RM_{it})$ é o retorno esperado para essa mesma ação na janela de evento. Os parâmetros α e β são estimados por meio da regressão do retorno da ação contra o retorno do mercado (índice Ibovespa) durante a janela de estimação.

Por fim, uma vez calculado o retorno anormal, realiza-se o cálculo do retorno anormal acumulado, que é o somatório do retorno anormal de cada dia durante a janela de eventos. A acumulação do retorno se deu por meio da seguinte equação:

$$RAA(t_1, t_5) = \sum_{t=t_1}^{t_5} RA_{it}$$

Variáveis utilizadas no teste da Hipótese 3

A variável Retorno Anormal Acumulado (RAA_{it}) é a variável dependente no teste dessa hipótese, e representa o retorno anormal acumulado do evento “i” durante uma janela de eventos escolhida. Para calcular o Retorno Anormal Acumulado, a janela de evento utilizada compreendeu os primeiros 5 dias úteis posteriores ao anúncio do respectivo evento de fusão ou aquisição. Para estimar o retorno normal com base no modelo de mercado, a janela de estimação compreendeu os 252 dias úteis anteriores ao anúncio do evento.

Assim como na Hipótese 1, a variável Empresa Familiar ($efam_{it}$) é a principal variável de interesse na Hipótese 3, e representa a classificação das empresas da amostra em dois grupos: empresas familiares e não familiares. $efam_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa “i” foi classificada como empresa familiar no ano “t” e 0 se foi classificada como não familiar.

Todas as demais variáveis incluídas no teste da Hipótese 1 foram também utilizadas para testar a Hipótese 3. A argumentação teórica que justifica a inclusão dessas variáveis é equivalente à utilizada anteriormente nesta dissertação.

3.3. Coleta de dados

Para testar as hipóteses identificadas anteriormente, a pesquisa foi baseada exclusivamente em coleta secundária de dados. A construção da variável Fusão ou Aquisição ($foua_{it}$) foi realizada com dados coletados da base de fusões e aquisições divulgada pela Thomson Reuters. As variáveis Empresa Familiar ($efam_{it}$) e Participação Familiar ($pfam_{it}$) foram construídas com base no acesso a dados disponibilizados pelas companhias abertas no Formulário de Referência, um dos formulários anuais que essas companhias são obrigadas a disponibilizar anualmente por meio dos websites da CVM e da BM&FBOVESPA. Todas as demais variáveis foram construídas com base em informações financeiras obtidas por meio do sistema Economática. Os dados utilizados nesta dissertação foram coletados entre os meses de abril e junho de 2012.

3.4. Métodos de análise de dados

3.4.1. Hipóteses 1 e 2

Considerando a natureza das variáveis dependentes no teste das hipóteses 1 e 2, optou-se pela utilização modelos estatísticos de resposta binária. De acordo com Wooldridge (2010, p. 536), nesses modelos o interesse reside, principalmente, na probabilidade de resposta

$$P(y = 1|x) = P(y = 1|x_1, x_2, \dots, x_k),$$

em que se usa x para representar o conjunto completo de variáveis explicativas. Os dois modelos estatísticos que poderiam ser usados para testar as hipóteses são o Logit e o Probit. Os dois modelos costumam conduzir a resultados semelhantes em aplicações práticas, e Wooldridge (2010, p. 537) explica que suas diferenças residem no fato de o Logit utilizar a função logística

$$G(z) = \frac{\exp(z)}{[1 + \exp(z)]} = \Lambda(z)$$

enquanto o Probit utiliza a função de distribuição cumulativa da normal padrão, que é expressa como a integral

$$G(z) = \Phi(z) = \int_{-\infty}^z \phi(v)dv$$

em que $\phi(v)$ é a densidade normal padrão. A escolha de uma dessas duas funções assegura que a variável dependente esteja entre 0 e 1 para todos os valores dos parâmetros e das variáveis independentes. Ainda que os dois modelos sejam equivalentes, para testar as hipóteses 1 e 2 optou-se pelo modelo Probit. Os testes foram realizados também com o modelo Logit e os resultados foram equivalentes, razão pela qual não foram reportados no texto.

3.4.2. Hipótese 3

Diferentemente das hipóteses anteriores na Hipótese 3 a variável dependente não é binária, o que possibilita a adoção do modelo estatístico denominado regressão linear múltipla. Optou-se pelo método de estimação MQO (Mínimos Quadrados Ordinários), que segundo Wooldridge (2010, p. 69) escolhe estimativas que minimizam a soma dos quadrados dos resíduos. Esse modelo dá origem à equação geral

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 \dots + \beta_k x_k$$

em que y representa a variável dependente, β representam parâmetros estimados e x representam as variáveis independentes.

4. RESULTADOS

4.1. Análise descritiva

A Tabela 18 ilustra as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para testar as hipóteses 1 e 2 desta pesquisa. Não foram incluídas as variáveis binárias utilizadas, já que a análise descritiva de variáveis binárias não tem sentido prático. Conforme se mencionou anteriormente, esta dissertação contou com 1.080 empresas-ano, sendo que cada uma delas representou uma observação nos modelos de regressão múltipla utilizados para testar as hipóteses 1 e 2. Os dados reportados no Painel A referem-se a 933 observações, sendo que 157 observações foram excluídas por conta da indisponibilidade de dados.

Tabela 18. Estatísticas descritivas (Painel A)

<p>Lucratividade representa o retorno sobre o ativo, calculado pela divisão do lucro operacional (LAJI) pelo ativo total. Q de Tobin é um indicador da valorização da empresa, calculado pelo soma do valor de mercado das ações com o valor contábil da dívida de longo prazo, tudo isso dividido pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo natural da receita líquida anual. Alavancagem é o resultado da divisão do valor contábil da dívida de longo prazo pelo ativo total. Folga Financeira é o resultado da divisão das disponibilidades pelo ativo total. Investimento é o resultado da diferença entre o ativo imobilizado nos anos “t” e “t -1” adicionada da depreciação no ano “t”, tudo isso dividido pelo ativo total.</p>					
Painel A – Todas as empresas da amostra					
Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Lucratividade	0,036	0,349	-6,140	1,704	933
Q de Tobin	2,768	20,359	0,097	488,459	933
Tamanho	13,753	1,885	7,496	20,211	933
Alavancagem	1,795	20,210	0,000	486,552	933
Folga Financeira	0,129	0,130	0,000	0,900	933
Investimento	0,056	0,198	-3,992	0,964	933

Observa-se pela análise do Painel A que as empresas da amostra apresentaram Lucratividade média de 3,6% (ou 0,036) ao longo do período estudado, com grande dispersão em torno dessa média (desvio padrão de 0,349).

Essas empresas apresentaram um Q de Tobin médio de 2,768, número relativamente alto em comparação com estudos recentes realizados em outros países que utilizaram a mesma variável (por exemplo, SHIM e OKAMURO, 2011). Esse número reflete a apreciação das ações de empresas brasileiras durante o período analisado, que se traduz em um valor de

mercado relativamente elevado. Isso porque o valor de mercado é um dos números utilizados no numerador do Q de Tobin.

O Tamanho médio das empresas da amostra medido como o logaritmo natural da receita líquida anual foi de 13,753, o que implica em uma receita líquida anual média de R\$ 6.774.465 mil. Portanto, ainda que os resultados desta pesquisa sejam úteis para compreender diferenças de comportamento entre empresas familiares e não familiares, deve-se lembrar que a amostra utilizada compreende empresas de grande porte e a aplicabilidade dos resultados deve ser restringida a essas empresas.

As empresas da amostra apresentaram Alavancagem média de 179,5% (ou 1,795) e uma Folga Financeira média de 12,9% (ou 0,129). Durante o período analisado, as empresas investiram anualmente no ativo imobilizado um valor equivalente a 5,6% (ou 0,056) do ativo total, que representa a média da variável Investimento.

Os dados reportados na Tabela 19 apresentam as estatísticas descritivas para cada um dos dois subgrupos estudados. Assim como no caso do Painei A, não foram incluídas as variáveis binárias utilizadas na análise. Os dados reportados nos Painéis B e C referem-se, respectivamente, às observações relacionadas a empresas familiares e não familiares utilizadas na primeira análise de regressão Probit. Por meio da análise desses Painéis é possível extrair importantes conclusões a respeito das diferenças entre empresas familiares e não familiares.

Tabela 19. Estatísticas descritivas (Painéis B e C)

Participação Familiar representa a participação percentual da(s) família(s) detentora(s) do controle acionário sobre o total das ações emitidas pela empresa. Essa variável foi reportada apenas no Painei B, já que a participação percentual da família não foi calculada para as empresas não familiares. Todas as demais variáveis foram calculadas da forma enunciada no Painei A.					
Painei B. Apenas empresas familiares					
Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Participação Familiar	52,841	21,073	0,000	99,990	589
Lucratividade	0,032	0,381	-6,140	1,704	591
Q de Tobin	3,045	25,122	0,097	488,459	591
Tamanho	13,498	1,825	8,498	17,912	591
Alavancagem	2,232	25,067	0,001	486,552	591
Folga Financeira	0,121	0,132	0,000	0,847	591
Investimento	0,050	0,213	-3,992	0,964	591
Painei C. Apenas empresas não familiares					

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
Lucratividade	0,042	0,286	-2,884	0,822	342
Q de Tobin	2,288	6,363	0,292	60,372	342
Tamanho	14,196	1,908	7,496	20,211	342
Alavancagem	1,039	5,314	0,000	51,870	342
Folga Financeira	0,143	0,127	0,000	0,900	342
Investimento	0,066	0,170	-2,447	0,616	342

A lucratividade média das empresas não familiares atingiu 4,2% (ou 0,042) e mostrou-se superior à lucratividade média das empresas familiares de 3,2% (ou 0,032). Em uma interpretação preliminar, essa diferença de lucratividade poderia indicar uma deficiência na administração das empresas familiares em decorrência de problemas relacionados à profissionalização dessas empresas.

Contudo, as empresas familiares apresentaram Q de Tobin mais elevado do que as não familiares (3,045 vs. 2,288, respectivamente). Na literatura sobre fusões e aquisições é comum que esse indicador seja interpretado como uma medida de valor da firma e da qualidade da administração. Em um estudo clássico, Lang *et al* (1989, p. 139) utilizaram o Q de Tobin como uma medida da qualidade da administração. De acordo com a interpretação dos autores, valores mais altos dessa variável estão relacionados a empresas mais bem administradas. Logo, a deficiência na administração das empresas familiares percebida em uma interpretação preliminar parece menos provável.

A análise da variável Tamanho indica que as empresas familiares da amostra são comparativamente menores do que as empresas não familiares (13,498 vs. 14,196, respectivamente). As empresas familiares apresentaram receita líquida média de R\$ 3.410.669 mil, enquanto as não familiares apresentaram média de R\$ 12.587.341. Os resultados da pesquisa realizada no Japão por Shim e Okamuro (2011, p. 194) sugeriram que as empresas familiares preferem o crescimento interno (isto é, o crescimento orgânico) ao crescimento externo (baseado em fusões ou aquisições). O tamanho inferior das empresas familiares pode refletir essa preferência, assumindo que a preferência pelo crescimento interno pode limitar as possibilidades de crescimento de uma empresa.

As empresas familiares apresentaram Alavancagem média de 223,2% (ou 2,232), número significativamente superior ao das empresas não familiares de 103,9% (ou 1,039). Adicionalmente, os números demonstram que a Folga Financeira média das empresas

familiares é inferior (12,1% vs. 14,3%). Considerando que a existência de dívida e a ausência de folga financeira reduzem o montante de recursos disponíveis para financiar o crescimento (JENSEN, 1986, p. 324), esses números são uma indicação de que as empresas familiares deveriam apresentar menor propensão à realização de fusões ou aquisições.

Por fim, o investimento realizado pelos dois subgrupos apresentou valores comparáveis. Enquanto as empresas familiares investiram anualmente no ativo imobilizado um valor equivalente 5,0% (ou do 0,050) do ativo total, as empresas não familiares investiram 6,6% (ou 0,066). Considerando que os dois subgrupos investem proporções equivalentes, uma menor propensão à realização de fusões ou aquisições pelas empresas familiares pode ser interpretada como reflexo da preferência pelo crescimento externo, e não apenas da disponibilidade de recursos para investimento.

Os dados do Painel C, além das variáveis analisadas anteriormente, ilustram também a variável Participação Familiar, que representa a participação percentual da(s) família(s) detentora(s) do controle acionário sobre o total das ações emitidas pela empresa. Observa-se que essa variável apresentou valor médio de 52,841% (ou 52,841), indicando que as empresas familiares da amostra apresentam um perfil de participação majoritária (e controle acionário) detido pelas famílias empresárias. Essa informação é importante na medida em que o teste da Hipótese 1 adotou como premissa a ideia de que as famílias empresárias são capazes de influenciar as decisões sobre fusões e aquisições nas empresas.

4.2. Análise bivariada

Com o objetivo de permitir observar a relação bivariada entre as principais variáveis da pesquisa, a Tabela 20 ilustra a matriz de correlações dessas variáveis. Os dados reportados referem-se a 933 observações, assim como os dados do Painel A da Tabela 18.

Tabela 20. Matriz de correlação das principais variáveis da pesquisa

As correlações reportadas nessa Tabela foram calculadas com base nas 933 observações incluindo empresas familiares e não familiares. As variáveis de binárias utilizadas para representar as empresas familiares, o setor de atuação e o ano da observação não foram incluídas na Tabela porque sua interpretação é de interesse secundário nesta análise bivariada.

Variáveis	foua _{it}	pfam _{it}	lucr _{it}	qtob _{it}	qalt _{it}	tama _{it}	alav _{it}	folg _{it}	inve _{it}
foua _{it}	1								
pfam _{it}	-0,026	1							

lucr _{it}	0,054	0,083	1						
qtob _{it}	-0,037	-0,061	-0,903	1					
qalt _{it}	0,034	-0,001	-0,063	0,108	1				
tama _{it}	0,431	-0,033	0,237	-0,181	-0,140	1			
alav _{it}	-0,037	-0,063	-0,904	0,999	0,091	-0,177	1		
folg _{it}	0,102	0,027	0,119	-0,064	0,078	0,201	-0,072	1	
inve _{it}	0,123	0,080	0,229	-0,182	-0,065	0,119	-0,182	-0,019	1

Em geral, as variáveis utilizadas apresentaram graus baixo e moderado de correlação. Contudo, o coeficiente de correlação entre as variáveis Lucratividade e Q de Tobin mostrou-se elevado (-0,903), assim como o coeficiente de correlação entre Alavancagem e Q de Tobin (0,999). Observa-se, portanto, a possibilidade de que a inclusão da variável Q de Tobin nos testes das hipóteses 1 e 2 possa conduzir ao problema de multicolinearidade, definida por Wooldridge (2010, p. 93) como “a correlação alta (mas não perfeita) entre duas ou mais variáveis independentes”. Por esse motivo, Q de Tobin foi excluído do teste das referidas hipóteses que será realizado na seção seguinte.

4.3. Análise multivariada

4.3.1. Hipótese 1

Conforme indicado na metodologia desta dissertação, para testar a Hipótese 1 foi utilizado o modelo estatístico Probit. Essa hipótese foi enunciada anteriormente como:

Hipótese 1. As empresas familiares são menos propensas a realizar fusões e aquisições do que as empresas não familiares

A equação utilizada para testar essa hipótese é a seguinte:

$$P(foua_{it} = 1) = f(\beta_0 + \beta_1 efam_{it} + \beta_2 lucr_{it} + \beta_3 qalt_{it} + \beta_4 tama_{it} + \beta_5 alav_{it} + \beta_6 folg_{it} + \beta_7 inve_{it} + \beta_{8-13} setor_i + \beta_{14-17} ano_t),$$

em que $foua_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa “i” realizou fusão ou aquisição no ano “t” e 0 se não realizou nenhum desses eventos; $efam_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa “i” foi classificada como empresa familiar no ano “t” e 0

se foi classificada como não familiar; $lucr_{it}$ representa a lucratividade; $qalt_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se o Q de Tobin da empresa “i” no ano “t” foi superior à mediana do Q de Tobin de todas as empresas nesse mesmo ano; $tama_{it}$ representa o tamanho; $alav_{it}$ representa a alavancagem; $folg_{it}$ representa a folga financeira; $inve_{it}$ representa o investimento; setor representa o setor de atuação da empresa “i” por meio de um conjunto de 6 variáveis binárias; e ano representa o ano da observação, através de 4 variáveis binárias.

A Tabela 21 ilustra os sinais esperados para as principais variáveis incluídas na equação, bem como a fundamentação teórica que embasou os respectivos sinais. Para que a Hipótese 1 seja aceita, a variável de interesse ($efam_{it}$) deverá apresentar sinal negativo e significância estatística suficiente.

Tabela 21. Sinais esperados e fundamentação teórica

A Tabela abaixo contém os sinais esperados para as principais variáveis incluídas na equação, bem como a fundamentação teórica que embasou os respectivos sinais. As variáveis que representam o setor de atuação e o ano da observação não foram incluídas porque sua interpretação é de interesse secundário.			
Variáveis		Sinal esperado	Fundamentação
Empresa Familiar	$efam_{it}$	-	Empresas familiares são mais propensas a realizar F&A do que empresas não familiares
Lucratividade	$lucr_{it}$	+	Empresas que realizam F&A como adquirentes apresentam lucratividade excepcionalmente alta antes dos eventos
Q de Tobin Alto	$qalt_{it}$	+	Empresas com Q de Tobin elevado são mais propensas a realizar fusões ou aquisições
Tamanho	$tama_{it}$	+	Empresas maiores possuem mais recursos financeiros para realizar F&A e seus acionistas são menos diluídos
Alavancagem	$alav_{it}$	-	Administradores de empresas pouco endividadas são mais propensos a buscar fusões ou aquisições
Folga Financeira	$folg_{it}$	+	Administradores de empresas com excesso de caixa são mais propensos a buscar fusões ou aquisições
Investimento	$inve_{it}$	+	Empresas com taxas de investimento superiores são as que mais se esforçam em busca do crescimento

A Tabela 22 contém os coeficientes (β), erros-padrão, a estatística z e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no modelo. Os valores da Tabela representam as estatísticas antes do teste de heteroscedasticidade e, portanto, incluem erros-padrão não robustos. Os resultados do referido teste serão mencionados posteriormente nesta dissertação. Além disso, os valores da Tabela representam as estatísticas antes da exclusão de observações influentes.

Tabela 22. Resultados do teste da Hipótese 1 (erros não robustos e com observações influentes)

A Tabela abaixo contém os coeficientes (β), erros-padrão, a estatística z e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no modelo. Na coluna Coeficiente, os coeficientes marcados com * são estatisticamente significantes ao nível de 10%, os marcados com ** são significantes a 5% e os marcados com *** são significantes a 1%. O número de observações é 933.

Variáveis		Coeficiente	Erro-padrão	z	P(> z)
Intercepto		-5,185***	0,586	-8,850	0,000
Empresa Familiar	efam _{it}	-0,312***	0,106	-2,954	0,003
Lucratividade	lucr _{it}	-0,636	0,424	-1,501	0,133
Q de Tobin Alto	qalt _{it}	0,270**	0,109	2,470	0,014
Tamanho	tama _{it}	0,398***	0,038	10,478	0,000
Alavancagem	alav _{it}	-0,127	0,110	-1,146	0,252
Folga Financeira	folg _{it}	0,572	0,425	1,346	0,178
Investimento	inve _{it}	2,251***	0,501	4,497	0,000
Bens de consumo	sben _i	-0,854***	0,293	-2,919	0,004
Construção e transporte	sctr _i	-1,043***	0,285	-3,661	0,000
Consumo cíclico	scci _i	-1,238***	0,291	-4,254	0,000
Consumo não cíclico	scnc _i	-0,767***	0,291	-2,638	0,000
Materiais básicos	smat _i	-1,520***	0,304	-5,007	0,000
Petróleo, gás e bicomcombustíveis	spgb _i	-1,784***	0,552	-3,233	0,001
2011	a11 _t	-0,186	0,164	-1,136	0,256
2010	a10 _t	-0,344**	0,165	-2,081	0,037
2009	a09 _t	-0,499***	0,175	-2,857	0,004
2008	a08 _t	0,063	0,163	0,385	0,700

O coeficiente negativo encontrado para a variável Empresa Familiar (-0,312) comprova a Hipótese 1, segundo a qual as empresas familiares são menos propensas a realizar fusões e aquisições do que as empresas não familiares. O p-valor relacionado ao coeficiente obtido (-2,954) indica a existência de significância estatística ao nível de 1%. Esses resultados são suportados pela teoria, já que as empresas em geral realizam fusões e aquisições para alcançar objetivos exclusivamente financeiros, mas as empresas familiares são conhecidas por não perseguirem apenas objetivos financeiros; e os acionistas de empresas familiares são mais

beneficiados pelos benefícios privados do controle do que os acionistas de empresas não familiares, o que os torna os primeiros mais resistentes aos eventos de fusões e aquisições.

A variável Lucratividade apresentou coeficiente negativo (-0,636), sinal contrário ao esperado de acordo com a fundamentação obtida na literatura. Prevvia-se coeficiente positivo porque empresas que realizam fusões ou aquisições como adquirentes apresentam lucratividade excepcionalmente alta antes dos eventos. Contudo, o sinal contrário ao esperado é pouco representativo já que o p-valor de 0,133 não foi suficiente para reconhecer a significância estatística desse coeficiente, mesmo ao nível de 10%.

O coeficiente de Q de Tobin Alto (0,270) apresentou o sinal previsto pela teoria, segundo a qual Empresas com Q de Tobin elevado são mais propensas a realizar fusões ou aquisições. O resultado comprova essa afirmação. O p-valor obtido (2,470) permitiu observar significância estatística ao nível de 5%.

A variável Tamanho também apresentou coeficiente com sinal previsto pela literatura (0,398), evidenciando que empresas maiores são mais propensas a se envolver em fusões ou aquisições. O p-valor observado (10,478) foi suficiente para reconhecer a existência de significância estatística a 1%. Essa confirmação reflete o fato de empresas maiores possuírem mais disponibilidade de recursos, o que se pôde observar por meio da análise bivariada reportada na Tabela 20, bem como uma maior preferência pelo crescimento não orgânico.

As variáveis Alavancagem e Folga Financeira apresentaram coeficientes com os sinais esperados (-0,127 e 0,572, respectivamente). No primeiro caso, o sinal negativo evidencia que empresas mais alavancadas são menos propensas a realizar fusões e aquisições. No segundo caso, o sinal positivo reflete o fato de empresas com maior Folga Financeira realizarem mais fusões e aquisições. A justificativa para essas relações é dada pela teoria da agência, segundo qual a existência de poder de alavancagem não utilizado ou de folga financeira estimulam os administradores a perseguirem fusões e aquisições. Mesmo com sinais alinhados aos argumentos teóricos, os p-valores observados (0,252 e 0,178, respectivamente) foram estatisticamente não significantes, inclusive ao nível de 10%.

Por fim, o Investimento apresentou sinal positivo, em linha com a expectativa teórica. O p-valor obtido foi de 4,497, o que indica significância estatística a 1%. Isso porque empresas com taxas de investimento superiores são as que mais se esforçam em busca do crescimento, e

esses investimentos são alocados ou para o crescimento orgânico ou para o crescimento por meio de fusões e aquisições.

A análise do conjunto de variáveis binárias utilizadas para controlar os setores na regressão permite observar que o movimento de fusões e aquisições nos anos compreendidos por esta dissertação se deu de forma heterogênea entre os setores. O ponto de partida para a análise foi o setor de Bens industriais, para o qual não foi incluída nenhuma variável binária observando o procedimento sugerido por Wooldridge (2010, p. 220) mencionado anteriormente e que sugere a inclusão de “ $g - 1$ ” variáveis binárias. Todos os setores apresentaram propensão menor a realizar fusões ou aquisições, com coeficientes variando de -0,767 para o setor de Consumo não cíclico a -1,784 para o setor de Petróleo, gás e biocombustíveis. Todos os coeficientes apresentaram significância estatística a 1%.

Por fim, a análise do conjunto de variáveis binárias utilizadas para controlar os anos na regressão permitiu observar que a atividade de fusões e aquisições apresentou comportamento heterogêneo entre os anos, o que confirma a existência de ondas de aquisição. A esse respeito, Harford (2005, p. 529) esclareceu que ondas de fusão (e aquisição) são ocasionadas por conta do momento do mercado ou de choques setoriais. O ponto de partida para a análise foi o ano de 2007, para o qual não foi incluída nenhuma variável binária. Esse ano foi marcado por um cenário econômico positivo. Contudo, após a eclosão da crise econômica de 2009, observou-se significativa alteração no movimento, o que se pode observar por meio dos coeficientes obtidos a partir desse ano. A variável binária que marcou 2009 apresentou coeficiente negativo de 0,499, indicando redução no número de fusões e aquisições envolvendo empresas da amostra. De forma equivalente, a variável que marcou o ano de 2010 apresentou coeficiente negativo de 0,344. Os p-valores obtidos para esses anos foram de -2,857 e -2,081, indicando a existência de significância estatística a 1% e 5%, respectivamente. Os p-valores dos anos de 2008 e 2011 indicaram a existência de significância estatística mesmo a 10%, provavelmente porque, no primeiro caso, a crise econômica ainda não havia se materializado e, no segundo caso, os efeitos mais agudos da crise haviam se dissipado.

Para testar o grau de adequação do modelo e sua capacidade de prever a propensão de uma empresa realizar ou não fusão ou aquisição em determinado ano, foi observada a quantidade de observações corretamente previstas. Em situações nas quais o valor da variável dependente ($foua_{it}$) assumiu valores previstos maiores ou iguais a 0,5 (ponto de corte central para uma variável binária que assume valores entre 0 e 1), o modelo previu a realização de fusão ou

aquisição. Em situações nas quais o valor foi inferior a 0,5, o modelo previu a não realização desses eventos. Esses resultados foram comparados com a efetiva ocorrência de fusão ou aquisição, conforme a Tabela 23.

Tabela 23. Frequencia de observações corretamente previstas

A Tabela abaixo ilustra a quantidade prevista de fusões e aquisições em comparação com a quantidade real de eventos observados na amostra. Na colunas Quantidade real e Quantidade prevista, a indicação $foua_{it} = 0$ representa a não ocorrência de fusão ou aquisição, e a indicação $foua_{it} = 1$ representa a ocorrência de um desses eventos. O número de observações é 933.			
Quantidade real	Quantidade prevista		
	$foua_{it} = 0$	$foua_{it} = 1$	Total
$foua_{it} = 0$	641	54	695
$foua_{it} = 1$	145	93	238
Total	786	147	933

De acordo com os dados da Tabela 22, considerando o total de 933 observações, o modelo previu a ocorrência de 147 de fusões ou aquisições e a não ocorrência desses eventos em 786 casos. Por outro lado, a observação dos dados reais indica a realização de 238 fusões ou aquisições no período estudado e a não ocorrência em 695 casos. A intersecção entre a coluna $foua_{it} = 0$ e a linha de mesmo nome, assim como a intersecção entre a coluna $foua_{it} = 1$ e linha equivalente, representam as áreas de acerto do modelo. Logo, 734 casos foram corretamente previstos, o que representa 78,7% das observações.

Considerando a possibilidade de existirem observações influentes (*outliers*) capazes de distorcer os resultados obtidos, o modelo foi recalculado impondo-se a restrição à presença de observações cujo resíduo estudentizado assumiu valores superiores a 3,0. O resíduo estudentizado é um de inúmeros métodos utilizados para detectar observações influentes, a a literatura não recomenda adoção de um ponto de corte específico, sendo essa decisão arbitrária. Optou-se nesta dissertação por um ponto de corte de 3,0.

Adicionalmente, para testar a hipótese de homoscedasticidade dos dados, recorreu-se ao teste de Breusch-Pagan, um teste amplamente utilizado na literatura e que testa a hipótese nula de que as variâncias dos erros são homoscedásticas *versus* a hipótese alternativa de que são heteroscedásticas. Os resultados do teste (BP de 199,358) rejeitaram a hipótese de homoscedasticidade (p-valor de 0,000). Logo, foi necessário incorporar no modelo recalculado os erros-padrão robustos à heteroscedasticidade de Eicker-Huber-White.

A Tabela 24 ilustra coeficientes (β), erros-padrão, a estatística z e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no novo modelo. Os valores da Tabela representam as estatísticas após a exclusão de outliers e após a correção do problema de heteroscedasticidade por meio do cálculo de erros robustos.

Tabela 24. Resultados do teste da Hipótese 1 (erros robustos e sem observações influentes)

A Tabela abaixo contém os coeficientes (β), erros-padrão, a estatística z e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no modelo. Na coluna Coeficiente, os coeficientes marcados com * são estatisticamente significantes ao nível de 10%, os marcados com ** são significantes a 5% e os marcados com *** são significantes a 1%. O número de observações antes da exclusão de outliers é 933.

Variáveis		Coeficiente	Erro-padrão	z	P(> z)
Intercepto		-5,472***	0,565	-9,692	0,000
Empresa Familiar	efam _{it}	-0,283***	0,107	-2,639	0,008
Lucratividade	lucr _{it}	-1,159***	0,382	-3,035	0,002
Q de Tobin Alto	qalt _{it}	0,317***	0,112	2,838	0,005
Tamanho	tama _{it}	0,427***	0,037	11,509	0,000
Alavancagem	alav _{it}	-0,540**	0,265	-2,037	0,042
Folga Financeira	folg _{it}	0,320	0,418	0,765	0,444
Investimento	inve _{it}	2,297***	0,575	3,995	0,000
Bens de consumo	sben _i	-0,779***	0,284	2,743	0,006
Construção e transporte	sctr _i	-1,027***	0,275	-3,727	0,000
Consumo cíclico	scci _i	-1,212***	0,284	-4,270	0,000
Consumo não cíclico	scnc _i	-0,735***	0,281	-2,618	0,009
Materiais básicos	smat _i	-1,490***	0,287	-5,192	0,000
Petróleo, gás e bicomcombustíveis	spgb _i	-1,812***	0,388	-4,667	0,000
2011	a11 _t	-0,217	0,163	-1,334	0,182
2010	a10 _t	-0,335**	0,166	-2,025	0,043
2009	a09 _t	-0,511***	0,169	-3,022	0,003
2008	a08 _t	0,085	0,161	0,527	0,599

O novo modelo apresentou sinais idênticos aos reportados anteriormente, e a alteração nos coeficientes variou de branda a moderada. No caso da principal variável de interesse Empresa

Familiar, o coeficiente passou de -0,312 para -0,283. Isso indica que as empresas familiares são 28,3% menos propensas a realizar fusões e aquisições do que as não familiares. Importante mencionar que as alterações realizadas tornaram Lucratividade e Alavancagem estatisticamente significantes aos níveis de 1% e 5% (p-valores de 0,002 e 0,042, respectivamente). O nível de significância estatística de Q de Tobin Alto passou de 5% para 1%. Como a exclusão das observações relevantes e o cálculo dos erros robustos não implicou em modificações materiais no modelo, a frequência de observações corretamente previstas não foi recalculada e as principais conclusões da análise foram mantidas.

4.3.2. Hipótese 2

A Hipótese 2 foi enunciada anteriormente nesta dissertação da seguinte forma:

Hipótese 2. O nível de participação acionária da família é positivamente relacionado com a propensão a realizar fusões e aquisições

A equação utilizada para testar essa hipótese é equivalente à equação utilizada para testar a Hipótese 1, mas inclui também a variável Participação Familiar. Logo, assume a seguinte forma:

$$P(foua_{it} = 1) = f(\beta_0 + \beta_1 efam_{it} + \beta_2 pfam_{it} + \beta_3 lucr_{it} + \beta_4 qalt_{it} + \beta_5 tama_{it} + \beta_6 alav_{it} + \beta_7 folg_{it} + \beta_8 inve_{it} + \beta_{9-14} setor_i + \beta_{15-18} ano_t),$$

em que $pfam_{it}$ representa a participação percentual da(s) família(s) detentora(s) do controle acionário sobre o total das ações emitidas pela empresa. Todas as demais variáveis possuem o significado descrito na explicação da equação utilizada para testar a Hipótese 1. Com base na argumentação teórica e para que a Hipótese 2 seja aceita, espera-se que o coeficiente da variável Participação Familiar apresente sinal positivo, já que se a participação acionária for suficientemente alta para manter o controle mesmo após os eventos de fusão ou aquisição, os acionistas das empresas familiares não ficarão receosos em perder o controle acionário.

A Tabela 25 contém os coeficientes (β), erros-padrão, a estatística z e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no modelo. Os valores da Tabela representam as estatísticas com erros-padrão robustos após a exclusão de observações influentes.

Tabela 25. Resultados do teste da Hipótese 2 (erros não robustos e com observações influentes)

A Tabela abaixo contém os coeficientes (β), erros-padrão, a estatística z e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no modelo. Na coluna Coeficiente, os coeficientes marcados com * são estatisticamente significantes ao nível de 10%, os marcados com ** são significantes a 5% e os marcados com *** são significantes a 1%. O número de observações é 933.

Variáveis		Coeficiente	Erro-padrão	z	P(> z)
Intercepto		-5,374***	0,564	-9.534	0,000
Empresa Familiar	efam _{it}	-0,046	0,195	-0.235	0,814
Participação Familiar	pfam _{it}	-0,004	0,003	-1.476	0,140
Lucratividade	lucr _{it}	-1,176***	0,384	-3.067	0,002
Q de Tobin Alto	qalt _{it}	0,320***	0,112	2.851	0,004
Tamanho	tama _{it}	0,424***	0,037	11.408	0,000
Alavancagem	alav _{it}	-0,563**	0,267	-2.111	0,035
Folga Financeira	folg _{it}	0,319	0,420	0.760	0,447
Investimento	inve _{it}	2,324***	0,580	4.008	0,000
Bens de consumo	sben _i	-0,858***	0,280	-3.059	0,002
Construção e transporte	sctr _i	-1,073***	0,272	-3.951	0,000
Consumo cíclico	scci _i	-1,274***	0,280	-4.548	0,000
Consumo não cíclico	scnc _i	-0,777***	0,276	-2.814	0,005
Materiais básicos	smat _i	-1,552***	0,285	-5.446	0,000
Petróleo, gás e bicomcombustíveis	spgb _i	-1,860***	0,386	-4.821	0,000
2011	a11 _t	-0,215	0,163	-1.318	0,187
2010	a10 _t	-0,333**	0,166	-2.002	0,045
2009	a09 _t	-0,510***	0,168	-3.029	0,002
2008	a08 _t	0,089	0,161	0.551	0,582

O coeficiente negativo encontrado para a variável Participação Familiar (-0,046) não permite comprovar a Hipótese 2, segundo a qual o nível de participação acionária da família é positivamente relacionado com a propensão a realizar fusões e aquisições. Isso porque o coeficiente apresentou sinal negativo, que indica a uma relação negativa entre participação acionária da família e propensão a realizar fusões e aquisições. Contudo, o p-valor (0,140) relacionado ao coeficiente obtido indica a inexistência de relação estatisticamente significativa

mesmo ao nível de 10%. A interpretação dos demais coeficientes é análoga à descrita na análise da Hipótese 1, exceto no caso da variável Empresa Familiar. No modelo utilizado para testar a Hipótese 2 os efeitos da propriedade familiar sobre a propensão a realizar fusões ou aquisições são distribuídos entre as variáveis Empresa Familiar e Participação familiar, o que torna secundário o interesse na interpretação da primeira.

4.3.3. Hipótese 3

Para testar a Hipótese 3 foi utilizado o modelo estatístico regressão linear múltipla. Enunciou-se anteriormente como:

Hipótese 3. As empresas familiares apresentam retorno anormal acumulado mais alto do que as empresas não familiares nos eventos de fusão e aquisição

A equação utilizada para testar essa hipótese é a seguinte:

$$RAA_{it} = f(\beta_0 + \beta_1 efam_{it} + \beta_2 lucr_{it} + \beta_3 qalt_{it} + \beta_4 tama_{it} + \beta_5 alav_{it} + \beta_6 folg_{it} + \beta_7 inve_{it}),$$

em que RAA_{it} representa o retorno anormal acumulado do evento “i” no ano “t”; $efam_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se a empresa relacionada ao evento “i” foi classificada como empresa familiar no ano “t” e 0 se foi classificada como não familiar; $lucr_{it}$ representa a lucratividade; $qalt_{it}$ é uma variável binária que assume o valor 1 se o Q de Tobin da empresa relacionada ao evento “i” no ano “t” foi superior à mediana do Q de Tobin de todas as empresas nesse mesmo ano; $tama_{it}$ representa o tamanho; $alav_{it}$ representa a alavancagem; $folg_{it}$ representa a folga financeira; e $inve_{it}$ representa o investimento.

Tabela 26. Resultados do teste da Hipótese 3 (erros não robustos e com observações influentes)

A Tabela abaixo contém os coeficientes (β), erros-padrão, a estatística t e o p-valor para cada uma das variáveis incluídas no modelo. Na coluna Coeficiente, os coeficientes marcados com * são estatisticamente significantes ao nível de 10%, os marcados com ** são significantes a 5% e os marcados com *** são significantes a 1%. O número de observações é 65.

Variáveis		Coeficiente	Erro-padrão	t	P(> t)
Intercepto		-9,670	13,297	-0,727	0,470
Empresa Familiar	$efam_{it}$	2,263	2,409	0,940	0,351
Lucratividade	$lucr_{it}$	-13,131	15,256	-0,861	0,393

Q de Tobin Alto	qalt _{it}	2,524	1,926	1,310	0,195
Tamanho	tama _{it}	0,522	0,674	0,774	0,442
Alavancagem	alav _{it}	-6,722	13,690	-0,491	0,625
Folga Financeira	folg _{it}	10,532	13,652	0,772	0,444
Investimento	inve _{it}	16,608	13,578	1,223	0,226

O coeficiente positivo encontrado para a variável Empresa Familiar (2,263) sinaliza que o retorno anormal acumulado durante a janela de eventos estudada é superior para as empresas familiares em 2,263%. Contudo, o p-valor relacionado ao coeficiente obtido (-0,351) não indica a existência de significância estatística mesmo ao nível de 1%. Esses resultados não é suficiente para comprovar a Hipótese 3. Nenhuma das demais variáveis incluídas na regressão se mostrou estatisticamente significativa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação teve como objetivo geral analisar os efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição, por meio da investigação do efeito da propriedade familiar sobre a propensão a realizar fusões e aquisições, do efeito da participação percentual da família no capital sobre essa propensão e da comparação do retorno anormal acumulado de empresas familiares e não familiares após eventos de fusão e aquisição.

Para testar as hipóteses de pesquisa foram utilizadas as técnicas estatísticas Probit e regressão linear múltipla. A população de estudo foi composta por companhias abertas brasileiras com registro em bolsa de valores. Com base nessa população construiu-se uma amostra de 216 empresas. O período de investigação incluiu os anos de 2007 a 2011.

Os resultados confirmaram a Hipótese 1, segundo a qual as empresas familiares são menos propensas a realizar fusões e aquisições do que as empresas não familiares. Constatou-se que, no período estudado, as empresas familiares da amostra apresentaram propensão a realizar fusões ou aquisições 28,3% inferior em comparação com as empresas não familiares.

Os resultados são equivalentes aos obtidos anteriormente por Shim e Okamuro (2011, p. 199), autores que realizaram pesquisa similar no Japão. Esses autores construíram 5 modelos para testar hipótese equivalente, alterando em cada um deles apenas a lista de variáveis incluídas no teste. No modelo 5, cuja lista de variáveis é a mais similar com a utilizada nesta dissertação, os autores encontraram empresas familiares 28,2% menos propensas a realizar fusões ou aquisições em comparação com as empresas não familiares. Nos outros quatro modelos, esse número variou de 27,8% a 29,3%.

As conclusões suportam a idéia de que as empresas familiares têm menor propensão a realizar fusões e aquisições porque essas empresas são conhecidas por não perseguirem apenas objetivos financeiros, e seus acionistas são mais beneficiados pelos benefícios privados do controle do que os acionistas de empresas não familiares.

Os resultados não confirmaram a Hipótese 2, segundo a qual o nível de participação acionária da família é positivamente relacionado com a propensão a realizar fusões e aquisições. No modelo de regressão utilizado para testar essa hipótese o coeficiente da variável que representou a participação acionária da família apresentou sinal diferente do previsto pela teoria e não se mostrou estatisticamente significativa.

Esse resultado contrasta com o obtido por Shim e Okamuro (2011, p. 199), em cujo estudo a referida hipótese mostrou-se verdadeira. O contraste entre os resultados desta dissertação e do estudo dos referidos autores provavelmente está relacionado a diferenças estruturais entre o mercado de ações brasileiro e o mercado japonês. Por um lado, no mercado brasileiro é comum observar a emissão de ações ordinárias e preferenciais, sendo que aquelas geralmente possuem direito a voto e essas não. Nesta dissertação, a variável participação acionária da família foi calculada considerando tanto ações ordinárias quanto preferenciais. Por outro lado, “historicamente quase todas as listagens em bolsas de valores japonesas têm sido de ações ordinárias” (YOSHII, 2008, p. 16). Logo, espera-se que a participação da família sobre o total de ações seja um indicador mais preciso do controle familiar no Japão, e que a utilização desse mesmo indicador no Brasil seja viesada.

Os resultados também não confirmaram a Hipótese 3, que procurou investigar se as empresas familiares apresentam retorno anormal acumulado mais alto do que as empresas não familiares após eventos de fusão e aquisição. Ainda que o coeficiente da variável de interesse tenha apresentado o sinal previsto pela teoria, sinalizando em uma conclusão preliminar a aceitação da referida hipótese, o p-valor não foi estatisticamente significativo.

5.1. Limitações

Esta dissertação apresenta limitações cujo reconhecimento é importante para que a fronteira de aplicabilidade de seus resultados esteja evidente. Foi utilizada na pesquisa uma amostra compreendida apenas por companhias de capital aberto brasileiras. Logo, as conclusões obtidas podem não ser aplicáveis a empresas de capital fechado e/ou outros países. Em especial, amostras contendo apenas companhias de capital aberto geralmente são compostas em sua maioria por empresas de grande porte, o que ocorreu nesta dissertação: as empresas da amostra apresentaram receita líquida anual média de R\$ 6.774.465 mil. Portanto, as conclusões podem também não ser aplicáveis a empresas de pequeno porte.

Além disso, a pesquisa estudou os eventos de fusão e aquisição ocorridos entre os anos de 2007 e 2011. Esse período foi marcado por um ano em que o mercado de capitais se mostrou bastante aquecido (2007), dois anos em que foi possível sentir os efeitos mais acentuados da crise econômica (2008 e 2009) e dois anos marcados por suave recuperação do mercado

(2010 e 2011). Logo, as constatações feitas podem não ser aplicáveis a outros períodos marcados por um ambiente de maior estabilidade.

5.2. Desdobramentos

De acordo com as informações que se teve acesso, esta é a primeira pesquisa a investigar os efeitos da propriedade familiar sobre os eventos de fusão e aquisição no Brasil. Por necessidade de ampliar a quantidade de estudos sobre empresas familiares no Brasil com o objetivo de enriquecer esta linha de pesquisa, sugerem-se alguns caminhos para futuros estudos. Primeiro, sugere-se variar a forma como a definição de empresas familiares é operacionalizada ao testar as mesmas hipóteses desta pesquisa, para verificar a estabilidade dos resultados. Segundo, recomenda-se estudar períodos mais longos do que o abrangido por esta dissertação, para certificar que os resultados obtidos não dependeram da escolha do período. Terceiro, orienta-se a autores desta linha de pesquisa a aprofundar a utilização da metodologia de estudo de eventos variando os parâmetros utilizados, ou seja, alternando-se o modelo de estimação escolhido e a duração da janela de estimação e da janela de eventos. Desta forma, será possível chegar a uma conclusão sobre a criação de valor em eventos de fusão ou aquisição envolvendo empresas familiares com base em uma perspectiva de mais longo prazo.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASTRACHAN, J. H. *Welcome from the Editor*. **Journal of Family Business Strategy**, v. 1, 2010.

ASTRACHAN, J. *et al.* *The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem*. **Family Business Review**, v. 15, n. 1, 2002.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. *Motives for takeovers: an empirical investigation*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 3, 1993.

BERNHOFET, R. **Empresa familiar: sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida**. São Paulo: Nobel, 1989.

_____. **Cartas a um jovem herdeiro: a herança não vem com manual de instruções**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BESANKO, *et al.* **A economia da estratégia**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BIRD, B. *et al.* *Family business research: the evolution of an academic field*. **Family Business Review**, v. 15, n. 4, 2002.

BM&FBOVESPA. **Classificação setorial das empresas e fundos negociados na BM&FBOVESPA**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 22/05/2012.

BROUTHERS, K. D.; BROUTHERS, L. E. *Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transactional cost influences*. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 1, 2000.

CAPRON, L.; PISTRE, N. *When do acquirers earn abnormal returns?* **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, 2002.

CHATERJEE, S.; LUBATKIN, M. *Corporate mergers, stockholder diversification, and changes in systematic risk*. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 4, 1990.

CHRISMAN, J. J. *et al.* *Current trends and future directions in family business management studies: toward a theory of the family firm*. **Cole Whiteman Paper Series**, 2003. Disponível em: <<http://usasbe.org/knowledge/whitepapers/chrisman2003.pdf>>. Acesso em 17/08/2011.

CHUA, J. H. *et al.* *Defining the family business by behavior*. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 23, n. 4, 1999.

DAVIS, J. A.; TAGIURI, R. *The influence of life-stage on father-son work relationships in family companies*. **Family Business Review**, v. 2, n. 1, 1989.

DEBICKI, B. J. *et al.* *Family business research in the new millennium: an overview of the who, the where, the what, and the why*. **Family Business Review**, v. 22, n. 2, 2009.

DESCANIO, D; LUNARDELLI, M. C. *Saúde e qualidade de vida na empresa familiar*. **Revista Psicologia: Organização e Trabalho**, v. 7, n. 1, 2007.

DYER JR., W. G.; SÁNCHEZ, M. *Current state of family business theory and practice as reflected in family business review 1988-1998*. **Family Business Review**, v. 11, n. 4, 1998.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. *Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais*. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, 2000.

FREEMAN, E. *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman, 1984.

GUBBI, S. R. *et al.* *Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms*. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 3, 2010.

HANDLER, W. C. *Methodological issues and considerations in studying family businesses*. **Family Business Review**, v. 2, n. 3, 1989.

_____. *The succession experience in the next generation*. **Family Business Review**, v. 5, no. 3, 1992.

HARFORD, J. *What drives merger waves?* **Journal of Financial Economics**, v. 77, 2005.

HOLLANDER, B. S.; ELMAN, N. S. *Family owned businesses: an emerging field of inquiry*. **Family Business Review**, v. 1, n. 2, 1988.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IFERA. **Family Business Dominate**, 2003.

IYER, D.; MILLER, K. D. *Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions*. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 4, 2008.

JENSEN, M. C. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. **The American Economy Review**, v. 76, n. 2, 1986.

JOVANOVIĆ, B.; ROUSSEAU, P. L. *The Q-Theory of mergers*. **The American Economy Review**, v. 92, n. 2, 2002.

KAYO, E. K. *et al.* *Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento*. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, v. 44, n. 1, 2009.

KLEIN, S. B. *Family business in Germany: significance and structure*. **Family Business Review**, v. 13, n. 3, 2000.

LA PORTA, R. *et al.* *Corporate ownership around the world*. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, 1999.

LANG, L. H. P. *et al.* *Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers*. **Journal of Financial Economics**, v. 24, 1989.

LANSBERG, I. *The succession conspiracy*. **Family Business Review**, v. 1. n. 2, 1988.

LANSBERG, I. *et al.* *Editor's notes*. **Family Business Review**, v. 1, n. 1, 1988.

LEITHBRIDGE, E. *Tendências da empresa familiar no mundo*. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 7, 1997.

LITZ, R. A. *The family business: toward definition clarity*. **Family Business Review**, v. 8, n. 2, 1995.

MACKINLAY, A. C. *Event studies in economics and finance*. **Journal of Economic Literature**, v. 13, n. 1, 1997.

MAMEDE, G.; MAMEDE, E. G. **Empresas familiares: administração, sucessão e prevenção de conflitos entre sócios**. São Paulo: Atlas, 2012.

MCNAMARA, G. M. *et al.* *The performance implication of participating in an acquisition wave: early mover advantages, bandwagon effects, and the moderating influence of industry characteristics and acquirer tactics*. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 1, 2008.

MOREIRA JÚNIOR, A. L. **Bastidores da empresa familiar: como reduzir conflitos por meio da governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2011.

MOREIRA JÚNIOR., A. L.; DE BORTOLI NETO, A. **Empresa familiar: um sonho realizado**. São Paulo: Saraiva, 2007.

NAJAAR, E. **Empresa familiar: construindo equipes vencedoras na família empresária**. São Paulo: Integrare Editora, 2011.

NEUBAUER, F.; LANK, A. G. *The family business: its governance for sustainability*. New York: Routledge, 1998.

ODAGIRI, H.; HASE, T. *Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too?* **International Journal of Industrial Organization**, n. 7, 1989.

PASSOS, E. *et al.* **Família, família, negócios à parte: como fortalecer laços e desatar nós na empresa familiar**. São Paulo: Editora Gente, 2006.

ROLL, R. *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, 1986.

SCHULZE, W. *et al.* *Exploring the agency consequences of ownership dispersion among inside directors of family firms*. **The Academy of Management Journal**, v. 46, n. 2, 2003.

SETH, A. *Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues*. **Strategic Management Journal**, v. 11, n. 2, 1990.

SHARMA, P. *Stakeholder management concepts in family firms*. In: PROCEEDINGS OF INTERNATIONAL ASSOCIATION OF BUSINESS AND SOCIETY (IABS). Sedona, 2001.

_____. *Stakeholder mapping technique: toward the development of a family firm typology*. ACADEMY OF MANAGEMENT'S ANNUAL CONFERENCE. Denver, 2002.

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

SHARMA, P. *et al.* *Strategic management of the family business: past research and future challenges*. **Family Business Review**, v. 10, n. 1, 1997.

SHIM, J.; OKAMURO, H. *Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms*. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 1, 2011.

SHIN, H.; STULZ, R. M. *Firm value, risk and growth opportunities*. **NBER Working Paper Series**, 2000. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7808>>. Acesso em: 11/08/2011.

TAGIURI, R.; DAVIS, J. A. *On the goals of successful family companies*. **Family Business Review**, v. 5, n. 1, 1992.

TSANG, E. W. K. *Learning from overseas venturing experience*. **Journal of Business Venturing**, v. 17, 2002.

UHLANER, L. M. *et al. The entrepreneuring family: a new paradigm for family business research*. **Small Business Economics**, 2010.

WERNER, R. A. **Família & negócios: um caminho para o sucesso**. Barueri: Manole, 2004.

WESTHEAD, P. COWLING, M. *Family firm research: the need for a methodological rethink*. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 23, n. 1, 1998.

WINTER, M. *et al. Revisiting the study of family businesses: methodological challenges, dilemmas, and alternative approaches*. **Family Business Review**, v. 11, n. 3, 1998.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. 4. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

WORTMAN JR. M. S. *Theoretical foundations for family-owned businesses: a conceptual and research based paradigm*. **Family Business Review**, v. 7, n. 1, 1994.

YOSHII, K. *A new share-listing system in Japan*. **Asia Law Corporate Finance Review**, July 2008.

ZAHRA, S. A.; SHARMA, P. *Family business research: a strategic reflection*. **Family Business Review**, v. 17, n. 4, 2004.