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

Thiago Henrique Moreira Goes

Como empresas familiares investem: uma análise dos condicionantes e das características dos investimentos das empresas familiares brasileiras entre 2006-2016

São Paulo
2018

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Junior
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Junior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES

Como empresas familiares investem: uma análise dos condicionantes e das características dos investimentos das empresas familiares brasileiras entre 2006-2016

Versão corrigida

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho

**São Paulo
2018**

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada por Rafael Mielli Rodrigues – CRB-8/7286

Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Goes, Thiago Henrique Moreira

Como empresas familiares investem: uma análise dos condicionantes e das características dos investimentos das empresas familiares brasileiras entre 2006-2016 / Thiago Henrique Moreira Goes. – São Paulo, 2018.

176 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2018.

Orientador: Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho.

Dedicatória

Aos meus pais, Osvaldo (*in memoriam*) e Nair,
que são meus defensores, heróis e responsáveis
pela minha educação. À Anelise pelo apoio
incondicional nestes anos.

Agradecimentos

O doutorado, embora possa ser considerado o ápice de uma carreira acadêmica, tem como bases fundamentais diversos momentos de nossas vidas. E, assim sendo, várias pessoas tornam-se importantes nesse processo, tornando-os indispensáveis agradecê-los.

O primeiro agradecimento destina-se à minha mãe, **Nair Moreira Goes**, pela perseverança, amor e força (sobretudo após a morte de meu pai) destinados para a minha formação. Fora ela a principal artífice de todo esse processo ao assumir o papel de mãe e pai e batalhar em todas as frentes para que eu pudesse estudar em bons colégios, chegar ao ensino superior e, posteriormente, seguir a carreira acadêmica. O seu esforço em garantir uma educação de qualidade, mesmo diante de todas as adversidades, será algo jamais esquecido e sempre valorizado, tendo eu orgulho em explaná-lo para o mundo.

O segundo agradecimento destina-se ao meu pai **Osvaldo Teixeira Goes** (*in memoriam*). Há uma música lindamente composta por Sérgio Bittencourt que diz: “Naquela mesa ele sentava sempre e me dizia sempre, o que é viver melhor. Naquela mesa ele contava histórias, que hoje na memória eu guardo e sei de cor. Naquela mesa ele juntava gente e contava contente o que fez de manhã. E nos seus olhos era tanto brilho, que mais que seu filho, eu fiquei seu fã”. A importância de meu pai vai além dos anos de convivência, estende-se também pela paixão à matemática e, por conseguinte, às finanças. É inenarrável minha emoção ao, após dois anos do seu falecimento, ter encontrado um de seus livros com várias anotações e resoluções de exercícios matemáticos. Naquele momento eu sabia que, independentemente da minha formação, gostaria de assim como ele ser um exemplo às pessoas próximas.

A terceira pessoa que devo agradecer é **Anelise Carpiné**. Posso, sem sombra de dúvidas, afirmar que estes anos em São Paulo me trouxeram um grande presente: ela. Tê-la encontrado foi muito especial, tendo ela sido importante no apoio, nas cobranças e na preocupação em todo o período de construção desta tese. Seu carinho e amor foram fundamentais para a execução deste trabalho.

Agradeço ao meu orientador, **Professor Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho**, pela sugestão deste objeto de estudo (empresas familiares) e pela orientação no delineamento da pesquisa. Agradeço também pela disposição em ajudar tanto

acadêmico quanto profissionalmente. Saio deste doutorado, após seus ensinamentos, muito melhor preparado.

Agradeço aos professores **Luiz Ricardo Kabbach de Castro** e **Roy Martelanc** pelos excelentes comentários na etapa de qualificação e por fazerem parte como membros desta banca final.

Agradeço também aos professores **Eduardo Kayo**, **Fábio Frezatti** e **Sérgio Lazzarini** por fazerem parte desta comissão avaliadora. Sou um grande entusiasta de seus trabalhos e sou muito grato pelo aceite a este convite.

Agradeço aos membros suplentes da banca, pelos quais tenho muita admiração e respeito.

Outros agradecimentos são destinados aos professores com quem realizei disciplinas e pude conviver em projetos e comissões: Abraham Sin Oih Yu, Ariaster Chimeli, Décio Zylberstajn, Eduardo Kazuo Kayo, José Afonso Mazzon, Lucas Ayres, Marlei Pozzebon, Martinho Isnard, Moacir Miranda e Sylvia Saes. Cada um deles, nas mais diversas funções, são profissionais exemplares.

Neste período também pude conviver com outros professores e profissionais que muito agregaram para minha carreira, tais como Marco Antonio Conejero, Uriel Rotta e Tiago Fishcer.

Agradeço também a alguns amigos que este doutorado proporcionou e que foram fundamentais nesses quatro anos: **João Paulo Bittencourt** que muito me ensinou nesse período, seja sobre a academia quanto sobre o mundo que nos envolve, incluindo nosso time Palmeiras. **Tobias Coutinho Parente** que foi meu companheiro em vários congressos, trabalhos acadêmicos e muito me ensinou sobre pesquisa, governança corporativa e empresas familiares. **Eduardo Brunaldi**, com quem eu aprendi e aprendo muito sobre finanças e estatística. **Pedro Sotomayor** com quem, apesar das leves divergências políticas, eu pude aprender muito sobre cultura organizacional, riscos e que também foi um grande ouvinte da minha ideia de tese nesses anos. **Caroline Gonçalves** com quem aprendi muito sobre cooperativas e a quem eu agradeço muito pela preocupação com minhas horas de sono e se eu não estava resfriado.

Outros amigos (FEAs e não-FEAs) que merecem menção nestes agradecimentos são: Afonso Carneiro, Ana Azevedo, Angela Lucas, Bassiro So, Camila Cristina, Cristina Espinheira, Daniel Ferro, Dilma Santos, Fernanda Lemos, Gustavo Oliveira, Greici Sarturi, Helder Aguiar, Hugo Meira, Joice Chiareto, José Guilherme, Keysa

Mascena, Nathalia Yuri Eiro, Nobuiuki Ito, Rafaela Almeida, Samayk Ferro e Simone Barakat.

Agradeço também aos meus professores de graduação e mestrado, sobretudo Fátima Gimenes, Izabel Gozer, João Codado, Jorge Pona, Pery Shikida e Régio Toesca. Eles foram grandes exemplos em diversos momentos dessa trajetória e contribuíram muito para que eu estivesse concluindo mais esta etapa.

Agradeço também a outros amigos que advém de longa data e foram muito importantes desde o começo de minha jornada acadêmica: Alberto Rocha, Caroline Scheffer, Flávio Rocha, Helder Martins, Ivano Ribeiro, Lígia Fiedler, Kris Diniz, Nelinho Graef e Paulo Henrique Diniz.

Por fim, agradeço a Universidade de São Paulo e a CAPES pela oportunidade de cursar um doutorado na melhor universidade do país.

RESUMO

O objetivo deste estudo foi analisar os condicionantes das decisões de investimento das empresas familiares. Para tanto, utilizou-se de um referencial teórico baseado em conceitos como estrutura de propriedade e controle familiar, heterogeneidade das empresas familiares, choques exógenos causados por crises econômicas e situação de restrição financeira. Esses conceitos foram empregues com o propósito de dimensionar seus impactos nas decisões de investimento das empresas familiares listadas em bolsa nos períodos entre 2006-2016. Em termos teóricos, os investimentos foram separados em dois tipos: investimentos em CAPEX e capital circulante líquido. Embora nem todos tenham sido utilizados em todas as fases da pesquisa, esses dois tipos de investimento foram o cerne e a variável dependente da pesquisa. Outras variáveis importantes foram *Empresa Familiar*, bem como suas outras sete configurações, e as variáveis de interação como idade, grau de maturidade, tamanho, tangibilidade e situação financeira. Outro ponto considerado pela pesquisa foi o impacto do cenário macroeconômico sobre as decisões de investimento. Os resultados encontrados mostraram que as empresas familiares investem menos do que as empresas não familiares em CAPEX, ocorrendo o inverso para o capital circulante líquido. Isso corrobora com as análises teóricas promovidas por Anderson, Duru e Reeb (2012) e Chrisman e Patel (2012) sobre os ideais de autopreservação e aversão ao risco aos quais as empresas familiares estão sujeitas. Quanto aos períodos de choques de liquidez, as empresas familiares apresentaram quedas severas para investimentos em CAPEX e quedas menos acentuadas para o capital circulante líquido. Por fim, em relação à situação de restrição financeira e os resultados financeiros passados evidenciou-se que empresas familiares com maior tangibilidade e com resultados passados positivos investem mais do que as empresas não familiares, o que também está de acordo com a teoria sobre autoconfiança e busca pela perenidade em empresas de controle familiar.

Palavras-chave: Empresas Familiares. Investimento. Estrutura de propriedade e controle. Autopreservação. Riqueza Socioemocional. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The objective of this study was to answer the following research problem: what are the determinants of the investment decisions of family companies? To do so, the research used a theoretical framework based on concepts such as family ownership and control, the heterogeneity found in the various types of family businesses, exogenous shocks caused by economic crises and the situation of financial constraint of the companies. These concepts were used to understand how each of them impacted the investment decisions of listed companies in the period between 2006-2016. In conceptual terms, the investments were divided into two types: investments in CAPEX and working capital ratios. Although not all were used at all stages of the research, these three types of investment were at the heart and the research-dependent variable. In addition to this variable, other important variables were both the Family Enterprise variable (as well as its other seven configurations) and the variables of interaction with age, maturity level, size, tangibility and financial situation. Another point considered by the research consisted in analyzing how the macroeconomic scenario impacted investment decisions. The results found that family firms invest less than non-family firms (in all configurations) in CAPEX. However, the opposite occurs for the working capital ratios. This corroborates theoretical analyzes promoted by Anderson, Duru and Reeb (2012) and Chrisman and Patel (2012) on the ideals of self-preservation and risk aversion to which family firms are subject to making decisions involving risks and uncertainties. Comparing the results in periods of liquidity shocks, the results of the family companies showed severe declines for investments in CAPEX and less declines in working capital index. Finally, the results found when considering the situation of financial constraint and the past results provided that family companies with greater tangibility and with positive past results invest more than non-family companies, which is also in accordance with the theory on self-preservation and search for perpetuity in family businesses.

Keywords: Family Firms. Investment. Ownership Structure and Control. Self-preservation. Socioemotional Wealth (SEW). Corporate Governance.

Lista de Figuras

Figura 1 - Nível ótimo da combinação entre emissão de <i>equity</i> e emissão de dívida.	32
Figura 2 - Escala F-PEC e suas subdimensões.....	46
Figura 3 – Evolução da amostra ao longo do período.....	65
Figura 4 – Curvas de investimento em capital de giro das empresas familiares vs. não familiares ao longo do tempo.....	94
Figura 6 – Investimentos em CAPEX ao longo dos anos (por grupo).....	96
Figura 7 – Saldo de capital de giro ao longo dos anos da amostra.....	100
Figura 8 – Diferença de investimentos dentre as tipologias de empresas familiares	128
Figura 9 – Índices de capital de giro ao longo do tempo para todos os tipos de empresas familiares.....	132

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Envolvimento Familiar, Estrutura de Propriedade e Visão da Família	44
Tabela 2 - Empresas separadas por setor e por ano.....	65
Tabela 3 - Estatísticas descritivas gerais da amostra.....	72
Tabela 4 - Evolução das variáveis da pesquisa ao longo dos anos da amostra (medianas).....	74
Tabela 5 – Estatísticas descritivas gerais separadas por tipologia de empresa familiar.....	76
Tabela 6 – Familiares x Não Familiares.....	78
Tabela 7 – Influência familiar nos investimentos em CAPEX.....	80
Tabela 8 – Impactos das empresas familiares nos Índices de Capex.	81
Tabela 9 – Comparação entre investimentos de empresas jovens e maduras	83
Tabela 10 – Comportamento de investimento de empresas familiares com mais tempo de existência.....	83
Tabela 11 – Influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro.....	85
Tabela 12 – Teste de robustez da influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro. ...	87
Tabela 13 – Teste da influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro (excluindo observações influentes).	89
Tabela 14 – Diferença de investimentos entre empresas jovens e maduras.....	90
Tabela 15 – Influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro ao longo do tempo.	91
Tabela 16 – Situação dos investimentos em CAPEX ao longo do tempo.....	95
Tabela 17 – Diferenças de investimentos em CAPEX antes e depois das crises	98
Tabela 18 – Situação dos investimentos em capital de giro ao longo do tempo.	99
Tabela 19 – Diferenças de índices de capital de giro antes e depois das crises	101
Tabela 20 – Investimentos em CAPEX de cada tipo de empresa familiar ao longo do tempo.	104
Tabela 21 – Diferenças estatísticas dos investimentos em CAPEX entre os tipos de empresas familiares.....	104
Tabela 22 – Saldo de capital de giro de cada tipo de empresa familiar ao longo do tempo.....	106
Tabela 23 – Diferenças estatísticas dos índices de capital de giro entre os tipos de empresas familiares.....	107
Tabela 24 – Correlação entre participação da família e investimentos	109
Tabela 25 - Heterogeneidade em empresas familiares e impacto em decisões de investimento	113
Tabela 26 - Heterogeneidade nas decisões de investimento ao longo do tempo.....	116
Tabela 27 - Função quadrática do investimento em relação à idade considerando a heterogeneidade.....	119
Tabela 28 - Heterogeneidade em empresas familiares e impacto em decisões de investimento	123
Tabela 29 - Heterogeneidade em empresas familiares e impacto em decisões de investimento	125
Tabela 30 – Diferenças de índices de investimento em CAPEX antes e depois das crises.....	129
Tabela 31 – Diferenças de índices de investimento em capital de giro antes e depois das crises	134
Tabela 32 – Impacto no CAPEX da interação entre empresa familiar e tamanho	137
Tabela 33 – Impacto no CAPEX da interação entre empresa familiar e tangibilidade	140
Tabela 34 – Investimentos em CAPEX separando pela situação financeira das empresas	144
Tabela 35 - Investimentos em CAPEX separando pela situação financeira das empresas (considerando o setor)	145
Tabela 36 – Impacto da tangibilidade nas decisões de investimento considerando a situação financeira das empresas.....	148
Tabela 37 – Impacto dos bons resultados em períodos anteriores nas decisões de investimento considerando a situação financeira das empresas.....	150

Lista de Quadros

Quadro 1 – Tipologias das empresas familiares.....	63
Quadro 2 – Variáveis e descrição.....	64

SUMÁRIO

Lista de Figuras	13
Lista de Tabelas.....	14
Lista de Quadros	15
1. O PROBLEMA DE PESQUISA.....	18
1.1 Introdução	18
1.2 Situação problema e pergunta de pesquisa.....	20
1.3 Objetivos	22
2. REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1 Decisões de investimento	23
2.1.1 Contexto geral	23
2.1.2 A sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa	26
2.1.3 Características da firma que impactam nas decisões de investimento	29
2.1.4 Conflito de agência e decisões de investimento	32
2.2 Empresas familiares	35
2.2.1 O que são empresas familiares?	36
2.2.2 Diferença entre empresas familiares (FF) e não familiares (NFF).....	40
2.2.3 Heterogeneidade em empresas familiares	43
2.2.4 Decisões de investimento em empresas familiares	50
2.3 Proposições Teóricas e Hipóteses	55
3. METODOLOGIA.....	62
3.1 Descrição das variáveis	62
3.1.1 Variável “Empresa Familiar”	62
3.1.3 Variáveis de controle e interação	64
3.2 Amostra	64
3.3 Etapas da Pesquisa	66
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	72
4.1 Resultados descritivos.....	72
4.2 Como empresas familiares investem?	77
4.2.1 Proposição 1 – Como empresas familiares investem em CAPEX?.....	79
4.2.2 Proposição 2 - Como empresas familiares investem em Capital de Giro?.....	85
4.2.3 Proposição 3 - Impacto da crise no investimento em CAPEX	95
4.2.4 Proposição 4 - Impacto da crise no investimento em capital de giro	98
4.3 Qual o impacto da heterogeneidade no comportamento de investimentos das empresas familiares?	102

4.3.1 Proposição 5 - Tipos de empresas familiares e decisões de investimento.....	103
4.3.2 Proposição 7 - Impactos das diferentes empresas familiares nas decisões de investimento em CAPEX	110
4.3.3 Proposição 8 - Impactos das diferentes empresas familiares nos índices de capital de giro	121
4.3.3 Proposição 9 - Variabilidade nos investimentos em CAPEX dos diferentes tipos de empresas familiares antes e após as crises	127
4.3.3 Proposição 10 - Variabilidade nos índices de capital de giro dos diferentes tipos de empresas familiares antes e após as crises	132
4.4 Interação entre empresas familiares e características da firma	136
4.4.1 Proposição 11 - Empresas familiares com menores restrições investem mais?	136
4.4.2 Proposição 12 - Como agem as empresas familiares com resultados ruins?.....	143
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	153
5.1 Síntese teórica: apresentação da temática	153
5.2 Proposições elaboradas e seus resultados.....	156
5.3 Importância da pesquisa	161
5.4 Limitações da pesquisa e estudos futuros.....	162
REFERÊNCIAS	165

1. O PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Introdução

Políticas de investimento estão entre os mais importantes itens das finanças corporativas. Assim como essas políticas vão impactar na geração de valor e fluxos de caixa futuro para uma organização (Myers & Majluf, 1984), elas também são impactadas por características macroeconômicas e institucionais (Baysinger et al., 1991; Campello et al., 2010), características de liquidez (Cleary, 1999; Cleary, 2000), de estrutura de propriedade (Anderson et al., 2012) e visão dos gestores e investidores (Malmendier & Tate, 2005; Gervais & Odean, 2001; Graham et al. 2013).

A partir deste cenário de influência sobre as políticas de investimento muitas teorias foram construídas ao longo do tempo. Foram incorporadas as características das firmas como tangibilidade, oportunidades de crescimento, situação financeira e como a presença desses itens impactaria na menor dependência de seu fluxo de caixa, na maior possibilidade de obtenção de recursos externos e na quantidade de recursos investidos pelas empresas (H. Almeida & Campello, 2007; Brown, Fazzari, & Petersen, 2009; Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988). Além de características estruturais, o excesso de confiança dos gestores também passou a ser utilizado. Heaton (2002) e Malmendier e Tate (2005) afirmam que gestores com excesso de confiança são altamente sensíveis ao fluxo de caixa para a realização de investimentos, pois preferem obter ganhos que não serão compartilhados com outros *stakeholders* (credores e acionistas).

Outro tópico importante refere-se aos impactos da estrutura de propriedade nas decisões e na geração de valor (Reeb, 2007). As pesquisas que surgiram após Jensen e Meckling (1976) passaram a incorporar a estrutura de propriedade como um item fundamental das decisões de investimento, sobretudo ao analisar os conflitos de agência e seus impactos no valor da empresa (Demsetz & Lehn, 1985; Demsetz & Villalonga, 2001). O conceito base era de que empresas com estrutura de capital dispersa poderiam sofrer os chamados conflitos de agência do tipo I, ou seja, os acionistas serem expropriados pelos gestores por meio de decisões que beneficiem apenas estes (Eisenhardt, 1989). Contudo, a evolução das pesquisas mostrou que poderia haver uma segunda possibilidade de expropriação, aquela em que acionistas majoritários explorariam os minoritários o tomar decisões que visassem benefícios apenas desse

grupo de controle (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999; Shleifer & Vishny, 1997).

Como trabalhos complementares aos estudos que incluíram a estrutura de propriedade e o excesso de confiança estão aqueles que analisam a estrutura de propriedade familiar (Anderson, Duru, & Reeb, 2012; Chua, Chrisman, Steier, & Rau, 2012). Empresas com esse perfil podem apresentar uma dominância da família sobre a gestão e o conselho. Conforme mencionado por Baysinger, Kosnik, & Turk (1991), a dominância do conselho pode gerar decisões ineficientes para as empresas, sobretudo quando essa dominância privilegia benefícios não econômicos em decisões de investimento arriscadas. Diante disso, as empresas familiares ao perseguirem benefícios não econômicos, em alguns casos podem gerar uma relação de destruição de valor ao realizarem investimentos ruins, sucessões mal planejadas e outros itens, tais como o nepotismo (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007; Kellermanns, Eddleston, & Zellweger, 2012).

Contudo, se esse modelo de estrutura de propriedade pode gerar problemas de agência do tipo II, também pode gerar bons resultados não somente para a empresa, mas também para os acionistas. Alguns desses exemplos estão baseados na orientação de longo prazo e na riqueza socioemocional que é buscada por essas empresas. Tais itens permitem que decisões de empresas familiares almejem o crescimento, visto que a família é dependente do sucesso do negócio (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012; Hoopes & Miller, 2006). Assim, tais empresas podem incorrer em decisões tão boas ou melhores do que suas concorrentes não familiares, sobretudo em decisões que venham a maximizar o investimento e proporcionar uma criação de valor maior (Anderson & Reeb, 2003; Chrisman & Patel, 2012; Miller & Le Breton-Miller, 2006). Por fim, deve-se dizer que essas variações entre empresas familiares – que podem levar a bons ou maus resultados – são descritas na literatura como heterogeneidade das empresas familiares e essa heterogeneidade pode ser causada tanto por elementos estruturais das firmas (financeiros ou de gestão) quanto por itens contextuais (Chrisman, Chua, De Massis, Frattini, & Wright, 2015; Chua et al., 2012; Schmid, Ampenberger, Kaserer, & Achleitner, 2015; Wright, Chrisman, Chua, & Steier, 2014)

Desse modo, o principal interesse dessa pesquisa consistiu em compreender quais os condicionantes e as características dos investimentos das empresas familiares brasileiras comparando com a literatura existente para outros países e acrescentando

aspectos característicos da economia brasileira que são fundamentais para a compreensão das decisões de investimento.

1.2 Situação problema e pergunta de pesquisa

Por um longo período de tempo pesquisas em empresas familiares foram deixadas à margem em relação a outros temas referentes à administração e às organizações. Observa-se isso pela quantidade de trabalhos publicados nas décadas de 1980 e 1990 que buscavam formas de estruturação do conceito de empresas familiares e sucessão (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999; Sharma, 2004).

Pode-se dizer que a pesquisa avançou no restante do mundo ao incorporar análises sobre finanças, estratégia, comportamento organizacional, valores e cultura, entre outros. Mas essa evolução das pesquisas sobre a temática não apresenta linearidade em todo o globo. Enquanto muitos estudos revolucionaram o campo da pesquisa nos EUA, tais como os estudos sobre a criação de valor, cujo maior exemplo é o trabalho de Anderson e Reeb (2003), as pesquisas brasileiras ainda são incipientes.

Segundo Borges, Lescura e Oliveira (2012), entre 1997-2009 apenas 44 artigos sobre a temática de empresas familiares foram publicados nos dez mais importantes periódicos de administração do Brasil. Quando se agrupa essas revistas com os congressos realizados pela Associação Nacional de Pós Graduação em Administração (e.g., ENANPAD e ENEO) o número de artigos sobe para 176. Entretanto, algumas ressalvas são importantes, visto que, segundo os autores, a maioria dos artigos (aproximadamente 23%) é focada apenas na sucessão empresarial. No mesmo período os tópicos de estratégia e governança juntos representaram apenas 15%, com o adendo de que os autores incluíram dentro das categorias de governança e estratégia os trabalhos focados em finanças corporativas. Além disso, apenas 20% dos trabalhos foram realizados utilizando modelos quantitativos de pesquisa, o que os limita quando comparados com as pesquisas apresentadas em dois grandes periódicos de empresas familiares, *Family Business Review* e *Journal of Family Business Strategy*.

Feitas essas breves apresentações sobre o campo de pesquisa no Brasil, cabe delinear pontos importantes para a geração do problema de pesquisa. O primeiro desses tópicos consiste na estrutura de propriedade como um diferencial para as decisões de investimento e também para o comportamento das organizações familiares (Anderson, Duru, & Reeb, 2009; Reeb, 2007). A estrutura de propriedade *per si* já representa um

foco de análise importante como mencionado em pesquisas de La Porta et al. (1999) e Villalonga & Amit (2006). Contudo, conforme mencionado por Anderson et al. (2012), a mera utilização de uma variável que denote a estrutura de propriedade familiar pode gerar resultados espúrios, sendo importante sua combinação com outros tópicos de análise.

O segundo tópico refere-se à heterogeneidade. Pode-se dizer que as combinações entre estruturas de propriedade e perfis do tomador de decisão geram diferentes tipos de gestão em empresas familiares e essas diferentes tipologias resultam em estruturas de governança, decisões e performances dessemelhantes (Sharma & Nordqvist, 2007). Entre os subtópicos importantes da heterogeneidade estão as diferenças entre empresas controladas por fundadores e por outros membros (Miller, Le Breton-Miller, & Lester, 2011), as diferenças em relação ao envolvimento da família no negócio (Berrone et al., 2012; L. Gomez-Mejia et al., 2013) e a combinação da estrutura de propriedade e controle familiar com características específicas de finanças corporativas, tais como suas oportunidades de crescimento (Hoopes & Miller, 2006).

A heterogeneidade e a estrutura de propriedade e controle devem ser combinadas com elementos contextuais. A variabilidade das decisões de empresas familiares, sobretudo as decisões de investimento, é um reflexo de vários itens, como o grau de controle, o envolvimento da família, o momento econômico vivido pela empresa e o momento macroeconômico e institucional no ambiente em que a empresa familiar está situada (Chrisman et al., 2015; Wright et al., 2014).

Diante destes três grandes blocos que permeiam as decisões das empresas familiares, a pergunta da pesquisa consiste em: Quais os condicionantes dos investimentos das empresas familiares brasileiras?

Além de responder como as empresas familiares brasileiras investem é necessário compreender como cada um dos elementos- estrutura de propriedade, diferenças financeiras, diferenças de controle e aspectos macroeconômicos e institucionais- afetam essas decisões.

Por fim, deve-se dizer que enquanto estudos anteriores buscavam apenas o encontro de uma variável funcional, este estudo procura estabelecer uma relação entre estrutura de propriedade, fricções de financiamento e decisões reais em uma corporação familiar; sobretudo em um ambiente em que as pesquisas sobre investimentos e finanças com o foco em empresas familiares foram deixadas à margem, como é o caso do Brasil.

1.3 Objetivos

O objetivo principal da pesquisa consiste em analisar como empresas familiares investem e quais são os itens mais impactantes dessas decisões de investimento.

Os objetivos específicos são:

- a) Analisar como as decisões de investimento ocorrem em empresas com estrutura de propriedade e controle familiar;
- b) Avaliar como a heterogeneidade das empresas familiares afeta o comportamento de investimento das mesmas;
- c) Analisar como as empresas familiares alocaram seus investimentos em períodos anteriores e posteriores às crises econômicas;
- d) Avaliar como a heterogeneidade relacionada às características financeiras, tais como tamanho, tangibilidade e situação financeira, impactam nas decisões das empresas familiares.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Decisões de investimento

Esse tópico versa sobre os elementos que caracterizam uma decisão de investimento. O primeiro item consiste no contexto geral das decisões de investimento e apresenta breves notas sobre a temática. O segundo item consiste no modelo genérico de sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. O terceiro e último item apresenta várias características financeiras de uma organização e seus impactos.

2.1.1 Contexto geral

Investimentos são considerados alocações de recursos mediante incerteza e graus de risco mensuráveis (Modigliani & Miller, 1958). As decisões de investimento devem ser avaliadas a partir de suas contribuições para o valor da empresa e suas reivindicações residuais (*residual claims*) (Fama & Jensen, 1985). Perante seu impacto no longo prazo das empresas, as decisões de investimento podem possuir índices maiores ou menores diante de condições de incerteza, risco, retorno e apetite ao risco do gestor em um dado momento do tempo (Bernanke, 1983; Julio & Yook, 2012). Neste trabalho foram consideradas como decisões de investimento as decisões e investimento em bens de capital (*Capital Expenditures – CAPEX*), investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e investimento em capital de giro.

Para os objetivos deste trabalho convém explicar dois tipos de decisões de investimento que apresentam grandes quantidades de recursos envolvidas, as quais são: decisões de investimento em CAPEX e decisões de investimento em P&D.

Investimentos em CAPEX (ex.: máquinas, equipamentos e outros bens de capital) demandam grandes recursos das empresas e são considerados densos e como não recorrentes (Dudley, 2012). Além disso, os bens de capital são considerados elementos fundamentais para a geração de inovações e para os ganhos de produtividade. Massell (1962) afirmou que o crescimento histórico dos Estados Unidos foi fortemente baseado nas aquisições e adoção de tecnologias mais robustas de produção como novas máquinas e equipamentos. Já para Ghosal e Nair-Reichert (2007) em uma análise sobre o papel da adoção de novas tecnologias pelo setor de celulose no mundo encontrou que

elas estavam diretamente relacionadas aos aumentos de produtividade e competitividade da supracitada indústria.

Em relação ao Brasil, o foco das pesquisas recentes somente em P&D tem mascarado a importância da aquisição de capital imobilizado (bens de capital) para a inovação tecnológica das empresas, sobretudo aquelas de países em desenvolvimento que ainda estão defasadas em termos técnicos (Alves et al., 2014). Os resultados relatados por esses autores mostram que incorporações de 1% em novas tecnologias de processo representam um aumento de 0,15% de produtividade para as empresas brasileiras. Por fim, relatórios da PINTEC (2011) após pesquisas com mais de 17.000 empresas brasileiras elucidam que dos valores gastos com inovações em processo e produto, 46,90% foram destinados aos investimentos em máquinas e equipamentos.

Já os Investimentos em P&D são caracterizados por serem investimentos de alto risco embora a distribuição desses investimentos ao longo do tempo apresente uma linearidade, o que os difere dos investimentos em CAPEX (Dudley, 2012). Esses investimentos estão entre os que mais geram conflitos entre os interesses dos acionistas e dos gestores (Baysinger et al., 1991). Além disso, investimentos em P&D são caracterizados por terem como cerne a orientação de longo prazo e a busca por um valor perene. Entretanto, isso vai contra alguns interesses de acionistas que buscam retornos de curto prazo (Hitt, Ireland, Harrison, & Hoskisson, 1991). Quando empresas possuem um controle majoritário das ações da organização, pode ocorrer uma situação dicotômica (como o exemplo de empresas familiares demonstra). Como investimentos em P&D são arriscados, uma empresa em que uma família possua o controle majoritário pode realizar tais investimentos evitando (ou minimizando) o conflito de agência, o que poderia aumentar a probabilidade desses investimentos. Entretanto, pelo risco específico desses investimentos, é muitas vezes necessária a abertura de capital para diluição do risco desse investimento, o que em muitos casos é refutado por empresas de controle definido, sobretudo empresas familiares (Chrisman, Steier, & Chua, 2010; Kotlar, Fang, De Massis, & Frattini, 2014).

Segundo Agca e Mozumdar (2007), a argumentação iniciada por Modigliani e Miller (1958) era de que as decisões de investimento não sofreriam impacto das decisões de financiamento em um modelo no qual o mercado fosse perfeito. A presunção de um mercado perfeito de capitais assume que recursos internos e externos seriam substitutos perfeitos e consequentemente a opção por um ou outro seriam irrelevantes (Modigliani & Miller, 1958). Contudo, o mercado possui uma série de

imperfeições que geram custos para as empresas (Modigliani & Miller, 1963; Myers & Majluf, 1985).

Essa visão alternativa de que os mercados são imperfeitos e possuem assimetria informacional identifica, dentre outros itens, que os recursos internos e externos são substitutos imperfeitos (Arrow, 1967). Devido a isso, os investimentos dependem de fatores financeiros, tais como a viabilidade de recursos internos, a capacidade de endividamento da empresa (*debt* ou *equity*) e também ao funcionamento particular do mercado de crédito no qual a empresa está inserida (Campello, Graham, & Harvey, 2010; Fazzari et al., 1988).

Pode-se dizer ainda que determinados tipos de investimento também podem sofrer impactos diferentes devido ao perfil do tomador de decisão, ao porte da organização, às restrições financeiras e/ou ao ciclo de vida da empresa (Makisimovic & Phillips, 2008; Brown & Petersen, 2009). Complementando esta afirmação, pode-se citar que, ao comparar os investimentos realizados por empresas de capital fechado nos 5 anos antes da realização de seu IPO (oferta pública inicial de ações), Davis, Faberman, & Haltiwanger (2013) encontraram que essas empresas realizavam investimentos maiores antes do IPO, assim como eram mais sensíveis as oportunidades de investimento.

Outros exemplos referem-se ao ciclo de vida das organizações que fazem parte de conglomerados e se elas estão em setores considerados mais produtivos ou menos produtivos. Conglomerados podem repassar investimentos de setores menos rentáveis para setores mais rentáveis e isso gera menor impacto das restrições financeiras sobre suas decisões de investimento em aquisições, bens de capital e plantas industriais (Maksimovic & Phillips, 2008)

Em relação ao perfil dos tomadores de decisão pode-se ressaltar que gestores focados em resultados de curto prazo tendem a investir menos em projetos de longo prazo, mesmo que os índices apontem para resultados com VPL positivo no futuro (Graham, Harvey & Rajgopal, 2005). Por outro lado, podem existir gestores que superestimam o VPL de seus investimentos e, assim, tendem a investir mais que outros. Tais gestores acreditam que seus resultados serão constantes (e com tendência de aumento) ao longo do tempo usando inclusive maior endividamento de curto prazo para a realização desses investimentos (Landier & Thesmar, 2009; Graham, Harvey & Puri, 2013).

No que diz respeito às restrições financeiras de uma empresa, elas podem ocorrer devido a motivos externos e internos. Em relação aos motivos externos, o contexto

macroeconômico e o ambiente institucional devem ser itens que impactam nas decisões de investimento (Baysinger et al., 1991; Campello et al., 2010; Graham, Harvey, & Puri, 2013b). Como exemplo macroeconômico podem-se citar as crises econômicas que impactam diretamente não só na capacidade de realizar investimento das empresas (restrições propriamente ditas), mas também podem vir a influenciar o comportamento dos gestores na tomada de decisões financeiras (Bleaney, 1996; Campello et al., 2010). Sobre os aspectos institucionais, o Estado pode atuar como um interventor na intenção de dirimir as assimetrias informacionais, especialmente as causadas pela imperfeição do mercado de capitais (Moshirian, 2011; Shahrokhi, 2011), mas pode causar influências negativas nessa atuação, pois sua atuação pode ser influenciada pela existência de grupos fortes e que poderá beneficiar poucos agentes em detrimento da maioria (Becker, 1983; Aloui et al., 2011). Um exemplo relativo ao mercado de capitais brasileiro é apresentado pela atuação do BNDES após a idealização da chamada “nova matriz econômica” (política keynesiana anti-cíclica). Essa atuação visava diminuir a restrição de crédito causada pela crise de 2008 (Teles & Mendonça, 2013), mas acabou por ter uma relação espúria com certos *players* além de um endividamento elevado do governo (Inoue et al., 2013; Gonçalves, 2015).

Quanto às restrições internas é importante ressaltar que devido à consideração da existência de um mercado imperfeito de capitais, as características da firma e sua relação com a sensibilidade nos investimentos passaram a ser fortemente analisadas ao longo do tempo (Cleary, 1999). Myers e Majluf (1984), Fazzari et al. (1988) e Kaplan e Zingales (1997) constataram a existência de um modelo hierárquico na estrutura de capital das empresas e essa estrutura de capital resulta em impactos diretos nas decisões de investimento. Para Cleary (1999) e Cleary (2000), a realização de investimentos pelas empresas é altamente dependente de sua liquidez, mormente para empresas que necessitam de recursos externos para a realização de investimentos. Por fim, cabe ressaltar que dois dos principais elementos internos das empresas para a realização de investimentos são o fluxo de caixa e a tangibilidade (Brown, Fazzari & Petersen, 2009).

2.1.2 A sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa

Conforme mencionado anteriormente, um conjunto de itens tende a afetar as decisões de investimento. E dentre estes itens, as características internas podem ser as que mais afetam. Dentre tais itens, a disponibilidade de fundos internos (fluxo de caixa)

consiste em uma das mais importantes. Esta variável foi por muito tempo a que contou com a maioria das análises e pesquisas sobre decisões de investimento (Allayannis & Mozumdar, 2004).

Para a identificação da sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e às demais variáveis, uma medida convencional de análise é testar a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa da empresa – disponibilidade de fundos internos (ICF) (Almeida & Campello, 2007; Brown & Petersen, 2009). O modelo comumente apresentado refere-se a uma função que pode ser exposta da maneira a seguir:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_{it}(\text{Disponibilidade de Fundos Internos}) + \delta_{it}(\text{Variáveis de controle}) + \varepsilon \quad (1)$$

Em que INV_{it} refere-se aos valores totais (ou índices) de investimento de uma empresa i , sejam eles os investimentos físicos (CAPEX), em P & D ou investimentos totais, no período t ; α é uma constante para o modelo; β representa o coeficiente de sensibilidade do investimento à disponibilidade de fundos internos; δ representa o coeficiente das variáveis de controle utilizadas para minimizar os efeitos espúrios causados pelo coeficiente que mede a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa; ε representa o termo erro da reta (Almeida & Campello, 2007).

A disponibilidade de fundos internos é um dos fatores relevantes que afeta de sobremaneira as organizações. Esse impacto tende a ser maior em empresas menores e que estão em um ciclo de vida inicial, visto que tais empresas comumente retêm maiores percentuais de seu fluxo de caixa ao invés de pagarem dividendos e possuem menos elementos que possam garantir a cobertura de sua dívida (Fazzari et al., 1988). A sensibilidade ao fluxo de caixa decorre do fato de que fundos internos são baseados nos resultados das empresas e, portanto, podem apresentar sérias volatilidades e com isso, as empresas pequenas e médias podem sofrer ainda mais em ciclos econômicos menos favoráveis. Portanto, se existe imperfeição no mercado de capitais e na substituição de fontes internas por externas, as corporações de menor tamanho sofrerão mais com a escassez de crédito e com as alterações (para cima) nas taxas de juros (Almeida & Campello, 2007; Fazzari et al., 1988). Contudo, existe um viés possível nos estudos de sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. A estimação da sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa é geralmente positiva para todas as firmas e isso gera uma relação espúria de que todas as firmas são "restritas" em algum sentido. Geralmente esse viés pode advir da forma como são montados os critérios de restrição financeira,

além de erros de especificação de outras variáveis de controle (Kaplan & Zingales, 1997).

Kaplan & Zingales (1997) realizaram uma pesquisa contrapondo as proposições do modelo de sensibilidade ao fluxo de caixa de FHB (1988). Os pesquisadores selecionaram apenas as empresas com maior grau de restrição da pesquisa de Fazzari et al. (1988). Eles fecharam a amostra com 49 empresas e analisaram as mesmas durante 15 anos. Os resultados apresentaram uma correlação negativa da sensibilidade ao fluxo de caixa e o grau de restrição das empresas (diferentemente do modelo FHB). Em análises que contemplam períodos múltiplos é muito mais complicado encontrar uma relação monotônica na sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa (Cleary, Povel, & Raith, 2007; Kaplan & Zingales, 1997). Sobre isso, Cleary (1999) afirmou que o modelo KZ (1997) usou um pequeno número de empresas (apenas 49) e fez segmentações que prejudicavam a generalização de seus resultados. Diante disso, o autor promoveu um estudo com 1317 empresas no período de 1987 a 1994 e encontrou um resultado similar aos resultados do modelo KZ (1997), visto que as empresas que possuíam maior possibilidade de adquirir crédito foram as mais sensíveis ao fluxo de caixa.

Deve-se dizer que mesmo diante da dicotomia encontrada nas pesquisas em relação ao grau de restrição e a sensibilidade ao fluxo de caixa, as empresas (e isso independe do tipo) realmente possuem maior dependência do fluxo de caixa do que de outras variáveis que representem oportunidades de crescimento (Cleary, 1999; Fazzari et al., 1988; Kaplan & Zingales, 1997). E mesmo que possa não fazer sentido que empresas com possibilidades de obtenção de crédito possam ser as mais sensíveis ao fluxo de caixa, isso está em linha com a teoria da agência e com o fato de que empresas com melhores resultados podem possuir gestores menos avessos ao risco (Cleary et al., 2007; Cleary, 1999; Jensen, 1986; Kaplan & Zingales, 1997).

Embora os resultados apresentem que as empresas com maior sensibilidade de investimento ao fluxo de caixa sejam aquelas que possuem menor restrição, ao incluir as empresas que possuem fluxo de caixa negativo na amostra, os resultados apresentam a chamada função U dos investimentos (Cleary et al., 2007). Ou seja, empresas com restrições financeiras e que possuem baixa quantidade de fundos internos realizarão investimentos maiores do que seus pares. Deve-se complementar que baixa quantidade de fundos internos não significa situação de estresse financeiro ou falência, pois nessa

situação tende a ocorrer contratação severa de investimentos (Allayannis & Mozumdar, 2004; Cleary et al., 2007; Guariglia, 2008).

Por fim, pode-se dizer que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa não é afetada somente pelas características de restrição das empresas ou pela situação financeira vivida por elas. Ao analisar a sensibilidade do investimento à disponibilidade de fundos internos entre 1970 e 2001, Agca & Mozumdar (2008) encontraram que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa decresceu ao longo do tempo. Alguns fatores foram preponderantes nesse processo tais como o aumento do número de fundos de investimento (e o aumento do investimento desses fundos), aumento de propriedades institucionais, aumento dos critérios de governança corporativa (ações anti-takeover) e uso de avaliações de especialistas como Standard & Poor's. Esses fatores funcionaram como elementos corretores das imperfeições do mercado de capitais e a sensibilidade à disponibilidade de fundos internos somente voltou a crescer após a eclosão da Crise de 2008 (Agca & Mozumdar, 2008; Campello et al., 2010).

2.1.3 Características da firma que impactam nas decisões de investimento

De forma geral pode-se dizer que em economia existem dois momentos, 0 e 1. No momento 0, a firma realiza um investimento $f(I)$ que gerará um output no tempo 1 relativo à este investimento (físico ou em P&D) no tempo 0 (H. Almeida & Campello, 2007; Bernanke, Gertler, & Simon, 1996). Esses investimentos muitas vezes não podem ser realizados com os fundos internos, sendo necessário recorrer à fontes externas de capital (bancos, emissão de títulos ou equity – público ou privado). Nessa situação, algumas empresas possuem vantagens, tais como maior quantidade de ativos para proporcionar garantias aos seus credores. Isso significa que algumas empresas não podem barganhar contratos de financiamento e crédito com credores (Almeida & Campello, 2007; Hart & Moore, 1994).

Neste contexto, torna-se importante delinear alguns exemplos. Empresas que baseiam suas atividades mais em capital humano do que intensivas em capital (setores mais maduros) comumente sofrem com problemas na obtenção de recursos oriundos de fontes externas (Bernanke et al., 1996; Hart & Moore, 1994). Esses problemas derivam dos problemas de agência (entre o tomador de recursos e o credor), da assimetria informacional entre os agentes e do efeito colateral gerado pela possível falta de

liquidez de empresas que não conseguem oferecer garantias (Bernanke et al., 1996; Diamond & Rajan, 2001; Kiyotaki & Moore, 1997).

Dentre as principais características importantes que afetam as formas de acesso às fontes de capital e consequentemente as decisões de investimento podem ser citadas: tangibilidade e tamanho das empresas, oportunidades de crescimento e estrutura de capital, maturidade, setor e estrutura de propriedade (H. Almeida & Campello, 2007; Brav, 2009; Kiyotaki & Moore, 1997; Maksimovic & Phillips, 2008).

No tocante a tangibilidade esta pode funcionar como um elemento mitigador para os fornecedores de capital, visto que esses ativos tangíveis poderão ser negociados para que os fornecedores de capital recuperem o valor investido na empresa (ou parte dele) em um momento de crise. Campello e Giambona (2013) afirmaram que os impactos da tangibilidade na alavancagem das empresas foram da ordem de 21,2% entre 1984-1996 e 22% entre 1971-2006 (em uma amostra com todas as empresas industriais do COMPUSTAT – 9.748 observações entre 1984 e 1996 e 97.154 observações entre 1971 e 2006). Além disso, itens tangíveis como prédios, terrenos e outras construções possuem um poder explicativo maior do que máquinas e equipamentos (embora significativa). (Campello & Giambona, 2013).

De forma mais específica sobre o impacto da tangibilidade nas decisões de investimento deve-se dizer que: a) com baixos níveis de tangibilidade, as empresas são mais restritas e, portanto, isso implica que a variação de investimentos possui maior sensibilidade ao fluxo de caixa; b) com altos níveis de tangibilidade, as empresas tendem a se tornar irrestritas aos investimentos e nessas situações ocorre uma independência da empresa de seu fluxo de caixa (Almeida & Campello, 2007; Brav, 2009).

Este modelo de regressão que pressupõe a diminuição da sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa em condições de alta tangibilidade gerou a seguinte equação:

$$Investimento_{i,t} = \beta_1 Fluxo\ de\ Caixa_{i,t} + \beta_2 Tangibilidade_{i,t} + \beta_3 (Tangibilidade \times Fluxo\ de\ Caixa)_{i,t} + \beta_4 + \varepsilon_{i,t}$$

Este modelo derivado do trabalho de Almeida e Campello (2007) representa que com o aumento da tangibilidade, as empresas são menos restritas e, portanto teriam maiores facilidades na obtenção de crédito.

Já em relação ao tamanho das empresas e ao total de ativos, Fazzari et al. (1988) ao analisar empresas de 15 setores manufatureiros da economia americana durante 1970-1984 classificou as empresas em relação ao tamanho de seus ativos. A retenção de ganhos de empresas que possuíam ativos menores que US\$ 10 milhões era de 75,5% e o uso de endividamento de longo prazo via bancos era de 12,8% de seus fundos e o uso de outras fontes externas de capital de longo prazo era de apenas 6,2%. Comparando com empresas com total de ativos superiores à US\$ 1 bilhão retiveram 67,9% em média de seus ganhos, utilizaram apenas 4,8% de endividamento via bancos e 27,9% de endividamento via outras fontes externas.

Como complementar a estes dados, o exposto por Campello e Giambona (2013) mostrou que para as empresas manufatureiras americanas entre 1971-2006, a cada 1% de aumento no total de ativos das empresas, a alavancagem das empresas aumentava 0,018%. Essas afirmações sobre acesso às fontes externas de capital vão ao encontro à ideia de que empresas com tamanhos menores sofrem maior restrição de crédito e consequentemente baseiam seus investimentos ao fluxo de caixa podendo sofrer mais com a volatilidade de seus resultados e as imperfeições do mercado de capitais (Guariglia, 2008).

Seguindo com as informações sobre a possibilidade de alavancagem das empresas, um dos fatores importantes refere-se às oportunidades de crescimento. As oportunidades de crescimento e sua forma de mensuração baseada em Fazzari et al. (1988) foram criticadas por Erickson e Whited (2000) visto que para estes, os testes neoclássicos com a variável Q de Tobin poderiam gerar resultados espúrios na sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. Contudo, Almeida e Campello (2007) contradizem essa afirmação e reforçam o impacto positivo do Q de Tobin, ou seja, das oportunidades de crescimento, como um item que causa forte impacto nas decisões de investimento (principalmente de empresas restritas).

O efeito das oportunidades de crescimento nas decisões de investimento fica claro no trabalho de Lang, Ofek e Stulz (1996) em que eles realizaram vários testes de investimentos diferentes utilizando variáveis de interesse como fluxo de caixa, investimento em períodos anteriores, Q de Tobin, crescimento nas vendas e endividamento. Suas análises contemplaram os períodos entre 1970 e 1989. Os resultados mostraram que o Q de Tobin (e.g: oportunidades de crescimento) impacta positivamente (e estatisticamente significante) tanto para investimentos em CAPEX

quanto para o investimento em contratação de pessoal (aumento de funcionários). Pode-se dizer ainda que as oportunidades de crescimento funcionam inclusive como um item de amortecimento da redução dos investimentos em períodos de crise, visto que empresas que possuíam maiores oportunidades de crescimento mesmo durante a eclosão da Crise de 2008 (Duchin, Ozbas, & Sensoy, 2010).

2.1.4 Conflito de agência e decisões de investimento

Outro tópico que possui relação direta com oportunidades de crescimento e consequentemente as decisões de investimento consiste no endividamento das empresas. Pode-se explicar que dívidas contribuem negativamente para os custos de agência, conforme Figura 1. Os custos de agência podem decorrer de dois sentidos: custos de agência derivados da emissão de *equity* e custos de agência derivados da emissão de dívida. Os custos de agência relativos à emissão de *equity* consistem nos custos de controle e monitoramento do comportamento dos gestores (agentes) pelos acionistas (principais). Enquanto isso, os custos de agência derivados da emissão de dívida estão relacionados a perda de oportunidades de investimentos futuros por causa das dívidas e os riscos de estresse financeiro e possibilidade de falência (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976).

Figura 1 - Nível ótimo da combinação entre emissão de *equity* e emissão de dívida.
Fonte: Jensen e Meckling (1976)

A Figura 1 exemplifica um modelo de combinação ótima do custo de agência que pode ocorrer tanto com a emissão de dívida quanto com a emissão de *equity*. A curva $A_T(E)$ representa a soma dos conflitos de agência derivados de cada um dos modelos de

financiamento e $A\tau(E^*)$ representa um chamado ponto ótimo da combinação entre esses dois itens (Jensen & Meckling, 1976).

A partir da minimização de conflitos de agência com um nível ótimo de endividamento, pode-se dizer que as dívidas, sejam por meio de *equity* ou emissão de dívida, agem como um regulador das decisões de investimento. Esse papel funciona para que as dívidas atuem de modo a prevenir que gestores tenham muito recurso para investir em projetos ruins ($NPV < 0$) (Lang et al., 1996; Stulz, 1990). Empresas com baixos níveis de endividamento e gestores auto-interessados podem incorrer em situações de *overinvestment*, ou seja, excesso de investimento quando as oportunidades de crescimento são baixas. Sendo assim, os níveis de aumento dos níveis de endividamento tendem a diminuir a quantidade de fundos internos disponíveis o que reflete em uma diminuição desse comportamento dos gestores (D'Mello & Miranda, 2010).

D'Mello e Miranda (2010) ao analisarem 366 empresas com níveis muito baixos de alavancagem (desalavancadas)¹, antes e depois de uma grande emissão de dívidas, encontraram que os investimentos anormais em caixa eram superiores em 20,31% a média da indústria na qual as empresas estavam inseridas e passaram a ser de apenas 0,33% após a emissão de dívida. Enquanto isso, os investimentos anormais em CAPEX passaram de 4,69% para 2,01% em relação à média da indústria na qual as empresas estavam situadas. Esses resultados corroboram os resultados prévios encontrados por Lang et al. (1996) que apontam que o endividamento possui uma forte correlação negativa com os investimentos em CAPEX e com o aumento do investimento em pessoal (aumento do número de funcionários). Por fim, pode-se dizer que o nível de endividamento possui uma relação de U invertido com os investimentos. Se por um lado eles aumentam a possibilidade de realizar investimentos quando a empresa não possui capital, ele diminui a possibilidade da empresa adotar outras boas oportunidades de investimento em momentos posteriores, sobretudo se a economia passar por uma crise (Cleary, 1999; Duchin et al., 2010; Stulz, 1990).

Em relação à maturidade, os trabalhos de Guariglia (2008) e Almeida e Campello (2007) detalham que empresas menores e com menor tempo de fundação tendem a ser mais dependentes do fluxo de caixa para realizarem seus investimentos (sejam em

¹ Os autores consideraram empresas com níveis muito baixos de endividamento (desalavancadas) as empresas que emitem dívidas de longo prazo após três anos sem nenhuma emissão. Além disso, essas empresas devem manter a dívida de longo prazo por três anos com uma taxa de 5% em relação aos seus ativos.

ativos físicos quanto P&D). Isso vai de encontro a afirmação de Agca & Mozumdar (2008) a qual apresenta que uma das características que proporcionam maior capacidade de financiamento (e consequentemente maior investimento via capitais adquiridos externamente) é a minimização da assimetria informacional. Tais itens como tamanho e maturidade são elementos que agrupados à tangibilidade podem funcionar como itens considerados por Williamson (1988) como salvaguardas para a diminuição dos custos de financiamento e de transação. Contudo, o efeito da maturidade não possui apenas a tendência de minimizar os efeitos de custos de transação, pois quando empresas se alcançam um alto grau de maturidade, suas oportunidades de investimento decrescem ao longo do tempo tanto para investimentos em bens de capital, P&D quanto para fusões e aquisições. Neste sentido, empresas com maior grau de maturidade (e com baixas oportunidades de crescimento) tendem a substituir o investimento por um aumento na política de dividendos (Denis & Osobov, 2008; Maksimovic & Phillips, 2008).

Em relação ao último item das características da firma que afetam as decisões de investimento, torna-se importante descrever que comumente, empresas com baixas oportunidades de crescimento e grande quantidade de fundos internos disponíveis podem incorrer em piores investimentos e maiores conflitos de agência (D'Mello & Miranda, 2010; Jensen, 1986). Neste sentido, conforme Jensen e Meckling (1976) a combinação entre emissão de equity (diminuição da quantidade de propriedade) e dívida pode reduzir os conflitos de agência. Entretanto, pode ocorrer uma combinação prejudicial aos acionistas diante da soma de quatro fatores: capital disperso, gestores auto interessados, mecanismos de governança corporativa insuficientes e ambiente institucional frágil no tocante à proteção de investidores (Baysinger et al., 1991; Shleifer & Vishny, 1997)

Essa situação prejudicial pode gerar uma expropriação dos acionistas, visto que essa pulverização da estrutura de propriedade possibilitaria menor controle sobre os gestores. Assim sendo, os controladores das empresas que podem agir em benefício de seus próprios objetivos e em detrimento dos objetivos dos demais acionistas, sobretudo os minoritários gerando o conflito entre agente e principal (Berle & Means, 1932). Muito embora as pesquisas tenham passado muito tempo discutindo os problemas derivados do chamado conflito de agência entre gestores e acionistas, tais como nos trabalhos de Hart (1989) e Jensen e Meckling (1976), um outro conflito de agência e que impacta nas decisões de investimentos refere-se ao conflito de tipo II.

Villalonga e Amit (2006) descrevem como a estrutura de propriedade concentrada (que se pensava como uma das soluções para o conflito de tipo I) pode gerar o conflito de tipo II:

- a) A presença de um *blockholder* pode minimizar (ou até eliminar) o problema de *Agency I* (considerando que o problema de *Agency I* é aquele em que dada uma grande dispersão da propriedade), visto que um grande *blockholder* pode controlar melhor as decisões dos gestores. Consequentemente, o gestor pode realizar investimentos ruins sem a fiscalização ideal dos acionistas.
- b) Em contraponto, a presença de um grande *blockholder* gera o conflito de *Agency II* (considerando o Problema de *Agency II* como aquele que ocorre para empresas que são controladas por *blockholders*), um determinado agente pode agir com interesses que não estejam totalmente alinhados com os minoritários. Diante desse conflito, um grupo dominante pode realizar investimentos que julgue interessante à custa dos acionistas minoritários.

Contudo, mesmo diante da possibilidade de diferentes conflitos dado o percentual de propriedade (e consequentemente o controle das organizações) torna-se razoável dizer que em países com bons índices de proteção aos investidores e a propriedade privada, bem como em empresas com acionistas e gestores que possam possuir visão de longo prazo alinhada, os investimentos terão melhores direcionamentos consequentemente melhorando o valor da empresa (Claessens & Laeven, 2003; Stein, 1989; Villalonga & Amit, 2006).

Como corolário, pode-se dizer que o somatório destes itens, anteriormente descritos, se agrupa aos aspectos macroeconômicos e institucionais e à sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa para determinarem a quantidade de recursos despendidos em gastos como CAPEX, P&D e outros tipos de investimento. Diante disso, o próximo tópico discorrerá sobre outro item complementar das decisões de investimento: o papel do comportamento dos agentes nas decisões.

2.2 Empresas familiares

Esse item versa sobre as características gerais das empresas familiares. O primeiro tópico versa sobre a (as) definição (ões) de empresas familiares e como o papel da família impacta no comportamento organizacional. O segundo item consiste na

apresentação das principais diferenças entre empresas familiares e não familiares. O terceiro disserta sobre a heterogeneidade das empresas familiares. O último item versa sobre o impacto direto da estrutura de propriedade e controle familiar e seus impactos nas decisões de investimento.

2.2.1 O que são empresas familiares?

Existem tentativas para uma consolidação do tema de empresas familiares, contudo a existência de um conceito único e definitivo sobre o que são efetivamente as empresas familiares e quais as características que as diferenciam completamente de empresas não familiares ainda parece distante (Sharma, 2004; Sharma & Carney, 2012). A maioria das pesquisas busca compreender qual o papel da família em relação aos seus mecanismos gerenciais e na criação (ou destruição) de recursos e capacidades únicas em uma empresa (J. Astrachan & Shanker, 2003; Sharma, 2004).

Essa pressuposição de compreender o papel que a família causa em uma empresa é oriunda das definições iniciais das empresas familiares. Estas definições apresentavam que uma empresa familiar era aquela que possuía uma família na propriedade e na gestão (Handler, 1989). Outros apontam uma definição que incluísse a sucessão como um fato relevante para a empresa ser familiar (Churchill & Hatem, 1987). Por fim, a consolidação se deu para três tipos: a) membros de uma família como proprietários e nos cargos de gerência; b) membros da família como proprietários apenas; c) membros de uma família nos cargos de gerência, mas sem propriedade. A primeira versão é considerada totalmente familiar. A segunda e a terceira apresentam discussões, embora a segunda tenha a preferência entre os pesquisadores (Chua et al., 1999).

Entre as definições que se destacam existem três: a) abrangente - empresas familiares são aquelas em que a maior porção das ações ordinárias encontra-se em poder de uma ou mais famílias (Astrachan & Shanker, 2003; La Porta et al., 1999); b) mediana - empresas familiares são aquelas em que além da existência do poder de voto (acionário), os membros da família possuem cargos diretivos (e estão nos conselhos) destas empresas (Anderson & Reeb, 2004; Astrachan & Shanker, 2003; Sharma & Carney, 2012); c) restrita - uma empresa familiar somente existe a partir do momento em que existem sucessões dos membros da família no controle da mesma, ou seja, além do poder acionário ser de uma determinada família e dos membros da família ocuparem cargos no dia a dia da empresa, a questão da sucessão familiar deve já ter ocorrido (ou

pelo menos em processo) (Astrachan & Shanker, 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2006).

A partir dessas breves definições cabe um delineamento sobre cada um dos itens que compõem uma empresa familiar: a estrutura de propriedade; o papel do fundador; e o papel da família. Uma empresa inicialmente tem poucos recursos, mas para sustentar seu crescimento deve aumentar sua quantidade de capital, seja a partir do aumento de clientes (expansão da receita), tomada de empréstimos e financiamentos (aumento de capital via credores) ou dispersão da propriedade para a entrada de novos proprietários (acionistas) (Berle & Means, 1932; Demsetz & Lehn, 1985).

Portanto, a dispersão da propriedade e a transformação de uma empresa familiar em não familiar, passa primeiramente por esse aumento de sócios proprietários externos e a partir do momento que esses passam a influenciar fortemente a empresa, ela perde ao longo do tempo suas características essencialmente familiares. É possível perceber que em países em que o mercado de capitais é mais desenvolvido ocorre uma maior dispersão da propriedade ao contrário dos países com direitos de propriedade dos acionistas menos assegurados (La Porta et al., 1999; Rajan & Zingales, 1998).

Os modelos de propriedade impactam em dois elementos importantes que devem ser analisados em conjunto com as estratégias de uma organização. O primeiro destes elementos convencionou-se como o conflito de agência. O conflito de agência do tipo I ocorre quando existe um conflito entre os principais (acionistas) e os gestores da organização em relação às decisões da organização. Esse tipo de conflito apresenta duas situações: a) objetivos de acionistas e gestores são conflitantes; e b) dificuldade e/ou altos custos para monitorar os comportamentos dos gestores (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976; Williamson, 1988). Já o conflito de agência do tipo II significa a existência de um conflito de interesses entre os acionistas majoritários (*large shareholders*) e os acionistas minoritários (*small shareholders*) (Villalonga & Amit, 2006).

De maneira mais específica pode-se dizer que a presença de uma família (como um *blockholder*) pode minimizar (ou até eliminar) o problema de *Agency I*, visto que se um dos pressupostos elencados por Jensen e Mekling (1976) era de que quanto maior a dispersão da estrutura de propriedade maior seria a possibilidade de conflitos de agência. Diante disso, uma empresa em que uma família possui o controle pode alinhar interesses entre acionistas e gestores, bem como pode reduzir os custos de monitoramento por conta de normas intrínsecas e laços sociais da família (Fama &

Jensen, 1983; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Entretanto, a presença de um grande acionista familiar pode gerar um efeito conflitante que aumente a probabilidade do conflito de *Agency II*. Deve-se dizer que em que pesem os aspectos positivos derivados da interação entre cultura da família e estrutura de propriedade, pode ocorrer uma exploração dos minoritários quando a família busca satisfazer seus próprios interesses (Boyd & Solarino, 2016; Villalonga & Amit, 2006).

Em uma empresa familiar, a propriedade sob o controle da família pode gerar uma coalização dominante (atores poderosos em uma organização que controlam a agenda da organização). A visão da empresa pode mudar ao longo do tempo, mas duas condições básicas são necessárias em uma empresa familiar. Que a família seja o grupo dominante em relação à tomada de decisão. Não significa que não exista oposição à ideia, mas que exista um grupo que consiga colocar em prática tais ideais de forma dominante (Chua et al., 1999).

O próximo aspecto a ser discutido neste tópico consiste no papel da família e seus impactos em uma empresa. O papel da família apresenta uma dualidade em relação aos seus impactos (Chua et al., 1999; Sharma, 2004). Deve-se, portanto, descrever brevemente os impactos negativos e positivos da existência de uma família controlando a organização.

Os impactos negativos derivados do papel da família podem ser a relutância em mudar, a existência de uma má vontade perante a modernização, o medo de perder a riqueza da família, a aversão à perda de controle e as dificuldades para aplicar mudanças oriundas do contexto em que a organização está inserida (Chrisman et al., 2010). O somatório desses itens pode resultar primeiramente em ações ineficientes frente a decisões em condições de risco. Uma empresa familiar pode relutar em captar recursos externos via emissão de *equity* (o que resultaria em perda parcial do controle) e consequentemente teria menor acesso as fontes de capital (Schulze et al., 2003; Zellweger, 2007). Além disso, caso a família não tenha uma visão orientada para o longo prazo, seus investimentos podem ser menores do que os das não familiares, assim como podem ser gerenciados de forma ineficiente (Anderson & Reeb, 2003). A combinação da resistência às mudanças com a falta de uma visão orientada para o longo prazo pode resultar não somente em investimentos menores, mas em gestores entrenchados, pouca distribuição de riqueza para os funcionários, investimentos piores em tecnologia e inovação e consequentemente piora do valor frente às empresas não familiares (Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2006).

Mantendo a discussão sobre a dualidade do impacto da variável familiar, cabe ressaltar os pontos positivos. O primeiro decorre da confiança e lealdade entre as partes. Essa confiança deriva dos laços fortes entre os membros de uma família, bem como o fato de que uma empresa familiar não existe apenas pelos benefícios econômicos (Eddleston, Chrisman, Steier, & Chua, 2010). O apreço pelos chamados benefícios não econômicos podem fazer com que uma empresa familiar possa ter um horizonte de longo prazo diferente de uma empresa não familiar. O resultado da combinação empresa familiar e horizonte de longo significa uma eficiência maior dos investimentos do que os das empresas não familiares o que tende a criar maior valor para estas empresas (Anderson & Reeb, 2003; James, 1999). Por fim, os considerados baixos custos de monitoramento dos gestores podem ser combinados com a eficiência dos investimentos e também resultam em aumento do valor perante não familiares (Dyer, 2006).

O último dos itens a ser analisado neste tópico consiste na descrição do papel do fundador da empresa na orientação da empresa. Deve-se dizer que a maioria das organizações é comandada por fundadores ou por herdeiros. Embora o pensamento inicial seja de que somente companhias de capital fechado possuam essa estrutura com fundador (e/ou herdeiros), ela também é largamente encontrada nas companhias de capital aberto, sobretudo em países com fraca proteção institucional para os investidores (Burkart et al., 2003; La Porta et al., 1999). Muitos desses valores e aspectos culturais derivam do papel do fundador. Este agente pode se posicionar como uma figura expressiva da organização ao longo do tempo impondo sua legitimidade em dois pontos de referência: na gestão da empresa e no controle da família (Denison, Lief, & Ward, 2004). As experiências passadas do fundador na criação do negócio e o espírito empreendedor do mesmo podem denotar a tonalidade de suas ações no comando da empresa. E essas experiências aliadas aos aspectos culturais, cognitivos e demais atributos pessoais podem lançar uma sombra sobre as futuras gerações da empresa (Eddleston et al., 2010). Em conclusão, espera-se que as empresas comandadas por seus fundadores possuam a tendência à realizar investimentos maiores e apresentem retornos financeiros (assim como aumento do valor) devido a visão de negócio implantada (Anderson & Reeb, 2003; Miller et al., 2011).

É possível perceber que a estrutura de propriedade, a família e o fundador exercem um papel fundamental dentro de uma empresa com características familiares. Assim sendo, para manter a continuidade da descrição sobre empresas familiares, o

próximo tópico discorrerá sobre as diferenças entre as empresas familiares e não familiares.

2.2.2 Diferença entre empresas familiares (FF) e não familiares (NFF)

O primeiro item a ser descrito nesse tópico consiste nas diferenças entre FF e NFF e nos aspectos que as tornam diferentes das demais. Começando por itens que tangenciam a organização por completo, cabe descrever o impacto da estrutura de propriedade e controle familiar na geração de valor da empresa. A geração de valor é um dos pontos de dissonância entre FF e NFF, sobretudo quando ainda existe a presença do fundador no cargo de CEO (Anderson & Reeb, 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2006).

Anderson e Reeb (2003), ao analisarem 403 empresas (excluindo empresas de utilidades e empresas do setor financeiro) de 1992-1999, encontraram que empresas familiares apresentam retornos melhores que empresas não familiares. Além disso, empresas familiares mais jovens apresentam performance superior as empresas familiares com idade superior à 50 anos. Além disso, o resultado de empresas é impactado positivamente pela presença do fundador no cargo de CEO enquanto a presença de descendentes do fundador no cargo de CEO não representa impacto estatisticamente significativo. Esses resultados são similares aos encontrados por Demsetz e Villalonga (2001), visto que seus resultados apresentam, com baixa significância e a chamada endogeneidade da variável estrutura de propriedade, que a geração de valor aumenta conforme o nível de propriedade que o gestor possui. Os principais fatores explicativos dessas diferenças de performance para empresas familiares estão baseados em: a) redução dos custos de monitoramento e consequentemente melhor alinhamento de interesses (Allouche, Amann, Jaussaud, & Kurashina, 2008; La Porta et al., 1999; Shleifer & Vishny, 1997); b) orientação de longo prazo das empresas familiares (Allouche et al., 2008; Hoopes & Miller, 2006; James, 1999); e c) valores, aspectos culturais e altruísmo presentes em uma empresa familiar (Denison et al., 2004; Schulze et al., 2003).

O segundo item refere-se às decisões de empresas familiares, suas diferenças para empresas não familiares e o impacto da variável família nesse processo. Primeiramente, pode-se dizer que as empresas familiares são consideradas uma estrutura de propriedade

substituta e considerada próxima do ideal para países com mecanismos institucionais frágeis (Bertrand & Schoar, 2006; Burkart et al., 2003).

Essa consideração sobre as empresas familiares como um modelo semi-ideal diante de um ambiente com regras frágeis de governança se explica por um modelo de gestão que esteja orientado para o longo prazo. A adoção de ações com essa orientação está muito mais próxima do pensamento dos demais acionistas (Bennedsen et al., 2007; Zellweger, 2007). Em termos de decisões em empresas familiares, diferentemente das proposições apontadas por Berle e Means (1932) e Wiseman e Gomez-Mejia (1998), para propriedades dispersas, as empresas familiares são compostas de benefícios não econômicos em suas decisões (Chua et al., 1999). Contudo não se deve pensar que apenas os benefícios não econômicos importam, visto que como empresas familiares buscam, na maioria dos casos, a transmissão do controle para as futuras gerações os resultados econômicos importam muito, mas a diferença do peso atribuído a cada um desses objetivos (econômicos e não econômicos) depende do momento da empresa, do perfil do tomador de decisão e do segmento em que a empresa se insere (Chrisman & Patel, 2012).

Nesse sentido são importantes os objetivos de controle que empresas familiares possuem, diferentemente de empresas não familiares. O elemento norteador desses objetivos de controle perpassa pelo desejo de manutenção de controle (Berrone et al., 2012). Esse anseio pela manutenção do controle como um dos maiores representantes dos múltiplos objetivos presentes em uma empresa familiar reflete diretamente nas diferenças entre decisões sobre investimentos, inovação, tomada de risco e gestão e governança das empresas familiares e não familiares (Chrisman et al., 2015). Como exemplo da combinação de anseios econômicos e não econômicos com o tomador de decisão torna-se importante ressaltar o estudo de Cucculelli, Le Breton-Miller e Miller (2016) com 204 empresas industriais italianas de médio porte. Os resultados encontrados por esses autores apresentam que empresas comandadas pelos fundadores possuem maior tendência ao lançamento de novos produtos do que o investimento em produtos correlatos enquanto empresas familiares comandadas por outros membros possuem maior aversão ao risco e preferem focar apenas no lançamento de produtos correlatos (embora o lançamento de produtos novos ou correlatos seja estatisticamente superior ao de empresas não familiares).

Outra decisão importante que ocorre em empresas familiares e não ocorre com tanta ênfase em empresas não familiares versa sobre a sucessão e seus impactos. O

primeiro aspecto das decisões de sucessão é que elas podem ocorrer visando apenas os chamados benefícios não econômicos. Ou seja, uma família que possua o controle acionário pode optar por uma sucessão dentro da família mesmo com uma performance negativa e isso pode ir contra o interesse de acionistas, funcionários e outros *stakeholders* (Bennedsen et al., 2007). Além disso, a escolha pelo sucessor pode sofrer uma severa influência do contexto macroeconômico e institucional. Como exemplo, a pesquisa de Tsoutsoura (2015), ao analisar o impacto sobre taxações de herança em 612 empresas de capital fechado gregas (em um modelo de *quase-experimento*) encontrou que antes da eliminação dessa taxa (em 2002), as sucessões dentro da família eram de apenas 45% e passaram a ser de 73,9% após a revogação desta taxa. Por fim, a sucessão dentro de uma família, além de ser impactada pelo contexto externo também sofre severos impactos do clima organizacional. Sucessões dentro da família geralmente são ineficientes quando ocorrem em um ambiente em que não existe apoio ou boa relação entre sucedido e sucessor, portanto empresas com visões de longo prazo fragilizadas ou com conflitos internos graves possuem menor tendência a realizarem processos sucessórios ruins (Barnett, Long, & Marler, 2012; Chua et al., 2012).

O último item deste tópico refere-se às decisões financeiras de empresas familiares. No tocante as decisões financeiras, a chamada visão de longo prazo e o apreço pela manutenção do controle são itens determinantes dessas decisões, diferentemente de empresas não familiares (Schulze et al., 2003). A orientação por uma visão de longo prazo proporciona que o desvio padrão (risco) de uma empresa familiar seja menor. Zellweger (2007), ao utilizar o aporte da teoria de opções, afirma que o horizonte de longo prazo apresenta que o risco marginal dos investimentos declina como uma função de uma raiz quadrada do tempo do investimento². A visão de longo prazo é um dos itens importantes em empresas com estrutura de propriedade e controle familiar, visto que essas empresas comumente realizam investimentos que permearão as gerações futuras e buscando a perpetuidade do negócio (James, 1999; Zellweger, 2007).

² Supondo um investimento inicial de valor \$100. Este projeto possui um retorno esperado por ano de \$20 com um desvio padrão de \$10. Em uma condição de distribuição normal de resultados, ao final do primeiro período, o resultado seria de \$120 (com um desvio padrão de \$10). Ao final de 5 anos (uma média do período que CEOs permanecem no cargo nos EUA, o projeto deverá ter um retorno esperado de \$200 com um desvio padrão de 22,36 ($10 \times \sqrt{5}$). Sendo assim, o risco normalizado por ano é de 4,47 ($22,36 \div 5$). Já para o mesmo investimento de longo prazo realizado em uma empresa familiar (25 anos em média) o retorno esperado seria de \$600, com um desvio padrão de 50 ($10 \times \sqrt{25}$) e com um risco normalizado de 2 ao ano (Zellweger, 2007).

Dois exemplos tanto da visão de longo prazo quanto da cautela utilizada pelas FF podem ser encontradas em dois exemplos. O primeiro refere-se ao trabalho de Tsao, Lin e Chen (2015) sobre decisões de investimento em empresas asiáticas de alta tecnologia em que eles apontam que mesmo diante de um investimento de alto risco como P&D, o fato das empresas serem de alta tecnologia faz com que os investimentos de FF sejam maiores do que os de NFF denotando que embora uma das primeiras teorias que caracterizavam as FF fosse a aversão ao risco, a mais importante encontrada em estudos recentes é a visão de longo prazo, sobretudo quando combinada com características específicas da firma. O segundo exemplo consiste no estudo de Crespi e Martín-Oliver (2015) nas decisões de alavancagem de empresas espanholas durante o período de expansão do crédito (2000-2006) e pós-crise de crédito (2007-2010). Os resultados apontam que a alavancagem das FF é menor em períodos de expansão de crédito (2,7% menor do que a alavancagem das NFF). Já em períodos de crise de crédito, as FF apresentam um amortecimento na redução de sua alavancagem, pois enquanto a alavancagem das NFF retraiu cerca de 8,1%, a alavancagem das FF retraiu apenas 6,7%.

As informações apresentadas anteriormente descreveram pontos fundamentais em que FF são diferentes de NFF. Contudo, o espectro de FF é muito maior e não pode ser compreendido apenas como uma *dummy* de existência ou não de uma família. A interação com o setor, o contexto econômico e institucional, o percentual de propriedade e as próprias características das firmas consistem em uma fonte de variação nas decisões e geração de valor. Diante disso, o tópico subsequente versará sobre a heterogeneidade presente dentro do próprio perfil de empresas familiares.

2.2.3 Heterogeneidade em empresas familiares

Conforme mencionado anteriormente, a questão principal analisada nas primeiras pesquisas sobre empresas familiares consistia em uma relação de causalidade entre a estrutura de propriedade e controle existente e os resultados estratégicos e financeiros das mesmas (Chua et al., 1999). Embora esses estudos tenham alcançado sua relevância do ponto de vista de elucidar que a estrutura de propriedade familiar pudesse vir a gerar resultados diferentes de estruturas de propriedade não familiares, eles não levavam em conta que empresas familiares em diferentes contextos econômicos e institucionais (ex.: regulamentações, barreiras geográficas, características econômicas dos países) (Astrachan, Klein, & Smyrnios, 2002; Corbetta & Salvato, 2004).

Comumente, as combinações entre estruturas de propriedade e tipos de gestão geram diferentes tipos de gestão em empresas familiares. E essas diferentes tipologias resultam em estruturas de governança, decisões e performances diferentes entre si (Sharma & Nordqvist, 2007). A Tabela 1 mostra essas diferentes formas de estrutura de propriedade e gestão e como elas impactam na visão da família.

Tabela 1 – Envolvimento Familiar, Estrutura de Propriedade e Visão da Família

Tabela 1 – Envolvimento Familiar, Estrutura de Propriedade e Visão da Família		
	Grau de discordância na literatura de FF	Visão da Família
Envolvimento Familiar		
Família Proprietária e Gestora	Baixo	Uma vez que a família é proprietária, a visão a ser perseguida pela gestão é a visão da família
Família Proprietária e não gestora	Médio	
Família não proprietária, mas gestora	Alto	
Embora não sejam os proprietários, o fato de a família ser a gestora afeta a forma de gestão fazendo com que os interesses da família, muitas vezes, prevaleçam		
Padrões de propriedade		
Individual	Alto	Independentemente do padrão de propriedade, quando há uma relação familiar, a visão da família é determinante nas decisões da empresa
Duas pessoas não relacionadas por sangue ou casamento	Alto	
Duas pessoas relacionadas por sangue ou casamento	Alto	
Família nuclear	Baixo	
Mais de uma família nuclear	Baixo	Para este tipo de padrão de propriedade, a família necessariamente deve possuir a gestão
Família extensa	Baixo	
Mais que uma família extensa	Baixo	
Pública	Alto	

Fonte: adaptado de Chua et al. (1999)

A descrição da Tabela 1 mostra diferentes tipos de envolvimento familiar e os diferentes padrões de propriedade, bem como a discordância na literatura e a visão genérica dessas diferentes estruturas de propriedade. O grau de discordância está relacionado à forma como as pesquisas definem empresas familiares, tanto teoricamente quanto em relação à forma operacional (Chua et al., 1999).

Com tantas tipologias diferentes para as chamadas empresas familiares é visível que as diferenças entre decisões, resultados e desempenho tenham maior variação entre as próprias empresas familiares do que na comparação com empresas não familiares (Bennedsen et al., 2007; Chua et al., 2012). Essa variação entre as próprias empresas familiares apresenta a heterogeneidade como algo dado, visto que a teoria de empresas familiares ainda não conseguiu com clareza definir o que diferencia tais empresas das não familiares e muitos comportamentos (positivos e negativos) não são universalmente

encontrados em uma ou outra forma. Além disso, muitos estudos, pela forma como definem a variável familiar, encontram resultados conflitantes (Chua et al., 1999; Stewart & Hitt, 2012).

Outro aspecto sobre a heterogeneidade é que a concepção da ideia de que empresas familiares são diferentes entre si foi fundamental para o avanço do campo de pesquisas em empresas familiares. A evolução das pesquisas fez com que fossem inseridas variáveis mediadoras e moderadoras bem como uma análise da variável familiar como um item contínuo. Isso ajuda a explicar não somente a diferença para as empresas não familiares, mas a amplitude dentro do próprio segmento de empresas familiares (Chrisman, Chua, Pearson, & Barnett, 2012). Vale ressaltar que desconsiderar essa variância entre as empresas familiares faria com que a pesquisa estivesse alicerçada em uma homogeneidade distorcida, bem como levaria a resultados espúrios (Chua et al., 2012; Stewart & Hitt, 2012).

Tomando a heterogeneidade como algo inerente às empresas familiares, as pesquisas buscaram definir escalas e variáveis que denotassem heterogeneidade e resultassem em decisões diferentes de organizações familiares. O trabalho de Astrachan et al. (2002) foi um dos primeiros trabalhos a discutir essa heterogeneidade e buscava consolidar uma escala que diferenciasse as empresas familiares das não familiares e também apresentassem diferenças entre as próprias empresas familiares.

A escala apresentada por esses autores consistia na chamada F-PEC. Essa escala representa que empresas familiares possuem três dimensões de influência: poder, experiência e cultura. Poder representa a dominância exercida através do controle acionário ou do controle da gestão. Experiência versa sobre a soma de experiências acumuladas pela empresa ao longo do tempo (e.g., sucessão e idade da empresa). Já a cultura refere-se aos valores e ao comprometimento dentro de uma empresa familiar (J. Astrachan et al., 2002; Klein, Astrachan, & Smyrnios, 2005). A Figura 2 apresenta as três dimensões e suas subdimensões.

Figura 2 - Escala F-PEC e suas subdimensões

Fonte: Astrachan et al. (2002)

Cada um destes subitens representa uma fonte de diferença e causa impacto nas decisões, na estrutura de governança e também no desempenho. Outrossim, esses itens dispostos como diferenciais das empresas familiares funcionam como um quadro teórico para compreender as fontes de heterogeneidade entre as empresas familiares (Klein et al., 2005).

Apresentados os elementos que apontam como funciona a influência em uma empresa familiar torna-se importante discutir as fontes de heterogeneidade de maneira mais específica. Podem-se separar as fontes de heterogeneidade (que são combinadas com a escala de influência) em quatro grandes blocos: contexto macroeconômico e institucional (Tsoutsoura, 2015; Wright et al., 2014); orientação e objetivos dos gestores (Chrisman et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012); estrutura de governança (Eddleston et al., 2010); e envolvimento geracional (Chrisman et al., 2010);

No tocante ao ambiente externo, embora as regras de mercado sejam itens que pautam fortemente as ações das empresas, as empresas não estão imunes às pressões de outra natureza, sobretudo as empresas familiares. Essas pressões externas que afetam as

empresas podem se enquadrar em dois tipos de contextos: a) contexto institucional: é composto das instituições econômicas, sociais, políticas, legais e culturais, bem como as redes sociais, as configurações espaciais e ambientes tecnológicos em uma determinada sociedade ou do Estado; e b) contexto temporal: engloba fatores que levam a mudanças evolutivas nos contextos institucionais ou organizacionais que afetam os cursos de vida das organizações (E. Gedajlovic, Carney, Chrisman, & Kellermanns, 2012; Wright et al., 2014).

Itens como nível de desenvolvimento do país, aspectos culturais, ambiente político comumente possuem um grande impacto nas decisões de empresas familiares, bem como em seus resultados (Wright et al., 2014). Greenwood, Diaz, Li, e Lorente (2010) encontraram que face as normativas de um mercado complexo, as empresas familiares possuem muitas particularidades. Os autores usam o exemplo da Espanha para demonstrar que mesmo em um estado secular, a igreja ainda exerce grande influência sobre o contexto social e sobre o comportamento das empresas.

Alguns exemplos se encontram na adoção mais parcimoniosa de medidas de downsizing por empresas familiares, visto que mesmo quando a racionalidade econômica sugere tais medidas, as empresas familiares relutam em adotá-las (Greenwood et al., 2010). Além disso, embora se tenha em conta que a estrutura de propriedade e controle familiar possa ser uma terceira via do capitalismo (E. Gedajlovic et al., 2012), as empresas familiares possuem maior propensão a serem rent-seekers, sobretudo em países com forte presença estatal, sobretudo quando existem laços fortes com políticos e outras autoridades (Breton-Miller & Miller, 2006; Morck & Yeung, 2004).

Por fim, pode-se delinear que o contexto institucional (econômico e político) pode afetar não somente as grandes decisões como reestruturações ou a criação de laços com o poder, mas também em decisões estratégicas (ex.: decisões de sucessão e decisões financeiras). Exemplificando para as decisões de sucessão, Carney, Gedajlovic, e Strike (2014), ao analisar empresas de países como Alemanha, França, Hong Kong e Reino Unido, encontraram que países com altas taxas de herança (como a França) restringem a continuidade de empresas familiares, enquanto a Alemanha apresenta maior resiliência deste tipo de organização. Além disso, entende-se que quanto mais restritivas as legislações de herança menor será a tendência de realização de grandes investimentos e idealização de perpetuidade de empresas sob o controle de uma família ao longo do tempo (Carney et al., 2014; Tsoutsoura, 2015).

O segundo item que consiste em fontes de heterogeneidade das empresas familiares versa sobre a orientação dos gestores. Separando a visão dos gestores entre visão de longo prazo e visão de curto prazo, entende-se que as empresas familiares possuem uma tendência maior a optar pela visão de longo prazo (Chrisman & Patel, 2012). Tomando como base uma empresa de capital aberto, entende-se que empresas públicas possam ter CEO's com interesses diferentes dos demais acionistas e busquem os chamados retornos de curto prazo incorrendo em investimentos arriscados e que possam maximizar o retorno em um curto espaço de tempo (Wiseman & Gomez-mejia, 1998). Já essa diferença de alinhamento das visões tende a ocorrer com impactos menores em empresas familiares, visto que as famílias agem como moderadoras para dirimir as visões do CEO e dos acionistas (Bertrand & Schoar, 2006).

Empresas familiares são comumente menos diversificadas que empresas não familiares. E isso se acentua em empresas familiares com orientações mais avessas ao risco (Lins, Volpin, & Wagner, 2013). Outra questão que sofre ainda mais impacto de famílias avessas ao risco são as decisões de internacionalização. Empresas familiares comumente adotam processos de internacionalização quando esses investimentos exigem custos mais baixos. Casos os custos de internacionalização em um dado país e momento do tempo sejam muito elevados, as empresas familiares mais avessas ao risco tem maior propensão a não realização desse tipo de investimento (Baronchelli, Bettinelli, Del Bosco, & Loane, 2016). Contudo, quando empresas possuem uma orientação de longo prazo e o foco na perpetuidade da empresa sob o controle da família, as decisões são tomadas de forma mais criteriosa e com critérios baseados nas exigências de mercado (Chrisman et al., 2012; Chua et al., 2012; E. Gedajlovic et al., 2012; Mahto & Khanin, 2014).

O terceiro consiste na estrutura de governança (regras de governança, presença de investidores institucionais). Conforme informações previamente descritas no texto, empresas familiares podem proporcionar maior grau de monitoramento evitando assim o conflito de agência I (Burkart et al., 2003), mas gerando maior possibilidade de expropriação dos minoritários, ou seja, gerando o conflito de agência II (Carney, 2005; La Porta et al., 1999). Essa tendência ao conflito do tipo II apresenta alguns pontos negativos das empresas familiares, tais como entrincheiramento dos gestores, dificuldade de acesso às fontes de capital, sobretudo fundos de *venture capital*, bem como a busca por maiores conexões políticas (Anderson & Reeb, 2004; Morck & Yeung, 2004).

Entretanto, a premissa de que a probabilidade maior ao conflito de agência II impactaria sempre negativamente para as empresas familiares não se confirma e a isso se deve a heterogeneidade das formas de governança. Os resultados empíricos das pesquisas de (Anderson & Reeb, 2003), ao analisar as empresas da *S&P 500*, e (Villalonga & Amit, 2006) ao analisar as empresas da *Fortune 500*, mostram que os resultados das empresas familiares proporcionam geração de valor, sobretudo na gestão do fundador. Essa geração de valor nas empresas familiares possui uma relação direta com o alinhamento de interesses entre CEO's e acionistas (diminuição dos custos de monitoramento e governança) (Eddleston et al., 2010; Miller & Le Breton-Miller, 2006) e com a visão de longo prazo, anteriormente descrita. Contudo, conforme a heterogeneidade apresenta, os resultados sobre criação de valor não são sempre encontrados. Visto que algumas empresas familiares podem apresentar opacidade em sua estrutura de governança e mecanismos falhos, o que pode proporcionar expropriação dos minoritários e consequentemente destruição do valor (Anderson et al., 2009; Burkart et al., 2003).

Essas variações entre os resultados apresentados são pertinentes com a heterogeneidade em critérios de governança corporativa. Ou seja, empresas familiares com maior alinhamento entre a família e os demais acionistas possuem maior probabilidade de obter bons resultados financeiros (Breton-Miller & Miller, 2008; Hoopes & Miller, 2006; Mahto & Khanin, 2014). Como corolário, cabe ressaltar que empresas com pior estrutura de governança corporativa (e consequentemente maior probabilidade à conflitos de agência) alcançam performances muito piores que empresas familiares com boas estruturas de governança em períodos de crises econômicas (ou choques econômicos) como a de 2008-2009 (Lins et al., 2013).

No tocante ao envolvimento geracional cabe ressaltar que empresas familiares com climas organizacionais ruins tendem a prejudicar seus processos sucessórios (Barnett et al., 2012). Esse item, por si só, já é uma questão que reafirma a heterogeneidade das empresas familiares, contudo outros itens são importantes, tais como a interação entre o envolvimento geracional a situação institucional do país. Tsoutsoura (2015) apresenta que em taxas de herança em países com perfil cultural mais conservador, tais taxas prejudicam o envolvimento das próximas gerações no controle da empresa, sobretudo de mulheres. Outras interações importantes ocorrem no envolvimento das gerações com as estruturas de governança. Empresas familiares com estruturas de governança mais bem formatadas podem realizar processos sucessórios

mais satisfatórios (Carney, 2005). Além disso, as empresas familiares com acentuada orientação de longo prazo podem se aproximar mais de uma relação de *stewardship* do que *Agency*, pois o foco consiste em passar a empresa de uma geração para outra ao longo do tempo (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Nordqvist, Sharma, & Chirico, 2014)

Por fim, torna-se importante diferenciar em que especificamente gerações diferentes contribuem com a heterogeneidade das empresas familiares. Fundadores de uma empresa são considerados como tendo o ponto forte a capacidade de empreender, o background necessário para iniciar o negócio e as ideias mais inovadoras. Já as gestões posteriores, para a continuidade do negócio necessitam de busca por novas ideias, novos processos ou novos projetos (ex.: internacionalização) (Chrisman et al., 2010; De Massis, Kotlar, Chua, & Chrisman, 2014).

Essa combinação de quatro grandes blocos aliadas aos ativos específicos das firmas tais como acesso as fontes de capital, recursos financeiros próprios, tamanho e tangibilidade (L. R. Gomez-Mejia, Patel, & Zellweger, 2015; Miller & Le Breton-Miller, 2006) proporcionam diferenças palpáveis nas decisões das firmas. Destarte, é possível perceber que a heterogeneidade é algo inerente às empresas familiares e que ocorre com uma intensidade maior do que em empresas não familiares. Além disso, as fontes de heterogeneidade podem se dar de maneira única ou podem combinar uma série de itens em um dado momento do tempo como foi o caso da crise de crédito em 2008-2009 (Lins et al., 2013). Portanto, o próximo tópico trata de uma decisão específica das empresas familiares, as quais são as decisões de investimento.

2.2.4 Decisões de investimento em empresas familiares

Compreender a propriedade como um determinante do índice de investimento nem sempre é algo de fácil análise, sobretudo porque as características de propriedade são variáveis altamente endógenas (Anderson et al., 2012). Mesmo diante disso, entende-se que a presença de um grande acionista funciona como um regulador para investimentos míopes e cria um certo nível de disciplina por parte das empresas no momento de comprometer recursos para investimentos de longo prazo (Shleifer & Vishny, 1986).

Várias hipóteses teóricas afirmam que as empresas familiares são consideradas menos avessas ao risco, o que em tese fomentaria um menor grau de inovações. Não obstante, caso a família tivesse grande interesse em inovar, isso seria feito de forma

mais rápida pela menor burocracia e maior poder de decisão que a família possui nessas empresas (Schulze et al., 2003; Chrisman et al., 2013). Empresas familiares realizam investimentos considerados mais seguros ao longo do tempo e que mantenham a empresa sob o controle da família e evitam investimentos que ponham em perigo seu capital familiar (Miller et al., 2011; Patel & Cooper, 2014).

Essa aversão ao risco relacionada ao capital familiar possui relação com dois itens. O primeiro deles é que empresas familiares comumente possuem o interesse de que a empresa continue sob o controle da família (Anderson & Reeb, 2003; Zellweger, 2007; Miller et al. 2011). Ante esse objetivo, do controle sobre as decisões e da não existência do conflito de agência I, as empresas familiares poderão realizar investimentos com maior eficiência (NPV positivo) e mitigar o comportamento míope dos gestores (no que se refere aos grandes investimentos) mesmo possuindo um comportamento de investimentos mais conservador do que empresas não familiares (James, 1999; Anderson & Reeb, 2003). As famílias comumente veem a empresa como um investimento pessoal e do qual extraem os principais benefícios econômicos e não econômicos para a família, portanto suas decisões podem de investimentos menos arriscados podem estar baseados na proteção do patrimônio da família (Nordqvist et al., 2014).

Alguns exemplos que podem ser dados em relação a aversão ao risco comumente encontrada nas empresas familiares está na pesquisa de Gomez-Mejia et al. (2015) que ao analisarem aquisições de empresas industriais (SIC Code – 20 à 39) entre 1997 e 2011 encontraram os seguintes resultados:

- a) A probabilidade de aquisições por empresas familiares é menor do que em empresas não familiares;
- b) Empresas familiares somente aumentam sua probabilidade de aquisições quando seus resultados são piores que os de suas concorrentes;
- c) Empresas familiares tem propensão maior para aquisições de indústrias relacionadas.

Estes resultados estão em linha com as pesquisas que mencionam as decisões de investimento em internacionalização, visto que empresas familiares tendem a realizar processos de internacionalização somente quando o custo desses investimentos não é tão alto (Baronchelli et al., 2016).

Entretanto, mesmo com estratégias conservadoras tendo maior frequência em empresas familiares, a combinação da estrutura de propriedade e controle familiar quando combinada com as fontes de heterogeneidade resultam em variações dentro destes tipos de investimento (Chua et al., 2012). A probabilidade de investimentos mais arriscados em momentos em que a empresa está distante de seus concorrentes é maior em empresas familiares do que não familiares (Chrisman et al., 2012)

O segundo item consiste no impacto da riqueza socioemocional (SEW) nas decisões financeiras. A riqueza socioemocional (SEW) consiste em um elemento derivado do modelo comportamental da teoria da agência (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998; Berrone et al., 2012). Este modelo pressupõe a existência da percepção de risco por parte dos gestores, portanto, quando sujeitos a um bom sistema de governança corporativa, premiações por desempenho e danos em seu capital reputacional, os gestores realizarão investimentos mais cuidadosos com os fluxos de caixa livres de uma empresa (Shleifer & Vishny, 1997; Wiseman & Gomes-Mejia, 1998). Isso ocorre com ainda mais ênfase em empresas familiares, visto que na maioria das vezes estas organizações cogitam realizar sucessões entre os membros da família, o que faz com que as decisões sejam tomadas de forma a não prejudicar o futuro da companhia (Berrone et al. 2012; Chua et al., 2015).

O terceiro item consiste na orientação de longo prazo. A orientação de longo prazo é um dos itens mais relevantes em decisões das empresas familiares, sobretudo as decisões de investimento (Anderson & Reeb, 2003; James, 1999). Para delinear melhor a questão da orientação de longo prazo faz-se importante combinar com duas importantes características empresariais: *exploration* e *exploitation*. Pela necessidade de alinhar interesses familiares e estratégias empresariais, as empresas familiares criam capacidades e habilidades únicas que devem ser exploradas corretamente (Carney, 2005; Miller & Le Breton-Miller, 2006). Essa criação de capacidades únicas significa que: a) as empresas familiares podem colocar um prêmio sobre a prospecção e exploração e enfrentar diferentes trade-offs para alcançar seu objetivo de manter o controle da família através das gerações; (b) empresas familiares apresentam heterogeneidade significativa em *exploration* e *exploitation*; e (c) em relação às empresas não familiares, as empresas familiares podem trazer diferentes recursos e usá-los de forma diferente em diferentes momentos (Breton-Miller & Miller, 2008; Goel & Jones, 2016).

Esses três elementos unidos resultam na chamada resiliência das empresas familiares frente às não familiares. A resiliência de empresas com esta estrutura de propriedade e controle resulta de uma combinação de características fundamentais (boas práticas de governança corporativa) às empresas e características típicas das empresas familiares como objetivos não econômicos, motivação para a continuidade da empresa em posse da família, e altruísmo (Sharma & Salvato, 2011; Chrisman et al., 2011).

Como elementos complementares à aversão ao risco e aos impactos da riqueza socioemocional nas decisões de investimento estão os aspectos políticos e macroeconômicos, como as crises financeiras. Em referência aos aspectos políticos, segundo Ellul et al. (2010) e Tsoutsoura (2015), um exemplo do impacto da atuação estatal nos investimentos decorre das taxas de herança. A existência desses impostos causa impactos negativos em investimentos das empresas familiares, que passam a investir menos que empresas não familiares após a sucessão, bem como dificulta uma sucessão dentro da própria família.

No tocante aos impactos macroeconômicos, as empresas familiares agem de forma mais conservadora. Resgatando as afirmações de Campello et al. (2010) para um momento de crise econômica e seus impactos na restrição de crédito, pode-se afirmar que as empresas naturalmente diminuem o volume de seus investimentos tendo em vista um momento de contração, mas os próprios gestores assimilam como um momento arriscado para investimentos vultosos. Seguindo este modelo, as empresas familiares apresentam como agravantes para a diminuição de seus investimentos a vocação mais conservadora, focada na manutenção da empresa em regimes estáveis e voltada para a perpetuidade (Gallo et al, 2004; Blanco-Mazagatos et al, 2007). Entretanto, vale ressaltar que mesmo em um momento de crise de crédito (e.g., Crise de 2008), as empresas familiares podem ser vistas pelo mercado como merecedoras de crédito, o que pode minimizar os impactos negativos de uma crise em suas estratégias de investimento (D'Aurizio et al, 2015).

A partir das descrições prévias é possível detalhar as políticas de investimento das empresas familiares. Anderson et al. (2012) as empresas que possuem posse ou controle familiar realizam investimentos de longo prazo menores do que empresas não familiares (com um percentual 7,5% menor). Porém, quando separados em dois segmentos diferentes, ocorre uma situação dicotômica:

- a) Dispendios de capital com investimentos físicos, tais como bens e máquinas (CAPEX) apresentam um resultado 15,55% superior deste tipo de investimento para as empresas familiares;
- b) Investimentos em P&D, por outro lado, apresentam valores de aproximadamente 31% menores para as empresas familiares.

Segundo Khotari et al. (2002) os investimentos impelidos em bens de capital (*capital expenditures* – CAPEX) são considerados investimentos com riscos menores do que os investimentos em P&D. Empresas familiares comumente agem de maneira mais conservadora e tomam atitudes relutantes em relação à um modelo especulativo de crescimento de longo prazo, portanto grandes investimentos em P&D se enquadram neste contexto (Miller et al., 2011). Para Gomez-Mejia et al. (2013) os investimentos em bens de capital tendem a ser maiores porque os investimentos em P&D podem necessitar de uma perda de controle da organização para a adoção dessas novas tecnologias (isto é, terão de ser importados para dentro da organização itens como novos conhecimentos, novos agentes, novos parceiros, etc.) e, portanto, isso poderia gerar uma perda na riqueza socioemocional.

Contudo, mesmo frente ao objetivo de preservar a riqueza socioemocional (deste modo, realizando menos investimentos arriscados do que empresas não familiares), as empresas familiares quando são comandadas por seus fundadores (ou quando visam a longevidade da companhia nas mãos da família) podem também ter comportamentos mais ousados de investimentos (Gomez-Mejia et al., 2007; Miller et al., 2007; Patel & Cooper, 2014).

Chrisman e Patel (2012) corroboraram essa afirmação ao apresentarem em quais contextos a riqueza socioemocional faria com que as empresas familiares investissem mais ou menos do que as empresas não familiares. As empresas familiares apresentam um comportamento não linear de investimentos, diferentemente das empresas não familiares (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2013). Enquanto as empresas não familiares possuem um comportamento de investimento com quedas graduais ao longo do tempo (apenas com investimentos incrementais), as empresas familiares, baseadas na riqueza socioemocional, investem volumes maiores conforme estão longe da média dos resultados das demais empresas e quando estão acima da média das demais empresas. Isso quer dizer que as empresas familiares realizam investimentos maciços quando estão longe de um ponto alvo (que pode ser dado pela

média das empresas do setor) e quando ultrapassam esse ponto alvo elas tendem a investir mais para garantir essa posição. Além disso, esse pensamento de longo prazo também se aplica ao ideal de perpetuidade das empresas ao longo do tempo (Anderson et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012).

Pode-se afirmar que as empresas familiares geralmente agem visando uma maior autopreservação do que empresas não familiares (Miller et al. 2011). Diante disso, seus investimentos em P&D – que são considerados investimentos mais arriscados – são menores do que os das empresas não familiares. Já para investimentos em bens de capital, o dispêndio de recursos é maior do que o das empresas não familiares (Anderson et al., 2012). Além disso, como os gastos das empresas familiares podem ser considerados não lineares, elas sofrem mais sensivelmente os impactos macroeconômicos e dos marcos regulatórios (Ellul et al., 2010). Como corolário, a forma como as empresas familiares se vêem em relação à seus concorrentes (e aos seus alvos pré-fixados) também resulta em impacto nos investimentos (Chrisman & Patel, 2012).

2.3 Proposições Teóricas e Hipóteses

A partir das referências utilizadas na montagem da fundamentação teórica e do modelo teórico, as seguintes proposições devem ser atendidas pela pesquisa. As proposições estão divididas em três grupos.

O primeiro grupo das proposições teóricas está relacionado à forma como as empresas que possuem estrutura de propriedade e controle familiar. Essas proposições visam encontrar um alinhamento entre as características de estrutura de propriedade e as decisões de investimento.

Proposição 01: empresas familiares brasileiras investem menos em CAPEX do que empresas não familiares.

Os resultados das pesquisas de Anderson et al. (2012) e James (1999) apresentam que os investimentos em CAPEX das empresas familiares são maiores do que os das empresas não familiares, visto que empresas familiares são comumente orientadas para o longo prazo. Contudo, o Brasil possui um cenário de altas taxas de juros – que somente foram reduzidas para menos de 10 pontos percentuais entre 2008-2010 e 2012-2013 (BACEN, 2016) – e isso é extremamente prejudicial para empresas avessas ao risco, visto que grandes investimentos, na maioria das vezes, necessitam de grandes

aportes de capital (Dudley, 2012). Portanto, dado que empresas familiares possuem maior aversão ao risco (Chrisman et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012; Cucculelli et al., 2016), sua opção por investimentos vultosos será menor do que os de empresas não familiares.

H_0 – não existem diferenças entre os investimentos em CAPEX das empresas familiares e não familiares.

H_1 – empresas familiares realizam investimentos menores em CAPEX do que as empresas não familiares.

Proposição 02: empresas familiares investem mais em capital de giro do que empresas não familiares.

Diferentemente de investimentos vultosos em CAPEX ou arriscados como os investimentos em P&D, os aumentos do capital de giro das empresas são investimentos para a manutenção das atividades operacionais (Berk & DeMarzo, 2009). Diante de uma situação em que empresas familiares são consideradas avessas ao risco e focadas na manutenção do negócio (Chrisman et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012; Cucculelli et al., 2016), os investimentos focados na capacidade operacional da empresa serão considerados os mais importantes.

H_0 – não existem diferenças entre os investimentos em Capital de Giro das empresas familiares e não familiares.

H_1 – empresas familiares realizam investimentos maiores em Capital de Giro do que as empresas não familiares.

Proposição 03: os impactos macroeconômicos (Crise de 2008 e declínio econômico da economia brasileira pós-2014) foram mais significativos para os investimentos em CAPEX das empresas familiares do que para as demais.

Gan (2007) aponta que diante de um choque de liquidez externo, que pode ser causado, por exemplo, por uma crise econômica, as empresas sofrem influência em sua estrutura de capital, na possibilidade de obtenção de recursos externos e perdem valor de seus ativos. Tais situações provocam diminuições na capacidade de investimento das firmas. Estas afirmações são concordantes com os trabalhos de Campello et al. (2010) e Campello e Giambona (2013), ou seja, as condições do mercado influenciam tanto o mercado de crédito, quanto a precificação dos ativos. Assim sendo, empresas familiares que comumente podem ter seu valor de mercado menos apreciado pelo mercado e maiores restrições de crédito (Anderson & Reeb, 2003) devem incorrer em gastos

menores com investimentos. Além disso, o pensamento de investimentos em condição de risco torna a pretensão a investir algo ainda menor.

H_0 – os dois choques de liquidez da economia entre 2006-2016 provocaram efeitos iguais para os investimentos em CAPEX das empresas familiares e não familiares.

H_1 – os dois choques de liquidez da economia entre 2006-2016 provocaram efeitos piores para os investimentos em CAPEX das empresas familiares.

Proposição 05: em uma condição de choque macroeconômico, as empresas familiares direcionarão recursos para os investimentos em Capital de Giro de maneira mais significativa do que as empresas não familiares.

Choques de liquidez provocam aumentos na restrição financeira das empresas fazendo com que as mesmas percam possibilidades de realizar investimentos a partir do aumento de sua alavancagem (Campello & Giambona, 2013; Gan, 2007). Complementarmente a isso, as empresas familiares têm investimentos menos arriscados mesmo em períodos normais (Patel & Cooper, 2014). Portanto, choques de liquidez como as crises econômicas podem fazer com que as empresas familiares aportem mais recursos em capital de giro para suportar o período de crise. Esse aporte em investimentos mais seguros e que visem à manutenção do negócio ocorrem porque famílias controladoras muitas vezes possuem a maior parte de sua riqueza oriunda da empresa (Bianco, Bontempi, Golinelli, & Parigi, 2013)

H_0 – os dois choques de liquidez da economia entre 2006-2016 provocaram efeitos iguais para os investimentos em Capital de Giro das empresas familiares e não familiares.

H_1 – os dois choques de liquidez da economia entre 2006-2016 provocaram efeitos melhores para os investimentos em Capital de Giro das empresas familiares.

O segundo grupo de proposições teóricas consiste nas análises sobre as características heterogêneas entre os diversos tipos de empresas familiares ao longo do tempo.

Proposição 06: As empresas familiares apresentam maior variabilidade no comportamento de investimento do que as empresas não familiares.

O conceito de heterogeneidade é um dos itens fundamentais em empresas familiares. Essa heterogeneidade significa que podem ocorrer tanto diferenças para as empresas não familiares quanto podem ocorrer diferenças entre as próprias empresas familiares. Além disso, pontua-se que a variação entre as próprias empresas familiares é

ainda mais intensa do que na comparação com não familiares (Chrisman et al., 2012; Klein et al., 2005; Stewart & Hitt, 2012). Diante disso, espera-se que, conforme apresentado previamente por Chrisman e Patel (2012), os investimentos das empresas tenham apresentem grande variabilidade conforme as características de gestão e estrutura de propriedade (assim como características financeiras) mudam. De maneira mais específica, tipologias diferentes do que é uma empresa familiar podem causar impacto nos investimentos.

H_0 – independentemente da tipologia, os investimentos das empresas familiares não apresentam variabilidade.

H_1 – diferentes tipos de empresas familiares apresentam diferenças grandes nas decisões de investimento.

Proposição 07: as tipologias mais robustas de empresas familiares apresentam maior alinhamento com menores gastos em CAPEX

Utilizar apenas a variável “família” pode ser complicado para pesquisas empíricas, visto que apenas o uso de uma variável que apenas considera a existência (ou não) de uma família pode limitar a possibilidade do modelo encontrar as variações entre elas (Schmid et al., 2015). Diante disso, a existência de diferentes tipologias para as empresas familiares torna-se fundamental para descobrir os efeitos da heterogeneidade. A presença do fundador é uma das fontes mais fortes de heterogeneidade entre empresas familiares. Assim sendo, perfis mais complexos de empresas familiares (empresas familiares com membros na presidência do conselho e no cargo de CEO) tem mais poder de decisão para emplacar os objetivos da família no comando da empresa. Isso resulta em um alinhamento ainda mais forte das pressuposições de aversão ao risco e de riqueza socioemocional para investimentos em CAPEX (Chrisman & Patel, 2012; Chrisman et al., 2010; Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011).

H_0 – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) não apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos.

H_1 – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos.

Proposição 08: as tipologias mais robustas de empresas familiares apresentam maior alinhamento com maior saldo de capital de giro.

Utilizar apenas a variável “família” pode ser complicado para pesquisas empíricas, visto que apenas o uso de uma variável que apenas considera a existência (ou não) de uma família pode limitar a possibilidade do modelo encontrar as variações entre elas (Schmid et al., 2015). Diante disso, a existência de diferentes tipologias para as empresas familiares torna-se fundamental para descobrir os efeitos da heterogeneidade. A presença do fundador é uma das fontes mais fortes de heterogeneidade entre empresas familiares. Assim sendo, perfis mais complexos de empresas familiares (empresas familiares com membros na presidência do conselho e no cargo de CEO) tem mais poder de decisão para emplacar os objetivos da família no comando da empresa. Isso resulta em um alinhamento ainda mais forte das pressuposições de aversão ao risco e de riqueza socioemocional. Isso quer dizer que as empresas com maior participação da família tendem a ter maior aversão ao risco e maior riqueza socioemocional e isso faz com que o investimento seja maior em Capital de Giro, pois estes são investimentos mais conservadores (Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011).

Proposição 09: variabilidade no comportamento de investimento em CAPEX dos diferentes tipos de empresas familiares em períodos de crise econômica

As diferenças entre os tipos considerados mais robustos e os tipos com menor participação das famílias está em linha com as teorias sobre o modelo de autopreservação e busca pela perenidade. Utilizando o item “Poder” da escala F-PEC (J. H. Astrachan & Jaskiewicz, 2008) combinado com a heterogeneidade e o comportamento conservador das empresas familiares para investimentos dispendiosos em contextos desfavoráveis (Anderson & Reeb, 2012), a premissa de que empresas com maior participação da família utilizam estratégias mais conservadoras de investimento deve ocorrer.

H_0 – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) não apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos em CAPEX antes e após os períodos de crise.

H_1 – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos em CAPEX em períodos de crise.

Proposição 10: variabilidade no comportamento do saldo de capital de giro para os diferentes tipos de empresas familiares em períodos de crise econômica

Pode-se dizer que a percepção dos possíveis choques econômicos e o ajuste de ativos e passivos para a melhor construção dos índices de capital de giro deve ser maior conforme a complexidade das empresas familiares. Isso se explica por fatores como a interação entre as empresas familiares e as crises econômicas. Diante do conceito de aversão a perda, sobretudo a perda da riqueza da família, as empresas familiares tendem a maximizar o comportamento conservador (Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998).

H₀ – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) não apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos índices de capital de giro antes e após os períodos de crise.

H₁ – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos em capital de giro em períodos de crise.

O terceiro e último grupo de proposições contempla duas proposições teóricas que englobam o impacto das características financeiras das empresas familiares nas decisões de investimento.

Proposição 11: características estruturais da firma como tamanho e tangibilidade afetam mais as empresas familiares do que as empresas não familiares.

Essa proposição está baseada em conceitos específicos tanto de finanças corporativas quanto de empresas familiares. Conforme apontado por Almeida e Campello (2007) e por Brown, Fazzari e Petersen (2009), as empresas com maior tamanho possuem menos restrições financeiras devido ao fato de que essas empresas podem ter acesso a melhores fontes de capital. Outro ponto refere-se ao fato de que essas mesmas empresas também podem estar em setores mais maduros e consequentemente setores mais intensivos em capital (ou seja, maior tangibilidade). Assim, os níveis de investimento aumentam conforme as empresas aumentam seus níveis de tangibilidade e aumentam seu tamanho. Quando combinados esses itens com a teoria de empresas familiares, entende-se que dado que o nível de conservadorismo das empresas familiares é considerado maior do que das não familiares (Chrisman et al., 2015; Chrisman & Patel, 2012; Gomez-Mejia et al., 2013), a possibilidade de obter financiamentos com melhores condições torna-se fundamental para que as empresas familiares aumentem o nível de investimento. Diante disso as empresas familiares

dependem muito do aumento da tangibilidade e do tamanho para a realização de investimentos.

H_0 – as interações entre as empresas familiares e o tamanho e a tangibilidade não impactam nas decisões de investimento das empresas familiares.

H_1 – as interações entre as empresas familiares e o tamanho e a tangibilidade impactam positivamente nas decisões de investimento.

Proposição 12: empresas familiares com resultados positivos no passado tendem a ter maior autoconfiança para investimentos.

Essa proposição está baseada em conceitos específicos tanto de pesquisas comportamentais e sua relação com as finanças das empresas familiares. Ajzen (1991) apresenta que indivíduos possuem a tendência de agirem com excesso de confiança baseados em resultados positivos em períodos recentes. Heaton (2002) e Malmendier e Tate (2005) exploram isso para os gestores ao afirmar que os mesmos, mediante resultados positivos em períodos anteriores, podem manter suas apostas nas ações que apresentaram bons resultados. Chrisman e Patel (2012) ampliaram estes conceitos ao entrelaçarem os mesmos com os itens de riqueza socioemocional, pois, mesmo diante de um modelo conservador de investimentos, os resultados passados podem influenciar positivamente a intenção de investir das empresas familiares.

H_0 – a interação entre as empresas familiares e os resultados anteriores não impacta nas decisões de investimento das empresas familiares.

H_1 – a interação entre as empresas familiares e os resultados anteriores impacta positivamente nas decisões de investimento.

3. METODOLOGIA

3.1 Descrição das variáveis

3.1.1 Variável “Empresa Familiar”

A pesquisa usou duas definições para construir a variável familiar. A primeira definição foi a definição básica utilizada na maioria dos estudos. Esta definição de empresas familiares (principal variável independente do modelo) está em linha com as proposições de Anderson e Reeb (2003), Anderson, Duru e Reeb (2012) e Gomez-Mejia et al. (2013). Estas definições apresentam que são requisitos necessários para que uma empresa seja classificada como familiar:

- a) Concentração da propriedade em posse de uma família. Estes autores consideraram que 5% da propriedade (ações ordinárias) no mercado americano caracteriza uma estrutura de controle familiar. Contudo, o Brasil possui um modelo econômico em que a estrutura de propriedade das empresas é considerada concentrada (Aldrighi & Mazzer Neto), portanto estes autores recomendam que se inicie o cálculo a partir de uma concentração acima de 15% das ações ordinárias em posse de um grupo (via maior acionista último); e
- b) Presidência ou vice-presidência da empresa; e/ou
- c) Cargos de presidência ou vice-presidência no conselho.

Feitas as considerações sobre as principais características que especificam o termo empresa familiar utilizado para a pesquisa, alguns itens são fundamentais: a primeira ressalva (sobre a estrutura de propriedade) é fundamental. E pelo menos uma das características (segunda e terceira) deve estar combinada com a primeira. Entretanto, para a definição básica não é necessário que todas coexistam ao mesmo tempo (Anderson & Reeb, 2004; Sharma, 2004).

Os outros modelos estão no quadro a seguir com as respectivas especificações quanto a participação da família.

Quadro 1 – Tipologias das empresas familiares

Tipologia	Descrição
FAM1	Empresas familiares com controle acionário e assentos no conselho
FAM2	Empresas familiares com controle acionário e cargos de direção (Top Team Management – TMT)
FAM3	Empresas familiares com controle acionário somados a assentos no conselho e cargos de TMT
FAM4	Empresas familiares com controle acionário e presidência do conselho
FAM5	Empresas familiares com controle acionário e CEO familiar
FAM6	Empresas familiares com controle acionário e presidência do conselho somados a familiares nos cargos de TMT
FAM7	Empresas familiares com controle acionário, presidência do conselho e CEO familiar

3.1.2 Variáveis de investimento

As variáveis dependentes do estudo consistem nos índices de investimento de uma empresa. Esses índices estão divididos em dois itens relacionados aos investimentos: investimento em bens de capital (CAPEX), e investimento em *working capital* (capital de giro) (Anderson, Duru & Reeb, 2012; Chrisman & Patel, 2012; Gomez-Mejia et al., 2013). Cada um destes itens será testado de forma individual, visto que cada um deles representa um determinado tipo de investimento e as características familiares tendem a afetar cada um deles de forma diferente.

O primeiro tipo de investimento analisado consiste no investimento em bens de capital (CAPEX). Anderson, Duru e Reeb (2012) apresentam que as empresas que possuem posse ou controle familiar realizam investimentos totais de longo prazo menores do que empresas não familiares (com um percentual de 7,5% menor). Contudo, os resultados encontrados apresentam que quando analisados apenas os investimentos em bens de capital (máquinas, equipamentos e outros ativos físicos), os resultados encontrados são 15% maiores para as empresas familiares. Isso se deve, sobretudo ao conservadorismo e aversão ao risco das empresas familiares o que faz com que elas prefiram ativos tangíveis e passíveis de serem elementos garantidores de solvência. Para o cálculo do modelo a variável foi testada de duas formas diferentes. A primeira delas com um $\ln$ do gasto em Capex para o período. A segunda como um índice de $Capex / Ativo Total$.

O segundo tipo de investimento está relacionado investimento em capital de giro de empresas familiares. Empresas familiares tendem a possuir maior liquidez que empresas não familiares, entretanto, tais empresas acabam por possuir altos investimentos em inventário (estoques) o que acaba por prejudicar o capital de giro das empresas. Isso se deve a um modelo conservador e busca por elementos que possam servir como garantias em períodos de crise (Gottardo & Moisello, 2013). Para melhor execução dos modelos, esta pesquisa considerou os valores de investimento em capital de giro como o saldo de capital circulante no período $\frac{AC-PC}{AT}$.

3.1.3 Variáveis de controle e interação

As variáveis de controle do estudo estão no quadro a seguir:

Quadro 2 – Variáveis e descrição

Variáveis	Descrição
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total
Resultado Operacional	$EBIT/AT$
Receitas	Logaritmo natural das Receitas Totais
Endividamento	$DívidaBruta/AtivoTotal$
Valor de Mercado	Market Value das empresas da amostra
Valor da Empresa	Book Value das empresas da amostra
Market-to-Book	$ValordeMercado/ValordaEmpresa$
Tangibilidade	$Imobilizado/AT$
ROE	Retorno sobre patrimônio líquido
Fluxo de Caixa	Fluxo de caixa das operações
Idade	Anos da empresa
Empresas Jovens	Idade ≤ 15 anos nos períodos da amostra
Empresas Maduras	Idade > 15 anos nos períodos da amostra
$Fam * Tam$	Interação entre empresa familiar e tamanho
$Fam * Tangib$	Interação entre empresa familiar e tangibilidade
$Fam * Idade$	Interação entre empresa familiar e idade

3.2 Amostra

A amostra consiste de empresas de capital aberto que estiveram em algum momento listadas na B3 entre os períodos de 2006-2016. Foram retiradas as empresas de utilidade pública, bem como empresas financeiras (Anderson & Reeb, 2003; Anderson et al., 2012). O total das empresas excluindo as empresas financeiras e de utilidade pública consiste em um total de 343 a partir das bases do Economática® e do Comdinheiro®. O período da pesquisa (2006-2016) foi selecionado por compreender duas crises econômicas: a Crise Financeira Global de 2008 e a Recessão Econômica Brasileira a partir de 2013.

Além disso, cabe detalhar a quantidade de empresas a partir da classificação de subsetores da B3.

Tabela 2 - Empresas separadas por setor e por ano

Setor	Quantidade de Empresas	Percentual
Agronegócio	3	0.9%
Alimentos processados	25	7.3%
Bens de Consumo	15	4.4%
Biocombustíveis e Petróleo	13	3.8%
Celulose	7	2.0%
Comércio e Distribuição	15	4.4%
Construção	41	12.0%
Holdings Não Financeiras	7	2.0%
Indústria	34	9.9%
Indústria de Materiais de Construção	15	4.4%
Informática	11	3.2%
Metalurgia	20	5.8%
Mineração	4	1.2%
Petroquímico	11	3.2%
Saúde	15	4.4%
Serviços	26	7.6%
Vestuário	27	7.9%
Telecomunicações	16	4.7%
Transportes	30	8.7%
Utilidades Domésticas	8	2.3%
Total	343	100%

Após o detalhamento da quantidade de empresas por setor, torna-se importante apresentar graficamente como a amostra de empresas não familiares e empresas familiares (na forma básica) se comportou ao longo do período da amostra.

Figura 3 – Evolução da amostra ao longo do período

Observação: EF significa empresas familiares e NF significa empresas não familiares.

3.3 Etapas da Pesquisa

O primeiro ponto consistiu na demonstração das estatísticas descritivas comparando empresas familiares e não familiares, bem como estatísticas descritivas sobre os tipos diferentes de empresas familiares e os dados econômico-financeiros.

Após esse passo, o segundo consiste em uma verificação do impacto da variável empresa familiar nas decisões de investimento em CAPEX, Capital de Giro e P&D por meio de regressões múltiplas que segundo Wooldridge (2014) funcionam para testar o impacto de múltiplas variáveis sobre uma variável dependente em uma relação simultânea. Portanto, os passos serão discutidos para cada proposição:

a) Proposição 1

O primeiro passo consiste na regressão multivariada que busca explicar como o impacto da variável “Empresa Familiar” nas decisões de investimento em CAPEX.

$$\text{Índice Inv. Capex}_{it} = \alpha_{it} + \beta_{FAM}(\text{Familiar})_{it} + \beta_{Control}(\text{Variáveis de controle})_{it} + \varepsilon_{it}$$

Essa regressão foi realizada utilizando três abordagens: MQO, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos. Entende-se que os dois primeiros podem proporcionar significâncias maiores, entretanto o último possui mais robustez (Wooldridge, 2014). Fato que foi confirmado pelo Teste de Hausmann.

Após a análise da regressão, foi realizada a segmentação entre empresas familiares jovens e maduras. Essa segmentação foi dividida a partir do estudo de Brown, Fazzari e Petersen (2009). As empresas jovens foram determinadas como aquelas que possuíam menos de 15 anos no período da amostra. As empresas maduras foram consideradas como aquelas que tinham mais de 15 anos. Diante disso, foram realizados testes de média comparando os investimentos das empresas jovens e maduras, posteriormente de empresas familiares jovens e maduras e finalmente empresas não familiares jovens e maduras.

Após esses testes de média, foram realizadas duas regressões para analisar a interação entre empresa familiar e idade e o impacto das empresas familiares maduras nas decisões de investimento:

$$Inv. Capex_{it} = \alpha_{it} + \beta_{interação}(FAM * Idade)_{it} + \beta_{Control}(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Inv. Capex_{it} = \alpha_{it} + \beta_{interação}(FAM * Maduras)_{it} + \beta_{Control}(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it}$$

b) Proposição 2

O primeiro passo consiste na regressão multivariada que busca explicar o impacto da variável “Empresa Familiar” nas decisões de investimento em Capital de Giro.

$$\text{Índice Capital de Giro}_{it} = \alpha_{it} + \beta_{FAM}(Familiar)_{it} + \beta_{Control}(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it}$$

Essa regressão foi realizada utilizando três abordagens: MQO, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos. Após isso foram realizados testes de robustez com o $\ln(\text{Capitla de Giro})$, entretanto com essa configuração da variável dependente, as empresas com necessidade de capital de giro são excluídas. Assim, o último modelo de robustez foi realizado criando a seguinte configuração $-0,50 \leq \text{Índice de Capital de Giro} \leq 0,5$. Essa configuração foi realizada para excluir tanto outliers quanto observações influentes. O melhor modelo pelo Teste de Hausmann foi o modelo com Efeitos Fixos.

Após a análise da regressão, foi realizada a segmentação entre empresas familiares jovens e maduras. Essa segmentação foi dividida a partir do estudo de Brown, Fazzari e Petersen (2009). As empresas jovens foram determinadas como aquelas que possuíam menos de 15 anos no período da amostra. As empresas maduras foram consideradas como aquelas que tinham mais de 15 anos. Diante disso, foram realizados testes de média comparando os investimentos das empresas jovens e maduras, posteriormente de empresas familiares jovens e maduras e finalmente empresas não familiares jovens e maduras.

Após esses testes de média, foram realizadas duas regressões para analisar a interação entre empresa familiar e idade e o impacto das empresas familiares maduras nas decisões de investimento:

$$\text{Índice Capital de Giro}_{it} = \alpha_{it} + \beta(FAM * Idade)_{it} + \beta(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Índice Capital de Giro}_{it} = \alpha_{it} + \beta(FAM * Maduras)_{it} + \beta(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it}$$

c) Proposição 3

Esta proposição consiste em uma análise do comportamento de investimento em CAPEX das empresas familiares antes e depois das duas crises econômicas: Crise de

2008 e Recessão da Economia a partir de 2013. O primeiro passo consiste em uma demonstração dos resultados para cada ano e a variação em R\$ mi. para cada ano.

O segundo passo foi demonstração de um gráfico com as curvas de investimento das empresas familiares e não familiares durante os períodos da amostra. Por fim, o terceiro consiste em uma análise das diferenças de média dos investimentos em CAPEX a partir da seguinte separação: a) Pré-Crise de 2008 – anos de 2006 e 2007; b) Pós-Crise de 2008 – anos de 2009 e 2010; c) Pré-Recessão de 2013 – anos de 2010, 2011 e 2012; e d) Pós-Recessão de 2013 – anos de 2014, 2015 e 2016.

d) Proposição 4

Esta proposição consiste em uma análise do comportamento dos índices de Capital de Giro das empresas familiares antes e depois das duas crises econômicas: Crise de 2008 e Recessão da Economia a partir de 2013. O primeiro passo consiste em uma demonstração dos resultados para cada ano e a variação em R\$ mi. para cada ano.

O segundo passo foi demonstração de um gráfico com as curvas de investimento das empresas familiares e não familiares durante os períodos da amostra. Por fim, o terceiro consiste em uma análise das diferenças de média dos investimentos em CAPEX a partir da seguinte separação: a) Pré-Crise de 2008 – anos de 2006 e 2007; b) Pós-Crise de 2008 – anos de 2009 e 2010; c) Pré-Recessão de 2013 – anos de 2010, 2011 e 2012; e d) Pós-Recessão de 2013 – anos de 2014, 2015 e 2016.

e) Proposição 5

Esta proposição consiste em uma análise de estatísticas descritivas e testes de média para várias tipologias de empresas familiares. Essas tipologias e suas especificidades estão descritas no Quadro 1. O primeiro passo foi uma demonstração das estatísticas descritivas de investimento em CAPEX para cada tipologia de empresa ao longo dos períodos da análise.

O segundo passo foi um teste de média para as empresas que pertencem ou não pertencem a cada grupo. Deve-se explicar como exemplo que uma empresa conforme maior robustez pode estar inserida nas tipologias das menos robustas, mas o inverso não ocorre.

O terceiro passo consistiu na mesma análise feita para o CAPEX com a aplicação para ao capital de giro. Tanto a demonstração das estatísticas descritivas quanto os testes de diferença de média para cada grupo.

f) Proposição 6

Esta proposição configura-se como uma expansão da proposição 1. Os testes ocorreram para todos os tipos de empresas familiares expostos no Quadro 1. Os passos foram os mesmos, com a diferença que após o Teste de Hausmann, apenas o modelo com Efeitos Fixos foi exposto.

g) Proposição 7

Esta proposição configura-se como uma expansão da proposição 2. Os testes ocorreram para todos os tipos de empresas familiares expostos no Quadro 1. Os passos foram os mesmos, com a diferença que após o Teste de Hausmann, apenas o modelo com Efeitos Fixos foi exposto.

h) Proposição 8

Esta proposição configura-se como uma expansão da proposição 4. Os testes ocorreram para todos os tipos de empresas familiares expostos no Quadro 1.

O primeiro passo consiste em uma demonstração dos índices de investimento em CAPEX para cada ano. O segundo passo foi demonstração de um gráfico com as curvas de investimento das empresas familiares e não familiares durante os períodos da amostra. Por fim, o terceiro consiste em uma análise das diferenças de média dos investimentos em CAPEX a partir da seguinte separação: a) Pré-Crise de 2008 – anos de 2006 e 2007; b) Pós-Crise de 2008 – anos de 2009 e 2010; c) Pré-Recessão de 2013 – anos de 2010, 2011 e 2012; e d) Pós-Recessão de 2013 – anos de 2014, 2015 e 2016.

i) Proposição 9

Esta proposição configura-se como uma expansão da proposição 5. Os testes ocorreram para todos os tipos de empresas familiares expostos no Quadro 1.

O primeiro passo consiste em uma demonstração dos índices de Capital de giro para cada ano. O segundo passo foi demonstração de um gráfico com as curvas de investimento das empresas familiares e não familiares durante os períodos da amostra. Por fim, o terceiro consiste em uma análise das diferenças de média dos investimentos em CAPEX a partir da seguinte separação: a) Pré-Crise de 2008 – anos de 2006 e 2007; b) Pós-Crise de 2008 – anos de 2009 e 2010; c) Pré-Recessão de 2013 – anos de 2010,

2011 e 2012; e d) Pós-Recessão de 2013 – anos de 2014, 2015 e 2016. O período pós-recessão de 2013 foi escolhido a partir de 2014 devido ao fato de que a partir do 2º trimestre de 2014 o PIB passou a apresentar números negativos (IPEA, 2018).

j) Proposição 10

Esta proposição contempla uma extensão dos resultados da Proposição 1, visto que visa analisar qual o impacto da interação entre empresa familiar e tangibilidade e empresa familiar e tamanho nas decisões de investimento em CAPEX.

$$\begin{aligned} Inv.Capex_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{interação}(FAM * Tamanho)_{it} + \beta_{Control}(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it} \\ Inv.Capex_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{interação}(FAM * Tangibilidade)_{it} + \beta_{Control}(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Em que a variável tamanho consistiu no logaritmo natural dos ativos totais e a tangibilidade consistiu em um logaritmo natural do ativo imobilizado. A escolha do ativo imobilizado se deu pelo ajuste do modelo ser melhor e devido ao fato de que o Artigo 179 da Lei 6.404 considera que o ativo imobilizado consiste nos: “direitos que tenham por objeto bens corpóreos destinados à manutenção das atividades da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive os decorrentes de operações que transfiram à companhia os benefícios, riscos e controle desses bens”. Devido a esta consideração, pela lei, do ativo imobilizado como o item mais tangível das empresas, esta variável foi escolhida para o modelo.

k) Proposição 11

A análise dessa proposição configura-se como um modelo híbrido entre as Proposições 1 e 10, respectivamente. O modelo analisa o impacto da interação entre empresas familiares e o ROE do período anterior.

$$\begin{aligned} Inv.Capex_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{familiar}(FAM)_{it} + \beta_{interação}(FAM * ROE_{t-1})_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis de controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

O modelo consiste em utilizar o ROE do período anterior interagindo com as variáveis das empresas familiares, ou seja, busca-se testar o impacto dos resultados anteriores para as empresas familiares. Além do modelo básico, o teste foi feito para comparar as empresas familiares com bons resultados (abaixo da mediana) e com resultados ruins (acima da mediana).

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A seção de análise de resultados está configurada em três tópicos que são importantes para responder as proposições teóricas e suas hipóteses e os objetivos da pesquisa. O primeiro tópico apresenta uma descrição geral dos resultados. O segundo tópico versa sobre os impactos da estrutura de propriedade e controle familiar nas decisões de investimento considerando os períodos de crise. O terceiro tópico busca analisar como a heterogeneidade encontrada nas empresas de propriedade e controle familiar afeta as decisões de investimento considerando os períodos de crise. O quarto versa sobre como interação das empresas familiares com as características financeiras impacta nas decisões de investimento.

4.1 Resultados descritivos

A primeira descrição dos resultados refere-se às estatísticas descritivas e aos testes univariados. Os resultados da Tabela 3 explicitam os valores gerais da amostra entre os períodos de 2006-2016.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas gerais da amostra.

Variável	Média	p5	p25	p50	p75	p99
Índice de CAPEX	0,0722	0,0000	0,0153	0,0431	0,0885	0,5539
Saldo de capital de giro	0,2394	0,0194	0,0980	0,20678	0,3396	0,8059
Índice de P&D	0,0360	0,00005	0,0073	0,01949	0,05776	0,11553
Idade	46,35 anos	4 anos	16 anos	43 anos	65 anos	143 anos
ROE	-0,7404	-52,0970	0,1857	8,8936	19,1956	314,3061
Tangibilidade	5,0685	0,7045	3,4436	5,1962	6,7842	10,2751
EBIT (R\$ mi.)	502,87	-102,27	-0,15	42,43	263,32	7.803,34
Fluxo de caixa	-0,2359	-0,1538	0,0004	0,0539	0,1148	0,4413
Tamanho (R\$ mi.)	7.852,31	21,95	271,86	1.100,52	3.987,74	82.315.59
Endividamento (R\$ mi.)	2.839,23	4,37	54,491	300,45	1.385,77	35.849,40
Market-Value (R\$ mi.)	9.160,74	12,84	168,32	947,15	3.902,93	154.574,90
Enterprise-Value (R\$ mi.)	11.663,54	44,26	345,86	1.477, 42	5.253,20	237.184, 20
Market-to-Book (R\$ mi.)	0,7424	0,0806	0,5267	0,7993	0,9858	1,9846

Fonte: dados da pesquisa

Conforme descrito na metodologia, os índices de gastos com CAPEX estão em forma logarítmica, os índices de Capital de Giro e de Gastos em P&D estão divididos pelo Ativo Total, a idade está contabilizada em anos e a tangibilidade é o logaritmo neperiano do imobilizado. Os demais valores estão em seu formato normal.

A Tabela 4 apresenta as medianas dos dados da Tabela 3 ao longo de todos os anos da amostra.

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas separadas por especificação de empresa familiar.

Ao analisar a Tabela 4 pode-se perceber alguns detalhes importantes, tais como um aumento do investimento em CAPEX ao longo do período da amostra. A aquisição de máquinas e equipamentos foi uma política fortemente fomentada pelo BNDES a partir de 2007. Os anos que apresentaram os maiores resultados para esse índice ocorreram entre 2008-2013 com uma leve retração em 2009, ano em que a economia mundial apresentava um contexto de incerteza após a eclosão da Crise Financeira de 2008. Além disso, os resultados voltaram a cair após 2014 quando o contexto econômico brasileiro sofreu uma grande deterioração.

Em relação aos índices de Capital de Giro, valores superiores foram verificados nos cinco primeiros anos da amostra. Pode-se inferir que as empresas adotaram políticas mais conservadoras ao longo dos primeiros anos do estudo e o papel do Estado pode ter influenciado políticas mais agressivas de investimento entre os anos de 2010-2014, entretanto, a partir do declínio econômico brasileiro houve comprometimento da possibilidade de geração de caixa, podendo ser refletida na queda desses índices.

Já para os índices de investimento em P&D encontra-se um aumento dos valores a partir de 2011, período concordante com o governo Dilma I cujas políticas desenvolvimentistas foram mais agressivas, sobretudo quanto ao papel do BNDES, inserção dos fundos de pensão estatais e de taxas de juros convidativas para alguns segmentos industriais, nomeadamente o setor de óleo e gás.

Outras variáveis financeiras importantes que podem nortear as explicações posteriores sobre o comportamento das empresas familiares são: Endividamento, *Market Value* e ROE. O endividamento das empresas da amostra aumentou consideravelmente após o ano de 2011. Tanto o valor de mercado quanto o ROE das empresas tiveram deteriorações severas após 2015.

Tabela 4 - Evolução das variáveis da pesquisa ao longo dos anos da amostra (medianas)

Variável	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Índice de CAPEX	0,0392	0,0601	0,0782	0,0436	0,0472	0,0510	0,0474	0,0434	0,0363	0,0318	0,0262
Saldo de capital de giro	0,1399	0,1491	0,1556	0,1404	0,1245	0,1096	0,1155	0,1134	0,0998	0,0912	0,1073
Índice de P&D	0,0394	0,0191	0,0158	0,0138	0,0194	0,0345	0,0543	0,0257	0,0294	0,0218	0,0179
Idade	42 anos	44 anos	44 anos	44 anos	43 anos	43,5 anos	41 anos	43 anos	43,5 anos	43 anos	42 anos
ROE	11,6850	10,3601	9,0284	10,9371	11,3498	9,6746	7,0215	7,7985	7,2659	6,0450	5,7317
Tangibilidade	4,6868	4,7958	4,9936	5,1905	5,3470	5,4642	5,4552	5,4035	5,2940	5,4676	5,2207
Fluxo de caixa (índice)	0,0710	0,0652	0,0575	0,0656	0,0548	0,0467	0,0546	0,0551	0,0507	0,0548	0,0417
EBIT (R\$ mi.)	16,29	20,95	36,06	46,57	76,90	57,27	58,27	72,43	67,78	36,29	34,91
Tamanho (R\$ mi.)	415,92	697,01	866,23	925,03	1.132,92	1.336,15	1.425,42	1.586,94	1.625,57	1.794,49	1.667,34
Endividamento (R\$ mi.)	56,34	79,51	117,89	132,26	265,02	340,46	349,80	428,49	438,55	416,85	377,63
Market-Value (R\$ mi.)	678,03	949,33	422,70	978,25	1.456,47	1.397,37	1.647,42	1.453,81	1.056,15	637,58	693,067
Enterprise-Value (R\$ mi.)	889,73	1.047,20	516,99	1.156,03	1.734,28	1.858,19	2.421,80	2.308,07	2.137,80	1.617,87	1.841,24
Market-to-Book (R\$ mi.)	0,9214	0,9451	0,7786	0,8976	0,8473	0,7596	0,7782	0,7341	0,6777	0,6058	0,6835

Fonte: dados da pesquisa

Em relação à Tabela 5 nota-se uma grande diferença no valor das variáveis para o grupo Não Familiar e para os demais tipos de empresas familiares. Este grupo apresentou diferenças bastante significativas em todas as variáveis, mas cabe discutir as mais importantes, tais como os índices de investimento, o tamanho das empresas e os resultados obtidos no período da amostra. O índice de investimento em CAPEX apresentou um resultado de 11,6298 que é superior a todos os dispêndios de capital das demais classificações de empresas familiares. O índice de investimento em capital de giro (0,09) foi inferior a todas as outras classificações de empresas familiares.

Já os índices de investimento em P&D foram superiores a algumas tipologias, mas inferiores a outras. Cabe ressaltar ainda que em muitos casos ocorreram aumentos dos investimentos conforme aumento da hierarquia da tipologia das empresas familiares. Conforme descrito na metodologia, as tipologias partem de uma hierarquia que vai do modelo menos complexo (FAM1) até o modelo mais complexo (FAM7). Assim sendo, pode-se perceber que algumas decisões de investimento, como o investimento em capital de giro foi muito mais intenso no modelo mais robusto de empresas familiares (FAM7).

Os resultados financeiros também apresentaram variação sensível entre as diferentes classificações. O índice do ROE, bem como o valor de mercado das empresas familiares classificadas como modelos mais robustos mostraram uma mediana inferior ao das empresas não familiares. Outro item importante que apresentou resultados inferiores tem relação com o endividamento das empresas. Existe uma grande diferença entre os níveis de endividamento das empresas familiares e não familiares e quanto maior a robustez da classificação escolhida, menor o endividamento.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas gerais separadas por tipologia de empresa familiar.

Variável	Não Familiar	FAM1	FAM2	FAM3	FAM4	FAM5	FAM6	FAM7
Índice de CAPEX	0,0529	0,0382	0,0387	0,0335	0,0330	0,0336	0,0344	0,0331
Saldo de capital de giro	0,0966	0,1441	0,1465	0,1766	0,1777	0,1770	0,1799	0,1800
Índice de P&D	0.0399	0,0173	0,0153	0,0431	0,0484	0,0431	0,0382	0,0439
Idade	32,5 anos	49 anos	50 anos	53 anos	53 anos	53 anos	54 anos	53 anos
ROE	9,9123	8,4955	8,1836	8,4855	8,7199	8,6317	8,5152	8,6771
Tangibilidade	5,4933	5,0574	5,0360	4,6142	4,6141	4,6579	4,6788	4,6141
EBIT (R\$ mi.)	59,59	34,31	32,98	22,80	23,43	24,17	25,64	25,37
Tamanho (R\$ mi.)	1.544,22	887,63	894,57	601,64	607,94	636,59	669,99	644,25
Endividamento (R\$ mi.)	298,33	179,28	184,59	118,46	120,26	123,19	126,49	124,043
Market-Value (R\$ mi.)	1.594,18	592,21	579,54	356,51	349,53	367,95	388,72	366,89
Enterprise-Value (R\$ mi.)	2.040,40	1052,03	1.042,59	751,94	723,08	780,33	832,20	792,46
Market-to-Book	0,8619	0,7514	0,7468	0,7166	0,7157	0,7179	0,7178	0,7138

Fonte: dados da pesquisa

As situações apontadas pelas estatísticas descritivas estão em linha com os conceitos de riqueza sócio emocional, busca por perpetuidade e horizonte de longo prazo. Tais conceitos são apresentados na literatura como tendo maior aderência à participação da família no controle da empresa (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Assim sendo, analisando ao menos as estatísticas descritivas, a robustez dos modelos corrobora com trabalhos de Berrone, Cruz e Gomez-Mejia (2012), Cennamo, Berrone, Cruz e Gomez-Mejia (2012) e Chrisman, Chua, Pearson e Barnett (2012) sobre os impactos que a maior participação da família causa nas decisões e nos resultados financeiros das empresas.

Após a descrição das estatísticas básicas o delineamento da pesquisa segue para os testes das proposições teóricas apontadas na seção 2. Estas proposições estão divididas em três grupos: a) formas como empresas familiares investem; b) impacto da heterogeneidade nas decisões de investimento das empresas familiares; e c) conflito de agência no momento da realização de investimentos.

4.2 Como empresas familiares investem?

Este grupo compreende as análises e os testes das cinco primeiras proposições teóricas e suas hipóteses. Cada análise está baseada em estatísticas univariadas e multivariadas.

O primeiro item a ser descrito consiste no Teste T (Tabela 6) das diferenças de média para todas as variáveis da amostra para as empresas familiares e não familiares. Conforme descrito na metodologia, a definição de empresas familiares na forma básica consiste na junção entre existência de propriedade familiar, membros familiares na presidência (ou vice-presidência do Conselho de Administração) e/ou membros da família no cargo de CEO. Essa definição é uma adaptação das definições metodológicas propostas Anderson, Duru e Reeb (2012) e Anderson e Reeb (2003). Essa definição apresenta um contexto em que a existência da empresa familiar somente ocorre quando o grupo familiar possui controle acionário e poder de decisão.

Tabela 6 – Familiares x Não Familiares

Variáveis	Não Familiar	Familiar	Teste T
Observações	1.367	1.776	-
Gasto em CAPEX	11,46	10,49	9,2771*
Índice de CAPEX	0,0732	0,0591	4,8715*
Saldo de capital de giro	0,21	0,26	-6,0677*
Índice de P&D ³	0,045	0,027	2,3381*
Idade	42 anos	53 anos	-7,7127*
ROE	7,51	-7,07	0,2317
Tangibilidade	5,35	4,86	5,0071*
EBIT	-0,08	-0,33	0,5897
Índice de Tamanho	7,08	6,69	4,4680*
Índice de Endividamento	1,73	0,83	0,8970
Market-to-Book	0,79	0,71	1,6718*
Fluxo de Caixa	0,0747	0,0441	5,0125*

Fonte: dados da pesquisa

* - 95% de confiança

Comparando o número de observações familiares e não familiares, os resultados são diferentes de outras pesquisas analisando dados financeiros nos EUA, tais como as de Anderson, Duru e Reeb (2012) e Anderson e Reeb (2003). Entretanto, mesmo que o número de observações familiares seja muito maior, este dado está em concordância com pesquisas como as de La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) e de Lins, Volpin, e Wagner (2013). Estas pesquisas apontam que mercados de capitais menos desenvolvidos possuem maior propensão a terem uma maior quantidade de empresas controladas por *blockholders*, especialmente os *blockholders* familiares.

Outros resultados importantes, embora não seja o foco principal da pesquisa, são os resultados financeiros, tais como ROE, Endividamento e Market-Book (oportunidades de crescimento). A média das empresas familiares foi bastante inferior para o ROE e para o Market-Book. Quanto ao resultado do retorno sobre patrimônio líquido, entende-se a partir da literatura que ele é um elemento discordante, conforme apresentado por Sharma (2004) e por Sharma e Carney (2012). Segundo esses autores, a forma com a qual é definida a variável “Família”. Já o resultado da variável Market-to-Book pode estar alinhado aos setores em que as empresas familiares estão inseridas. Sobre isso, o trabalho de Anderson e Reeb (2003) aponta que a visão do mercado sobre as empresas familiares muitas vezes não é favorável, o que deteriora o valor de mercado da empresa (o numerador deste índice). Sobre o endividamento, entende-se que empresas familiares tendem a atuar de maneira mais conservadora, portanto sua estrutura de capital tende a ser composta mais pelo capital próprio do que por capitais

³ Conforme descrito na metodologia, a variável Índice de P&D somente foi encontrada em 79 observações, dentre as quais 40 são empresas não familiares e 39 são de empresas familiares.

de terceiros, fato concordante com os trabalhos de Gomez-Mejia, Patel e Zellweger, (2015) e Zellweger (2007). Outro ponto interessante configura-se como o menor acesso ao crédito das empresas familiares, fato este que pode ser explicado pelo tamanho destas empresas ser menor do que o de suas pares não familiares.

Analisando os resultados dos índices de investimento encontra-se que o investimento em CAPEX das empresas não familiares foi maior do que o das familiares. Os investimentos em P&D também foram superiores para as empresas com a configuração não familiar. O único índice de investimento que apontou as empresas familiares como maiores investidoras foi o índice de investimento em capital de giro. Tais resultados apontam alinhamento com as proposições teóricas e com trabalhos na área que trazem o componente familiar como responsável por decisões de investimento mais conservadoras e austeras (Chrisman & Patel, 2012; Kotlar et al., 2014), fazendo com que as mesmas escolham maiores índices de Capital de Giro em detrimento de vultosos investimentos em CAPEX e investimentos arriscados em P&D.

4.2.1 Proposição 1 – Como empresas familiares investem em CAPEX?

O próximo passo da análise é detalhar especificamente cada uma das proposições teóricas sobre qual o comportamento de investimento das empresas familiares. Neste sentido, a primeira proposição busca entender como empresas familiares investem em CAPEX. Para responder à esta proposição, a Tabela 7 apresenta os resultados das regressões múltiplas realizadas com a variável familiar.

Os resultados mantiveram-se em linha com os resultados do teste T e apresentaram que o investimento em CAPEX das empresas familiares foi menor para o período analisado do que o investimento das empresas não familiares. Os testes foram realizados com diferentes métodos de regressão e os resultados em ambas foram satisfatórios. Para todos os métodos foram obtidos R^2 Ajustado superiores à 0,70 o que mostra que mais de 70% dos impactos na variável índice de investimento em CAPEX podem ser explicados pelas variáveis escolhidas.

Tabela 7 – Influência familiar nos investimentos em CAPEX.

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (lnCAPEX)	
	MQO	Efeitos Fixos
Constante	3,971*** (15,50)	3,414*** (11,56)
Empresa Familiar (<i>dummy</i>)	-0,215* (-3,49)	-0,1952*** (-2,71)
Tamanho (ln AT)	0,905*** (11,36)	0,897*** (11,73)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	1,088** (2,41)	0,6807* (1,77)
Endividamento	-0,063 (-0,35)	0,046 (0,24)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,040 (0,70)	0,0507 (1,18)
Tangibilidade	0,200*** (5,09)	0,216*** (3,08)
Receitas (ln Receitas)	-0,001 (-0,03)	-0,001 (-0,02)
Idade	-0,003*** (-3,37)	-0,0031*** (-2,72)
Dummies de Ano	Sim	-
Dummies de Setor	Sim	-
Efeitos Fixos de Setor	-	Sim
Efeitos Fixos de ano	-	Sim
R ² Ajustado	0,7674	0,7717
Observações	1.758	1.778

A descrição da forma de cálculo das variáveis está descrita na metodologia.

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Iniciando a discussão pelas variáveis de controle, os resultados proporcionaram significância estatística para tamanho da empresa, resultado operacional, tangibilidade e idade. As variáveis financeiras mostraram relações significantes e positivas e fazem como que empresas maiores ou com resultados satisfatórios, tais como o índice de tamanho e a tangibilidade. Além disso, o resultado operacional (EBIT) apresentou valores impactantes para o valor dos investimentos. Como exemplo, tem-se que o aumento de 1% no valor dos ativos gera um aumento de 0,90% no valor dos investimentos. Enquanto isso, o aumento de 1% no índice de tangibilidade das empresas leva à um aumento de 0,19% no índice de investimentos. Tais variáveis como tamanho e tangibilidade corroboram as hipóteses apontadas por Almeida e Campello (2007), pois essas variáveis representam menor grau de restrição financeira.

No tocante a variável principal deste estudo, propriedade e controle familiar, o impacto foi estatisticamente significativo em todos os três modelos. Utilizando a classificação básica do que são empresas familiares, estas empresas investiram no período analisado cerca de 22% menos do que empresas não familiares. Esse resultado difere do encontrado em trabalhos sobre investimento como o de Anderson, Duru e

Reeb (2012). O estudo desses autores, realizado nos EUA, encontrou que as empresas familiares investem mais em CAPEX do que as empresas não familiares. Entretanto, cabe ressaltar que o contexto econômico brasileiro comumente apresenta muitas incertezas como a existência de 9 moedas ao longo dos últimos 100 anos, contextos inflacionários extremamente nocivos, instabilidade de políticas econômicas e ambiente institucional frágil (Franco, 2017). Todo este contexto propicia que os investimentos sejam realizados em um contexto de risco muito elevado e faz com que empresas familiares ajam de maneira mais conservadora, o que tem relação com obras de Chrisman et al., (2012), Chrisman e Patel (2012) e Cucculelli et al. (2016).

Este item encontrado para as empresas familiares tem grande relação com o que se encontra para a relação entre investimento e idade. Os resultados apontam que ocorre uma diminuição do índice de investimento a partir do aumento da idade da empresa. Para cada aumento de um ano na idade da empresa ocorre uma redução de 0,3% no índice de investimento. Este resultado é significativo com o trabalho de Brown, Fazzari e Petersen (2009).

Para corroborar os dados encontrados na tabela anterior, conforme descrito na metodologia, também foram testados modelos com a variável de investimento na forma de um índice.

Tabela 8 – Impactos das empresas familiares nos Índices de Capex.

Variáveis	Índice de Capex - $\ln(\text{Capex}/\text{AT})$		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Familiar	-0,2128*** (-3,14)	-0,1952*** (-2,71)	-0,3051*** (-2,70)
Familiar*Idade	-	-	0,0025 (1,28)
Tamanho	-0,1107* (-1,69)	-0,1029 (-1,35)	-0,1004 (-1,32)
Fluxo de Caixa	0,6807* (1,77)	1,1064*** (3,11)	1,0857*** (3,10)
Endividamento	-0,2610* (-1,81)	0,0464 (0,24)	0,0295 (0,16)
Price/Book	0,0599 (1,38)	0,0507 (1,18)	0,0538 (1,22)
Tangibilidade	0,2362*** (3,83)	0,2167*** (3,08)	0,2201*** (3,15)
Idade	-	-0,0031*** (-2,72)	-0,0043*** (-3,38)
Constante	-3,5775*** (-14,37)	-3,4931*** (-11,82)	-3,4796*** (-11,98)
Efeitos Fixos de Setor	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos de Ano	Sim	Sim	Sim
R ²	0,2967	0,3114	0,3160
Observações	1.930	1.778	1.760

Esta tabela apresenta um conjunto de equações com a variável dependente sendo o Índice de Capex ($\ln(\frac{Capex}{AT})$). Existem três equações para apresentar como ocorre a causalidade da variável “Empresa Familiar” para Índice de Capex. A primeira equação consiste no modelo básico. O segundo modelo consiste no modelo básico acrescido da variável idade. O terceiro apresenta uma variável de interação (*Empresa Familiar * Idade*).

Mesmo no teste de robustez, os resultados permanecem com as mesmas características dos resultados das equações anteriores. Em todos os três primeiros modelos ocorreram significância estatística e os resultados apresentaram magnitude negativa. Em todos os três primeiros modelos a variável Empresa Familiar impactou negativamente, pois nos três primeiros modelos os investimentos foram aproximadamente 21%, 19% e 30% menores nas empresas familiares no período estudado. Ainda para o Modelo 3, a variável de interação (*Empresa Familiar * Idade*) apresentou impacto positivo (0,2% de aumento para cada ano) embora não significante.

Os resultados apontados tanto no modelo básico quanto no teste de robustez corrobora o pensamento conservador das empresas familiares. Embora resultados de Anderson, Duru e Reeb (2012) tenham mostrado que os investimentos em Capex de empresas familiares americanas era 30% maior do que o das não familiares, este resultado não foi encontrado no contexto brasileiro. Alguns apontamentos importantes que podem ter contribuído para isso consiste no ambiente econômico costumeiramente frágil do país. Essa fragilidade pode ser encontrada a partir de fatos históricos como a existência de nove moedas ao longo dos últimos 100 anos, contextos inflacionários extremamente nocivos, instabilidade de políticas econômicas e um ambiente institucional frágil (Franco, 2017). Portanto, conforme obras de Chrisman et al. (2012), Chrisman e Patel (2012) e Cucculelli et al. (2016) apontaram que o contexto institucional e econômico pode proporcionar um contexto mais conservador nas empresas familiares. Como tais empresas almejam a transmissão da propriedade e controle da empresa para suas gerações vindouras, torna-se importante que elas mantenham um comportamento avesso ao risco diante de um cenário econômico desfavorável.

Diante destes resultados, como complemento à análise da proposição teórica o próximo passo visa responder se empresas familiares maduras possuem comportamentos de investimentos em CAPEX diferentes das empresas familiares jovens. Utilizando o mesmo modelo de Brown, Fazzari e Petersen (2009) para separar entre empresas jovens (<15 anos) e empresas maduras (>15anos) tem-se os seguintes valores de investimento:

Tabela 9 – Comparação entre investimentos de empresas jovens e maduras

	Não Familiares		Teste T
	Não Familiares Jovens	Maduras	
Índice de CAPEX	11,842 (n = 553)	10,629 (n = 1.766)	9,6456*
	Familiares Jovens	Familiares Maduras	Teste T
Índice de CAPEX	11,717 (n = 234)	10,316 (n = 1.126)	7,7839*

Fonte: dados da pesquisa

* - 95% de confiança.

A Tabela 9 confirma tanto a existência de diferenças significativas para os investimentos de empresas jovens e maduras quanto para os investimentos de empresas familiares jovens e maduras. Os resultados para o Teste T apontaram uma diferença menor quando são separadas apenas as empresas familiares, entretanto permaneceu com significância. Além deste ponto cabe ressaltar que como a pesquisa contemplou empresas que já estiveram listadas em algum momento na B3, a pesquisa acabou por compreender empresas de setores mais tradicionais da economia (como pôde ser visto na metodologia) e isso consiste em analisar empresas com maior tempo de existência.

A partir da confirmação de que existe diferença estatística para o teste univariado, o passo escolhido para analisar o contexto da interação entre empresas familiares e maduras consistiu no uso de uma variável de interação entre elas. A Tabela 10, portanto, apresenta dois tipos de interação. O Modelo 1 interage a variável Família com os anos de existência da empresa. O Modelo 2 interage a variável família com o conceito de empresas maduras proposto por Brown, Fazzari e Petersen (2009).

Tabela 10 – Comportamento de investimento de empresas familiares com mais tempo de existência

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (lnCAPEX)	
	Modelo 1	Modelo 2
Constante	3,176*** (8,38)	3,253*** (8,48)
Empresa Familiar * Idade	-0,003** (-2,62)	-
Empresas Familiares Maduras	-	-0,274*** (-3,25)
Tamanho (ln AT)	0,918*** (7,42)	0,906*** (7,30)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	1,054***	1,062***

	(3,47)	(3,45)
Endividamento	-0,062	-0,068
	(-0,39)	(-0,42)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,040	0,038
	(0,49)	(0,49)
Tangibilidade	0,194***	0,193***
	(4,42)	(4,26)
Receitas (ln Receitas)	-0,006	0,003
	(-0,06)	(0,03)
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim
Efeitos fixos de setor	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7463	0,7474
Observações	1.758	1.756

Fonte: dados da pesquisa

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Observação: as duas regressões foram realizadas utilizando dados em painel com efeitos fixos de ano e de setor e erros robustos.

Os resultados encontrados estão em consonância com os testes de Brown, Fazzari e Petersen (2009) em que os investimentos de empresas maduras são menores (e estatisticamente significantes) do que os investimentos das empresas jovens. No Modelo 1, quando testada a interação entre a variável “Família” e “Idade” o impacto ocorre na mesma ordem de grandeza de quando foi testada somente a variável “Idade”, ou seja, 3% para cada ano de aumento. Isso reflete que as empresas familiares que já possuem um investimento aproximadamente 21% menor (vide Tabela 5) apresentam um cenário de retração ainda maior conforme ocorrem os aumentos de tempo de existência. Isso é corroborado pelo Modelo 2 o qual apresenta que empresas familiares maduras tem um comportamento de investimento aproximadamente 27% menor do que empresas não familiares.

Esses resultados alinham-se com os pressupostos de Chrisman e Patel (2012) em que os investimentos das empresas familiares apresentam quedas mais acentuadas do que os das não familiares ao longo do tempo. Essa inclinação somente muda nos casos em que as empresas familiares estejam distantes de suas metas e de suas concorrentes. Isso ocorre porque a ideia de “ficar para trás dos concorrentes” é algo que motiva as empresas familiares a buscarem resultados melhores devido ao interesse em manter a riqueza da família e perpetuar o negócio. O ideal de perpetuidade está fortemente baseado no chamado estoque de emoções ou riqueza sócio emocional e esses valores (que são muito fortes por parte do fundador) podem não ser totalmente transmitidos para outros membros da família ou outros sócios no negócio e isso gera resultados que declinam ao longo do tempo (Gomez-Mejia et al., 2013; Kellermanns, Eddleston, & Zellweger, 2012).

Outras questões que podem apresentar contratempos conforme as empresas evoluem ao longo do tempo são conflitos no processo de sucessão. Para De Massis, Di Minin e Frattini (2015) muitas famílias quando passam por processos sucessórios, mesmo dentro da própria família, veem seus valores não sendo preservados. Isso faz com que as empresas familiares venham a ter um comportamento que pode tanto abandonar os objetivos não econômicos e perseguir um modelo mais próximo das empresas não familiares quanto gerar uma situação de acomodação (Koropp, Kellermanns, Grichnik, & Stanley, 2014).

Finalizando a análise sobre a primeira proposição teórica pode-se dizer que os resultados foram compatíveis com as proposições teóricas. As empresas familiares realmente apresentam investimentos menores do que empresas não familiares. E essa diferença se acentua ainda mais quando são comparadas apenas as empresas familiares maduras. Assim sendo, deve-se rejeitar H_0 , ou seja, rejeita-se a hipótese de que não há diferença entre os investimentos das empresas familiares e não familiares.

O próximo passo consiste na descrição da segunda proposição teórica sobre os impactos da variável familiar nas decisões de investimento em capital de giro.

4.2.2 Proposição 2 - Como empresas familiares investem em Capital de Giro?

Utilizando os resultados da Tabela 10, o Teste T para as diferenças de média entre as empresas familiares e não familiares pode-se encontrar diferenças significativas entre os tipos diferentes de empresas. Os resultados apontam que as empresas familiares possuem um saldo de capital de giro em relação ao tamanho de 0,26 enquanto as empresas não familiares possuem o mesmo índice na proporcionalidade de 0,21. Isso pode ser corroborado pela literatura, pois é comum que empresas adotem os investimentos mais conservadores em detrimento de investimentos mais arriscados e/ou mais dispendiosos.

Posteriormente a essa descrição cabe apresentar testes estatísticos mais robustos para comprovar a proposição. Estes testes estão apresentados na Tabela 11 a seguir:

Tabela 11 – Influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro.

Variável dependente – Investimento em Capital de Giro

Variável	MQO	Efeitos Aleatórios
Constante	-0,244*** (-2,94)	-0,244* (-1,54)
Empresa Familiar (<i>dummy</i>)	0,048*** (2,74)	0,048* (1,60)
Tamanho (ln AT)	0,043*** (2,78)	0,043 (1,07)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,393* (1,88)	0,393* (1,69)
Endividamento	0,001* (1,89)	0,001 (0,82)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,030 (0,82)	0,030 (0,54)
Tangibilidade	-0,046*** (-6,00)	-0,046* (-1,66)
Receitas (ln Receitas)	0,056*** (3,66)	0,056** (2,30)
Idade	-0,000 (-0,53)	-0,000 (-0,25)
Fluxo de Caixa	0,015*** (2,61)	0,015* (1,80)
Dummies de Ano	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,2489	0,2489
Observações	1.542	1.542

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Observação: o modelo por efeitos fixos não apresentou robustez suficiente e poder de explicação para a regressão.

Os resultados apresentados pela Tabela 10 mostram que as empresas familiares possuem um modelo de investimento superior para capital de giro do que as empresas não familiares. Deve-se dizer que a regressão pelos dois modelos (MQO e Efeitos Aleatórios) apresentou um poder de explicação insatisfatório, mas as variáveis importantes do modelo obtiveram significância estatística e mantiveram o sinal conforme esperado pela proposição. Os resultados apontaram que empresas familiares possuem um $\beta = 0,04$, ou seja, empresas familiares possuem 0,04 pontos percentuais a mais na proporção de capital de giro sobre tamanho.

No modelo MQO, outras variáveis significantes foram o tamanho, o resultado operacional, o endividamento, a tangibilidade, as receitas totais e o fluxo de caixa. O aumento de 1% no tamanho impacta em um aumento de 0,0004 pontos na proporção de capital de giro das empresas. O aumento do endividamento na ordem de 1 ponto na proporção do índice de endividamento gera uma diminuição de 0,001 no saldo de capital de giro. A tangibilidade impacta que para cada 1% de aumento na tangibilidade ocorre uma diminuição do capital de giro em 0,0004 no índice. A variável receita aponta que para cada aumento de 1% na mesma ocorre um aumento de 0,0005 no saldo de

capital de giro. Por fim, para o fluxo de caixa, encontrou-se que para cada aumento de 1 ponto percentual no índice, o saldo de capital de giro sofre um aumento de 0,015.

O modelo em MQO apresenta alinhamento com as proposições teóricas de maior alocação de recursos no capital de giro por parte das empresas familiares. Entretanto, como o modelo com efeitos aleatórios perdeu muita significância (e o modelo com efeitos fixos não teve poder de explicação), optou-se por remodelar a forma funcional do Índice de Investimento em Capital de Giro. A nova forma funcional não utilizou uma proporção, mas sim um logaritmo natural dos valores investidos.

Na Tabela 11 os resultados apresentados mostraram evolução em comparação com os modelos apresentados na Tabela 10. No tocante a variável mais importante para a pesquisa que é o impacto da empresa ser uma empresa de controle familiar, o resultado aponta que o fato de ser uma empresa familiar gera um impacto de 5% ($\beta = 0,050$) a mais nos investimentos em capital de giro para o Modelo 1 e de 4,7% ($\beta = 0,047$) para o Modelo 2. Os dois modelos conseguiram com maior poder de explicação estatística ($R^2 = 0,5280$ e $R^2 = 0,5678$ para o primeiro e segundo modelo respectivamente) e resultados similares aos que foram encontrados utilizando apenas o MQO.

A melhoria do modelo foi bastante significativa ao usar o logaritmo natural dos investimentos em Capital de Giro, mesmo com uma diminuição do número de observações/ano. O primeiro modelo manteve a variável fluxo de caixa enquanto no segundo essa variável foi excluída. Tal variável havia sido inserida tanto no primeiro modelo quanto nos dois anteriores (MQO e Efeitos Aleatórios) pelo alinhamento teórico encontrado em estudos sobre *working capital*, tais como Chen e Kieschnick (2017). Entretanto como a variável não apresentou significância estatística, ela foi excluída para efeito de comparação e o poder de predição do modelo aumentou.

Tabela 12 – Teste de robustez da influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro.

Variável	Variável dependente – Investimento em Capital de Giro (ln)	
	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,460*** (3,91)	0,434*** (3,89)
Empresa Familiar (<i>dummy</i>)	0,050* (1,90)	0,047** (2,22)
Tamanho (ln AT)	0,160*** (4,36)	0,157*** (4,77)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,018 (0,13)	0,004 (0,03)

Endividamento	-0,165** (-2,13)	-0,030*** (-8,24)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,002 (0,14)	0,004 (0,41)
Tangibilidade	-0,012 (-1,29)	-0,013 (-1,41)
Receitas (ln Receitas)	0,029 (1,02)	0,027 (1,03)
Idade	-0,000 (-0,13)	0,000 (0,11)
Fluxo de Caixa	0,005 (1,55)	-
Dummies de Ano	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,5280	0,5678
Observações	1.187	1.495

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Observação: ao modificar a forma funcional como log, os modelos melhoraram em poder de explicação, assim como em um modelo mais robusto (Efeitos Fixos) os impactos da variável “família” também apresentaram mais significância estatística.

Feitas estas considerações sobre os resultados, cabe perguntar: por que os investimentos em capital de giro são maiores para empresas familiares? A resposta consiste em na importância do capital de giro para a saúde financeira da empresa, sobretudo em períodos de crise econômica e choque de liquidez. Além disso, é um modelo de investimento fundamental para empresas que estão situadas em mercados menos desenvolvidos (Baños-Caballero, García-Teruel, & Martínez- Solano, 2014; Chen & Kieschnick, 2017).

A manutenção de um índice relevante de investimento em capital de giro está fortemente relacionada ao tamanho das empresas, item que é mostrado pela significância estatística da variável tamanho em três dos quatro modelos. Considerando apenas os modelos robustos entende-se que o aumento de 1% no tamanho da empresa leva a incrementos de aproximadamente 0,16% no investimento em capital de giro. Essa correlação positiva entre os itens está fundamentada no conceito de restrição financeira, ou seja, empresas com menores restrições de financiamento podem investir mais em capital de giro (Aktas, Croci, & Petmezas, 2015; Almeida & Eid, 2014).

Conforme descrito anteriormente, o investimento em capital de giro é um investimento que contempla tanto menores riscos como os investimentos em P&D quanto menores dispêndios de recursos como os investimentos em CAPEX. Outro ponto refere-se a ser um investimento relacionado à atividade operacional da empresa, portanto um investimento que tem mais relação com o objetivo de perpetuidade. Portanto, ele torna-se fundamental nos primeiros anos do negócio familiar, de forma ainda mais significativa que nos negócios não familiares.

Entretanto, ao criar a variável de capital de giro como um “log” gera-se um viés de seleção, pois o log somente funciona para números positivos. Portanto, outro teste de robustez foi realizado excluindo além das observações influentes, os outliers e selecionando o capital de giro entre -0,5 e 0,5 encontram-se os seguintes resultados:

Tabela 13 – Teste da influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro (excluindo observações influentes).

Variável	Variável dependente – Investimento em Capital de Giro
	Índice ajustado
Constante	0,2310*** (3,89)
Empresa Familiar (<i>dummy</i>)	0,0379** (2,70)
Tamanho (ln AT)	-0,0325* (-1,72)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,0033 (0,03)
Endividamento	-0,0400 (-0,71)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,0548** (2,26)
Tangibilidade	-0,105** (-2,71)
Receitas (ln Receitas)	0,0375 (1,66)
Idade	0,0001 (0,52)
Fluxo de Caixa	0,0015 (0,86)
Dummies de Ano	Sim
Dummies de Setor	Sim
R ² Ajustado	0,1764
Observações	1.105

A regressão foi construída apenas utilizando o método de dados em painel com Efeitos Fixos.

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Os resultados apontados pelo segundo teste de robustez (excluindo observações influentes e outliers) e sem usar o logaritmo também está em linha com os demais testes. Testando com os outliers, o modelo apresentou relação de causalidade entre empresas familiares e investimentos em capital de giro. Utilizando o modelo com log (excluindo empresas que apresentaram necessidade de capital de giro), a aderência do modelo foi ainda melhor do que nos primeiros testes. Por fim, utilizando o modelo com a variável proporcional, considerando as empresas que possuíam necessidade de capital de giro (capital de giro negativo) e excluindo tanto observações influentes quanto outliers, a variável de interesse manteve significância estatística e mesma magnitude das demais. O modelo como um todo perdeu poder de explicação, mas excluiu possíveis vieses de seleção.

Para complementar esta afirmação convém demonstrar uma diferença entre a média (Tabela 14) dos investimentos em capital de giro, tanto para as empresas familiares jovens e maduras quanto para as empresas não familiares jovens e maduras. O modelo classificação segue o mesmo preceito do teste para o investimento em capital de giro, ou seja está baseado no artigo de Brown, Fazzari e Petersen (2009).

Tabela 14 – Diferença de investimentos entre empresas jovens e maduras

	Jovens	Maduras	Teste T
Saldo de capital de giro	1,649 (n = 431)	1,638 (n = 1.522)	0,4317
	Familiares Jovens	Familiares Maduras	Teste T
Saldo de capital de giro	1,705 (n = 188)	1,610 (n = 993)	-2,7389*
	Não familiares jovens	Não familiares maduras	Teste T
Saldo de capital de giro	1,639 (n = 362)	1,648 (n = 1.015)	0,3354

*95% de confiança

Fonte: dados da pesquisa

O aumento da idade tende das empresas tende a levar um aumento do tamanho e diminuir a restrição financeira das empresas. Além disso, isso ocorre para a amostra porque em muitas empresas listadas na B3 a idade está fortemente correlacionada com setores mais maduros da economia, como, por exemplo, metalurgia e siderurgia. No Teste T, tanto para a amostra geral quanto para as segmentações em grupos, as empresas jovens mostraram médias de investimento maior em capital de giro do que as empresas maduras. Entretanto, o único teste que apresentou significância ocorreu para a segmentação entre empresas familiares, ou seja, as diferenças entre esses grupos são muito mais impactantes para o investimento em capital de giro.

A restrição financeira é um dos elementos que proporciona maior dificuldade de captação de financiamento externo e influencia a dificuldade de realização de grandes investimentos (Almeida & Campello, 2007; Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988), diante disso como empresas jovens estão presentes em um contexto de muitas restrições suas possibilidades de captação de recursos externos são limitadas e a capacidade de investimentos onerosos como CAPEX e P&D é menor. Portanto, as empresas familiares jovens que tendem a ser mais restritas (menor tamanho e menor capacidade de

investimento) utilizam seus recursos para manter o bom funcionamento de suas atividades operacionais.

Deve-se dizer que a diferença entre os grupos é uma somatória do comportamento conservador com uma situação de necessidade financeira. Empresas familiares já possuem uma estrutura de capital e de investimentos com características mais enraizadas no interesse da preservação da riqueza da família, ou seja, tais empresas incorrem em riscos menores do que as empresas não familiares e isso concorda com as proposições de Chua et al. (1999) e Hoopes e Miller (2006) que as empresas familiares comumente fazem a opção de não realizar investimentos voltados para o curto prazo, ou investimentos que sejam muito onerosos ou muito arriscados ou que exijam um nível de endividamento muito elevado (Madison, Kellermanns & Munyon, 2017). Nesta situação o modelo das empresas familiares jovens conta com outro fator impactante: a presença do fundador, que comumente busca o crescimento da empresa, entretanto possui pouca capacidade de endividamento.

Como complemento torna-se necessário apresentar dois modelos comparando como empresas familiares maduras investem ao longo do tempo de existência (Tabela 15). No primeiro modelo é demonstrada uma regressão com as empresas maduras e seu comportamento quanto ao investimento em capital de giro. O segundo apresenta como ocorre o comportamento das empresas familiares com a idade e com um impacto da variável quadrática da idade.

Para melhor adequação do teste aos objetivos de compreender como ocorrem os investimentos em capital de giro ao longo do tempo, a variável idade foi colocada em logaritmo natural e foram criadas tanto uma interação quanto uma interação quadrática seguindo os pressupostos encontrados nos modelos econométricos de Wooldridge, (2009) e Silveira et al. (2013).

Tabela 15 – Influência familiar nos Investimentos em Capital de Giro ao longo do tempo.

Variável	Variável dependente – Investimento em Capital de Giro	
	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,4754*** (3,79)	0,455*** (3,62)
Empresas Familiares Maduras	0,045* (1,80)	-
Familiar*Idade	-	0,079** (2,61)
(Familiar*Idade) ²	-	-0,017** (-2,32)
Tamanho	0,161*** (1,80)	0,156*** (4,10)

Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,010 (0,07)	0,010 (0,07)
Endividamento	-0,162** (-2,11)	-0,167** (-2,23)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,003 (0,17)	0,000 (0,03)
Tangibilidade	-0,012 (-1,21)	-0,012 (-1,18)
Receitas (ln Receitas)	0,027 (0,92)	0,031 (1,10)
Idade	-0,000 (-0,37)	0,000 (0,71)
Fluxo de Caixa	0,008* (2,01)	0,005 (1,62)
Dummies de Ano	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,5256	0,5268
Observações	1.178	1.177

Fonte: dados da pesquisa

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Observação1: conforme descrito anteriormente, o Modelo 2 utiliza as variáveis de idade logaritimizadas.

Observação2: os dois modelos utilizam dados em painel com efeitos fixos.

Ao analisar a Tabela 15 encontra-se um desalinhamento entre o modelo mais robusto e o modelo univariado. Embora os testes de média mostrem que as empresas familiares mais jovens tenham um investimento em capital de giro maior do que os índices das familiares maduras, o modelo de regressão com dados em painel encontrou que tanto quando são analisadas as empresas familiares maduras quanto quando é analisada a interação entre empresas familiares e idade, o impacto dessas variáveis é positivo para as decisões de investimento. No Modelo 1 (empresas familiares maduras), o resultado mostra que o impacto da variável de interesse representa que empresas familiares maduras investem 4,5% ($\beta = 0,045$) a mais do que empresas não familiares e empresas familiares jovens. Já no Modelo 2 (com as variáveis de idade logaritimizadas), os resultados descritos revelam que a cada aumento de 1% na idade das empresas ocorre um aumento de 0,07% no capital de giro. Entretanto, a relação quadrática apresenta uma relação inversa, ou seja, a partir de um dado ponto as empresas familiares reduzem seu investimento em que para cada aumento de 1% na idade ocorre uma diminuição de 0,017% no investimento em capital de giro.

Os resultados, apesar de destoarem no modelo univariado, possuem tanto correlações com a literatura de *working capital* quanto com a literatura de empresas familiares. Os investimentos em capital de giro são extremamente necessários no início do negócio, contudo eles também são influenciados pelas características financeiras das firmas como, por exemplo, o tamanho, a tangibilidade e o fluxo de caixa (Chen &

Kieschnick, 2017; Mahmoudzadeh, Nili, & Nili, 2017). Portanto, as empresas maduras teriam tais recursos com maior quantidade vis-à-vis empresas jovens e poderiam alocar maiores quantidades de recursos em capital de giro. Outro item importante que pode ser corroborado com o conservadorismo das empresas familiares consiste no ambiente institucional brasileiro que apresenta comumente cenários instáveis e tende a provocar comportamentos mais interessados em preservação da própria empresa, fato este que dialoga perfeitamente com obras como a de Soleimanof, Rutherford e Webb (2017) em que as empresas familiares estão mais sujeitas à interação com o ambiente institucional.

Para corroborar estas discussões, cabe a demonstração da Figura 1 a qual aponta como ocorrem as curvas de investimento em capital de giro das empresas familiares e das não familiares.

A figura aponta duas relações de U para os investimentos em capital de giro. As empresas não familiares apresentam uma curva de U normal, visto que o investimento começa alto, apresenta uma queda e volta a subir conforme o tempo passa. Já o investimento das empresas familiares apresenta uma curva de U invertido em que ela atinge um ponto de máximo e apresenta quedas deste ponto em diante. Pode-se ressaltar ainda que a curva de índice de investimentos das empresas familiares parte de um valor maior do que o das não familiares. Isto tem correlação com o papel do fundador nas empresas familiares, visto que o comportamento tende a ser mais arrojado, conforme descrito por Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez e Wolfenzon (2007) e Miller, Le Breton-Miller e Lester (2011).

Figura 4 – Curvas de investimento em capital de giro das empresas familiares vs. não familiares ao longo do tempo.

Fonte: dados da pesquisa.

Como a idade está em log, cabe demonstrar matematicamente qual é o ponto máximo de investimento das empresas familiares e o ponto máximo de queda das empresas não familiares. Na relação quadrática das empresas não familiares o ponto máximo de queda em log é igual ao valor de 1,1554, o que consiste em um número de 3,18 anos. Na relação quadrática das empresas familiares o ponto máximo de investimento em log é igual ao valor de 2,2806, o que consiste em um número de 9,78 anos.⁴

Os resultados apontam que a proposição teórica de maior investimento das empresas familiares em capital de giro é confirmada. Além disso, a análise ao longo do tempo confirma que as empresas familiares mesmo quando maduras continuam realizando grandes investimentos em capital de giro. Diante disso, rejeita-se H_0 e a hipótese H_1 de que as empresas familiares apresentam diferenças para as empresas não familiares, bem como apresentam investimentos maiores para o capital de giro é confirmada.

⁴ O cálculo do número de anos a partir de uma variável em log é dado pela seguinte fórmula: $|\beta_1 / (2 * \beta_2)|$ onde β_1 é a variável $\ln(\text{idade})$ e β_2 é a variável $\ln(\text{idade})^2$.

4.2.3 Proposição 3 - Impacto da crise no investimento em CAPEX

A amostra da pesquisa situa-se entre as datas de 2006-2016. Neste período da amostra o país enfrentou dois períodos de crise econômica. O primeiro refere-se ao período da Crise Financeira de 2008, crise que embora tenha tido escala global afetou de maneira diferente países desenvolvidos e países em desenvolvimento como o Brasil. Já o período após 2014 coincide com o declínio da economia brasileira, explosão da dívida, perda de graus de investimento e crise política. A Tabela 16 mostra como foi a evolução do comportamento de investimento em CAPEX ao longo do tempo como ocorreram.

Tabela 16 – Situação dos investimentos em CAPEX ao longo do tempo.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EF	9,46	10,26	10,77	10,36	10,82	11,07	10,74	10,86	10,60	10,43	10,11
NF	10,45	11,32	11,68	11,17	11,78	11,89	11,85	11,98	11,86	11,69	11,56
		$\Delta 1$	$\Delta 2$	$\Delta 3$	$\Delta 4$	$\Delta 5$	$\Delta 6$	$\Delta 7$	$\Delta 8$	$\Delta 9$	$\Delta 10$
EF	-	15,14	18,66	-17,26	18,77	14,69	-23,76	6,92	-6,76	-9,08	-5,75
NF	-	44,43	40,51	-52,82	42,88	7,86	11,89	22,43	-24,27	-10,84	-13,54

A tabela apresenta duas análises: a primeira consiste na mediana dos índices de investimento (ln de CAPEX) para todos os anos da amostra (2006-2016). A segunda aponta a variação anual da mediana dos investimentos em CAPEX (em R\$ milhões). EF significa empresa familiar e NF significa empresa não familiar.

Pode-se analisar que os investimentos das empresas familiares foram menores em todos os períodos da amostra do que os investimentos das empresas não familiares. Além disso, ambos os tipos de empresa apresentaram evoluções nos três primeiros anos da amostra, entretanto após o início da crise financeira global em 2008, os investimentos caíram em 2009 e voltaram a subir em 2010 e novamente apresentaram quedas severas após 2014. Esses resultados podem ser evidenciados pelo delta das medianas entre os anos da amostra (iniciando em 2007).

Graficamente (Figura 6) pode-se perceber essa situação de evolução no período de estabilidade econômica, queda após a Crise de 2008, retorno após a política desenvolvimentista aplicada pelo governo brasileiro entre 2009 e 2014 com queda acentuada após o estouro da crise fiscal no governo “Dilma II”.

Figura 5 – Investimentos em CAPEX ao longo dos anos (por grupo)

A figura 3 mostrou de forma gráfica a evolução dos investimentos e também dos desinvestimentos que ocorreram ao longo do período analisado. Entende-se que a primeira grande evolução entre 2006 e 2007 ocorreu pela situação favorável da economia. O crescimento se manteve em 2008 com uma inclinação menor, mas a percepção de queda da economia mundial afetou em demasia as empresas da amostra até 2009. Entretanto, as medidas econômicas de redução da taxa de juros e de grandes investimentos estatais junto as grandes empresas brasileiras retomaram os índices de investimento (Inoue, Lazzarini & Muscahio, 2012). Esses índices voltaram a cair após o declínio da economia brasileira, o que coincide com o choque de liquidez após 2014. Cabe ressaltar que no período mais grave da economia nacional, a queda da mediana dos investimentos das empresas familiares foi mais acentuada do que a das não familiares.⁵

⁵ Ao olhar a tabela com as medianas dos investimentos ao longo do tempo, bem como a variação nos valores investidos, faz sentido pensar que a queda nos investimentos em CAPEX foi maior para as empresas não familiares, entretanto, tanto a análise visual do gráfico quanto a análise das diferenças na Tabela 16 mostra que a queda é mais significativa nas empresas familiares.

Mas cabe o questionamento, o que leva as reduções de investimento das empresas durante um período de crise? Gan (2007) aponta que problemas como crises macroeconômicas são capazes de reduzir o estoque de capital disponível para as firmas, reduzindo assim as possibilidades de captação de financiamento externo para realização de grandes investimentos. Além disso, Benhabib, Liu e Wang (2015) consideram que crises no sistema financeiro tendem a resultar em um efeito de contágio ainda mais perverso sobre os demais setores da economia, pois além do choque de liquidez, a confiança dos investidores sofre impacto, o que tende a causar uma perda significativa de valor das empresas que por sua vez impacta diretamente na capacidade de captação de recursos para a realização de investimentos.

E após esta resposta, como uma crise econômica se traduz em menores investimentos das empresas familiares? Além do detalhamento gráfico exposto anteriormente, a Tabela 17 explora a diferença de média dos investimentos em CAPEX antes e depois das duas crises segmentando por empresas familiares e não familiares.

Os resultados mostram uma situação diferente do gráfico e das estatísticas descritivas. O período após a Crise de 2008 não teve impacto negativo sobre as decisões de investimento das firmas. Isso se deve ao fato de que as estratégias da Nova Matriz Econômica proporcionaram uma redução drástica das taxas de juros, bem como maior participação do capital estatal nas empresas para que elas reduzissem sua restrição de financiamento (Inoue, Lazzarini & Muscchio, 2012). Isso proporcionou que as empresas não diminuíssem a sua capacidade de investimento, entretanto resultou na crise fiscal após 2013, essa sim muito mais severa para a economia nacional (Gonçalves & Guimarães, 2015) e essa causou muito mais impacto nas empresas brasileiras. E nesse sentido, a queda dos investimentos nas empresas familiares foi muito mais significativa e isso tem relação com proposições como as de Anderson e Reeb (2012), Chrisman e Patel (2012) e Lins et al. (2013). Para esses autores as empresas familiares tendem a utilizar menos os meios externos de financiamento e como choques de liquidez como o Brasil passou a sofrer após 2013, reduzem a possibilidade de utilizar financiamentos, as empresas familiares tem ainda mais dificuldades para a realização de investimentos vultosos.

Tabela 17 – Diferenças de investimentos em CAPEX antes e depois das crises

	Pré-Crise de 2008	Pós-Crise de 2008	Diff	Pré-Crise de 2013	Pós-Crise de 2013	Diff
Amostra	10,17 [512]	10,78 [512]	0,61*** [1.024]	11,08 [762]	10,89 [702]	-0,18* [1.464]
EF	9,79 [281]	10,43 [289]	0,63*** [570]	10,68 [429]	10,42 [404]	-0,27** [833]
NF	10,63 [216]	11,26 [207]	0,62*** [423]	11,63 [315]	11,66 [290]	0,03 [605]

Para o cálculo das médias pré-crise e pós-crise foram calculados primeiramente o valor médio dos investimentos de cada empresa da amostra. Após isso foi feito o cálculo da média de todos esses valores e se eles apresentavam diferenças nos períodos pré e pós-crise. O processo foi feito primeiramente para a crise de 2008, em que foram selecionados como período pré-crise os anos de 2006 e 2007 e como períodos pós-crise os anos de 2009 e 2010. O segundo processo foi feito para o declínio econômico a partir de 2013, em que os períodos pré-crise são os de 2010, 2011 e 2012 e para os períodos pós-crise são os anos de 2014, 2015 e 2016. Os testes foram feitos com estatísticas para amostras não balanceadas.

Diante dos itens expostos entende-se que a hipótese nula (H_0) da Proposição 4 deve ser rejeitada, ou seja, existe diferença entre os investimentos em CAPEX das empresas familiares e não familiares após períodos de crise. Já a hipótese H_1 da Proposição 4 encontrou fundamentação nos resultados apresentados, ou seja, além de existir diferença estatisticamente significativa, os índices de investimento das empresas familiares sofrem ainda mais danos após períodos de crise. Cabe ressaltar que o período após a Crise de 2008 sofreu uma influência exógena, mas sem essa influência o resultado das empresas familiares seguiu as proposições teóricas.

4.2.4 Proposição 4 - Impacto da crise no investimento em capital de giro

Conforme exposto anteriormente, a amostra da pesquisa situa-se entre as datas de 2006-2016. Neste período da amostra o país enfrentou dois períodos de crise econômica. O primeiro refere-se ao período da Crise Financeira de 2008, crise que embora tenha tido escala global afetou de maneira diferente países desenvolvidos e países em desenvolvimento como o Brasil. Já o período após 2014 coincide com o declínio da economia brasileira, explosão da dívida, perda de graus de investimento e crise política. Diante disso, esse tópico possui a intenção de descrever como ocorreu a evolução dos investimentos em capital de giro ao longo dos anos da amostra. A Tabela 18 apresenta a primeira parte desta análise.

Tabela 18 – Situação dos investimentos em capital de giro ao longo do tempo.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EF	0.164	0.164	0.164	0.180	0.148	0.120	0.136	0.150	0.128	0.139	0.144
NF	0.08	0.081	0.146	0.125	0.095	0.009	0.103	0.09	0.064	0.064	0.08
		$\Delta 1$	$\Delta 2$	$\Delta 3$	$\Delta 4$	$\Delta 5$	$\Delta 6$	$\Delta 7$	$\Delta 8$	$\Delta 9$	$\Delta 10$
EF	-	27.96	-1.87	0.91	40.29	0.94	2.52	50.80	-9.65	-55.29	-1.55
NF	-	63.52	28.73	20.44	74.65	-51.13	53.84	-27.32	68.04	-87.85	13.14

A tabela apresenta duas análises: a primeira consiste na mediana dos índices de investimento (Capital de Giro/Ativos Totais) para todos os anos da amostra (2006-2016). A segunda aponta a variação anual da mediana dos valores de capital de giro (em R\$ milhões). EF significa empresa familiar e NF significa empresa não familiar. Os cálculos foram feitos excluindo outliers e observações influentes que prejudicavam a amostra. A regra convencionada foi que os índices deveriam estar entre -0,5 e 0,5.

Conforme a tabela anterior aponta os índices de capital de giro são maiores para empresas familiares. Entretanto, em valores absolutos (R\$ mi.) as empresas não familiares possuem volumes maiores de capital de giro. Deve-se ressaltar que ocorreram variações negativas na quantidade de capital de giro em períodos específicos da amostra. Essas variações ocorreram mais para as empresas familiares do que as empresas não familiares, embora os índices de *Capital de Giro/Ativo Total* tenham permanecido acima de 12% em todos os anos da amostra. Já as empresas não familiares apresentaram índices de capital de giro que passaram de 10% em apenas três anos da amostra. Embora mesmo com variações negativas na quantidade de capital de giro (que pode ter sido causada pelo momento econômico do país), os índices das empresas familiares foram entre 5% e 8% maiores do que os das não familiares. Ou seja, a partir das estatísticas descritivas entende-se que a proposição 5, de que em momentos de crise as empresas familiares são mais conservadoras do que as empresas sem controle familiar, se mantém.

Tais situações podem ser corroboradas pela Figura 7 que apresenta como o comportamento do saldo de capital de giro das empresas se comportou ao longo dos anos da amostra.

Figura 6 – Saldo de capital de giro ao longo dos anos da amostra

Os índices deste gráfico seguem a mesma metodologia de cálculo e eliminação de outliers e observações influentes utilizados na Tabela 17, ou seja, o cálculo de AC-PC/AT, eliminando os valores que estivessem abaixo de -0,5 e acima de 0,5.

É possível perceber que as medianas dos índices de capital de giro tiveram seu pico em 2007 para as empresas familiares e em 2008 para as empresas não familiares. Esses índices tiveram uma grande queda nos períodos após 2009. Como o capital de giro é calculado a partir da subtração entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, torna-se interessante ressaltar que as variações no endividamento de curto prazo, proporcionados pelo momento de otimismo com a economia brasileira. Essa evolução do endividamento de curto prazo tem uma grande relação com bons índices em resultados anteriores, bem como melhoras do contexto econômico e como esses dois itens são correlacionados, o endividamento tende a aumentar (Heaton, 2002; Graham et al. 2005).

Mesmo as empresas familiares que possuem um comportamento orientado para o longo prazo apresentaram um comportamento de declínio dos índices de capital de giro nos períodos de crescimento econômico. A maior participação do Estado na economia via fundos de pensão e via bancos estatais (sobretudo o BNDES) visava o maior investimento em infraestrutura, pesquisa e desenvolvimento e em máquinas e equipamentos. Isso se deve ao ideário utilizado na criação dos bancos de desenvolvimento que visam a manutenção e o fortalecimento de empresas industriais, que segundo teorias desenvolvimentistas são as verdadeiras indutoras do desenvolvimento. Como exemplo, tem-se que a participação dos créditos do BNDES no PIB evoluiu de 5% em 2000 para mais de 10% em 2013 – anos anteriores ao declínio da economia brasileira (Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2015).

Entretanto, esse contexto de alto crédito brasileiro levou a problemas que provocaram restrições de financiamento após 2013 e isso prejudicou ainda mais os índices de capital de giro das empresas da amostra. Como as empresas familiares são mais conservadoras do que as demais, mesmo diante deste contexto de pensar na alocação de recursos para grandes investimentos em detrimento de recursos em capital de giro, estas mantiveram índices que podem ser considerados muito maiores do que os das não familiares (0,14 das EF contra 0,08 das NF em 2016).

Para efeito de comparação dos períodos antes e depois das duas crises que o país passou, a Tabela 19 apresenta os índices pré e pós-crises de 2008 e 2013.

Tabela 19 – Diferenças de índices de capital de giro antes e depois das crises

	Pré-Crise de 2008	Pós-Crise de 2008	Diff	Pré-Crise de 2013	Pós-Crise de 2013	Diff
Amostra	0,1266 [444]	0,1346 [501]	0,0079 [945]	0,1236 [762]	0,1075 [682]	-0,0160** [1.444]
EF	0,1587 [245]	0,1485 [283]	-0,0102 [528]	0,1414 [430]	0,1276 [392]	-0,0137 [822]
NF	0,0848 [196]	0,1166 [218]	0,0317** [414]	0,1006 [332]	0,0803 [290]	-0,0203* [622]

Para o cálculo das médias pré-crise e pós-crise foram calculados primeiramente o valor médio dos índices de cada empresa da amostra (respeitando a eliminação de outliers e observações influentes descritas anteriormente). Após isso foi feito o cálculo da média de todos esses valores e se eles apresentavam diferenças nos períodos pré e pós-crise. O processo foi feito primeiramente para a crise de 2008, em que foram selecionados como período pré-crise os anos de 2006 e 2007 e como períodos pós-crise os anos de 2009 e 2010. O segundo processo foi feito para o declínio econômico a partir de 2013, em que os períodos pré-crise são os de 2010, 2011 e 2012 e para os períodos pós-crise são os anos de 2014, 2015 e 2016. Os testes foram feitos com estatísticas para amostras não balanceadas.

**95% de confiança; *90% de confiança.

Diferentemente dos testes para os investimentos em CAPEX em que as médias antes e após as crises apresentaram diferenças significativas, apenas três resultados mostraram diferenças significativas para os valores dos índices de investimento. Para a amostra geral, somente a Crise de 2013 proporcionou diferenças nos investimentos. Em relação às empresas familiares não ocorreram diferenças significantes nos períodos de crise, embora após as crises os índices de capital de giro tenham sido prejudicados. Por fim, os índices das empresas não familiares apresentaram diferenças significativas nos dois períodos de crise. No primeiro período, as empresas não familiares alcançaram diferenças positivas, o que se complementa com as políticas desenvolvimentistas do governo federal e que possibilitaram melhorias nos índices. Entretanto, quando a crise

econômica teve início após 2013 os índices das empresas não familiares foram mais prejudicados do que os das empresas familiares.

Recorrendo a literatura sobre empresas familiares entende-se que os modelos de investimento das empresas familiares tem como base o conservadorismo. Diante disso, mesmo que as empresas familiares possam ser afetadas por itens exógenos e passem a ter restrições financeiras, os índices de capital de giro devem se manter, pois são importantes para a segurança da empresa. E os investimentos em capital de giro são considerados menos arriscados que os investimentos em P&D e menos vultosos que os investimentos em CAPEX. Portanto, empresas familiares que são comumente mais restritas e tem comportamento avesso ao risco mantêm um modelo monotônico de investimento em capital de giro, já que o mesmo é orientado está em linha com a orientação de segurança e não exigem níveis de endividamento muito elevados (Anderson & Reeb, 2012; Chrisman & Patel, 2012; Hoopes & Miller, 2006).

Diante dos itens expostos entende-se que a hipótese nula (H_0) da Proposição 5 deve ser rejeitada, ou seja, existe diferença entre os investimentos em CAPEX das empresas familiares e não familiares após períodos de crise. Em relação a Hipótese 1 ela é corroborada parcialmente pelos dados, ou seja, os impactos das crises é maior nos índices de capital de giro das empresas não familiares somente após o declínio econômico de 2013 enquanto após a Crise de 2008, os investimentos tiveram impacto positivo. Isso se deve ao papel do Estado na economia após 2008 em que o governo tentou reduzir as restrições financeiras utilizando os fundos públicos de pensão e os grandes bancos estatais de desenvolvimento.

4.3 Qual o impacto da heterogeneidade no comportamento de investimentos das empresas familiares?

Esta seção visa discutir os impactos da heterogeneidade das empresas familiares sobre as decisões de investimento. A justificativa para esta seção está baseada na quantidade de tipologias que podem definir uma empresa familiar. O grau de discordância está relacionado à forma como as pesquisas definem empresas familiares, tanto teoricamente quanto em relação à forma operacional (Chua et al., 1999; Stewart & Hitt, 2012). Essas tipologias diferentes para as chamadas empresas familiares resultam em diferenças mais severas entre decisões, resultados e desempenho dentro do grupo

das próprias empresas familiares do que na comparação com empresas não familiares (Bennedsen et al., 2007; Chua et al., 2012).

A pesquisa separou classificou oito tipos diferentes de empresas familiares em relação à gestão e ao controle. Esses tipos estão demonstrados no Quadro 1 da metodologia. Para as análises dessa seção, a variável utilizada no primeiro grupo de análises não será utilizada. As variáveis estão separadas em três grupos de acordo com o grau de controle que estes podem exercer sobre a empresa. Esses grupos, conforme descrito na literatura, foram montados para testar 7 combinações diferentes de empresas familiares e como cada um dos tipos gera impacto nas decisões de investimento. Diante disso, os próximos tópicos versam sobre as seguintes proposições: diferenças de investimentos entre os tipos de empresas familiares; impactos das formas mais complexas de empresas familiares; impactos das restrições de acesso ao capital externo nas; e sensibilidade ao fluxo de caixa das empresas familiares.

4.3.1 Proposição 5 - Tipos de empresas familiares e decisões de investimento

A primeira etapa consiste em analisar as diferenças entre investimentos em CAPEX e capital de giro para cada um dos tipos de empresas familiares ao longo do tempo. Conforme descrito na metodologia, os tipos de empresa foram classificados em três grupos:

- a) Grupo 1: empresas familiares com controle acionário e assentos no conselho (FAM1); empresas familiares com controle acionário e cargos de TMT (FAM2); empresas familiares com controle acionário somados a assentos no conselho e cargos de TMT (FAM3).
- b) Grupo 2: empresas familiares com controle acionário e presidência do conselho (FAM4); empresas familiares com controle acionário e CEO familiar (FAM5).
- c) Grupo 3: empresas familiares com controle acionário e presidência do conselho somados a familiares nos cargos de TMT (FAM6); empresas familiares com controle acionário, presidência do conselho e CEO familiar.

A partir dessa explanação sobre os três grupos torna-se importante a demonstração da mediana dos investimentos em CAPEX de todos os tipos de empresas familiares ao longo do tempo.

Tabela 20 – Investimentos em CAPEX de cada tipo de empresa familiar ao longo do tempo
Mediana dos Investimentos em CAPEX (ln)

Tipo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FAM1	9,46	10,31	10,85	10,38	10,97	11,08	11,03	10,90	10,66	10,58	10,13
FAM2	8,89	9,73	10,50	10,03	10,53	10,58	10,54	10,45	10,35	10,17	9,60
FAM3	8,91	9,79	10,50	10,10	10,56	10,61	10,46	10,55	10,35	10,17	9,60
FAM4	9,47	10,36	10,87	10,43	10,84	11,07	10,85	10,90	10,67	10,44	10,12
FAM5	8,91	9,79	10,44	9,96	10,53	10,43	10,32	10,38	10,27	10,09	9,49
FAM6	9,34	9,89	10,60	10,17	10,58	10,58	10,45	10,67	10,41	10,18	9,62
FAM7	9,25	9,85	10,50	10,13	10,53	10,32	10,29	10,54	10,31	10,20	9,49

Os valores da tabela referem-se às medianas calculadas para cada tipo de empresa familiar ao longo de todos os anos da amostra.

A partir dessa descrição dos dados pode-se perceber que existe uma grande variabilidade entre os investimentos em CAPEX das empresas familiares. Embora em alguns anos os valores de alguns tipos estivessem próximos, na maioria dos anos da amostra, os resultados foram muito diferentes. Esses resultados estão em linha com as afirmações teóricas expostas por Chrisman et al. (2012), Klein, Astrachan, & Smyrnios (2005), Stewart e Hitt (2012) sobre como o comportamento das empresas familiares pode afetar o comportamento estratégico e financeiro das empresas. As diferentes tipologias de empresas familiares são carregadas de diferenças nos valores, na cultura e no papel exercido pela família e isso torna o fato de modelos diferentes de estrutura de propriedade e governança causarem resultados discrepantes dentro de um mesmo grupo, o qual são as empresas familiares. Por fim, deve-se ressaltar que esse comportamento variante entre os diferentes tipos de empresas familiares, de acordo com o grau de controle exercido pela família, pode resultar finalmente em diferenças no valor da empresa e nos resultados que a empresa alcança ao longo do tempo.

Para corroborar esta análise, a Tabela 21 explora o Teste T para cada empresa comparando as empresas que pertencem a cada grupo com as que não pertencem. Esse teste funciona para mostrar estatisticamente as diferenças entre os investimentos realizados pelos grupos de empresas que foram estabelecidos pela metodologia.

Tabela 21 – Diferenças estatísticas dos investimentos em CAPEX entre os tipos de empresas familiares

Pertencente ao Tipo 1	Não Pertencente ao Tipo 1	Teste T
10,521 (n = 1.512)	10,995 (n = 99)	1,7582*

Pertencente ao Tipo 2	Não Pertencente ao Tipo 2	Teste T
10,017 (n = 1.014)	11,435 (n = 586)	10,8461*
Pertencente ao Tipo 3	Não Pertencente ao Tipo 3	Teste T
10,045 (n = 1.010)	11,398 (n = 601)	10,4103*
Pertencente ao Tipo 4	Não Pertencente ao Tipo 4	Teste T
10,541 (n = 1.363)	10,598 (n = 248)	0,3198
Pertencente ao Tipo 5	Não Pertencente ao Tipo 5	Teste T
9,993 (n = 936)	11,322 (n = 675)	10,4361*
Pertencente ao Tipo 6	Não Pertencente ao Tipo 6	Teste T
10,115 (n = 924)	11,134 (n = 687)	7,9097*
Pertencente ao Tipo 7	Não Pertencente ao Tipo 7	Teste T
10,023 (n = 843)	11,128 (n = 768)	8,7051*

Conforme apresentado na seção metodológica, após a exclusão das empresas não familiares, as tipologias não são excludentes, ou seja, uma mesma empresa pode estar em mais de uma classificação, entretanto isso não ocorre em todos os casos. Como exemplo tem-se que Tipo 7 $\in$ Tipo 1, mas Tipo 1 $\notin$ Tipo 7. Devido a isso, o “n” em alguns casos foi muito baixo como o observações que não pertencem ao Tipo 1.

* significância de 0,05.

Os resultados corroboram as estatísticas descritivas dos investimentos em CAPEX. As observações que pertencem a um determinado grupo são diferentes das que não pertencem. Feitas as ressalvas metodológicas que a construção da variável faz com que alguns grupos estejam contidos em outros. Isso se deve porque algumas construções da variável família (para efeitos de teste da heterogeneidade) são consideradas mais amplas, tais como as do Grupo 1, em que apenas a propriedade familiar somadas a presença de membros da família em assentos no conselho ou nos cargos de TMT basta, não sendo necessária a ocupação de cargos como presidência do conselho ou presidência da empresa. Como elemento complementar a esses detalhes, tem-se que o número de observações “n” foi muito maior quando as variáveis selecionadas eram aquelas formatadas de forma ampla.

Essas diferenças em relação ao comportamento de investimento em CAPEX tem uma relação com o poder exercido pelas famílias em cada tipo de empresa. Uma família que possui um papel representativo no Conselho de Administração e nos altos cargos da Administração podem ter formas de gerenciar muito diferentes daquelas em que a família participa pouco, possuindo apenas a propriedade da empresa e deixando os

cargos de presidência do conselho e da empresa para outros agentes. Segundo Chrisman e Patel (2012) uma empresa familiar pode passar ao longo do tempo por um processo de adequação ao mercado ou uma chamada aproximação das práticas feitas por empresas não familiares. Isso passa pela escolha de agentes externos a empresa para cargos-chave da mesma, tal como a escolha por um gestor externo (Breton-Miller & Miller, 2008; Hoopes & Miller, 2006). Por fim, estes itens também estão em linha com o primeiro item da escala F-PEC (Poder) de Astrachan et al. (2002), pois este item menciona que diferenças na estrutura de propriedade, na governança (Conselho de Administração) e na gestão (número de gestores familiares) impacta na forma de atuação da empresa.

Como a proposição seis consiste em tipos de investimentos, o investimento em CAPEX é um deles. Para esse tipo de investimento, a hipótese da variabilidade de investimentos entre as empresas familiares foi consistente e estatisticamente significativa. O único tipo que não apresentou significância estatística entre as observações pertencentes e não pertencentes foi o Tipo 4. As demais empresas apresentaram diferenças significantes com robustez muito satisfatória.

Já a próxima análise ainda dentro deste tópico consiste na análise dos dados sobre o investimento em capital de giro dos diferentes tipos de empresas familiares. A segmentação consiste no mesmo modelo adotado para a explicação dos investimentos em CAPEX, ou seja, a próxima tabela (Tabela 22) a ser apresentada mostra a mediana dos investimentos em capital de giro ao longo do tempo. Após essa apresentação, também será feito o Teste T em relação às empresas que pertencem e não pertencem aos tipos especificados pela metodologia.

Tabela 22 – Saldo de capital de giro de cada tipo de empresa familiar ao longo do tempo
Mediana dos Índices de Capital de Giro

Tipo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FAM1	0,16	0,15	0,16	0,15	0,16	0,12	0,13	0,13	0,12	0,13	0,14
FAM2	0,17	0,18	0,19	0,20	0,17	0,18	0,14	0,17	0,14	0,17	0,14
FAM3	0,17	0,18	0,19	0,21	0,17	0,17	0,15	0,18	0,17	0,19	0,15
FAM4	0,16	0,15	0,16	0,17	0,16	0,13	0,13	0,15	0,13	0,14	0,15
FAM5	0,18	0,18	0,18	0,20	0,17	0,19	0,15	0,18	0,18	0,19	0,16
FAM6	0,16	0,18	0,19	0,21	0,18	0,19	0,15	0,18	0,17	0,19	0,16
FAM7	0,17	0,17	0,17	0,20	0,17	0,20	0,16	0,18	0,19	0,19	0,16

Os valores da tabela referem-se às medianas calculadas para cada tipo de empresa familiar ao longo de todos os anos da amostra.

Diferentemente dos índices apresentados para o investimento em CAPEX, o capital de giro dos diferentes tipos de empresa não apresentou muita variação nos diferentes tipos. Existe uma tendência de alocação de recursos superior a 0,10 em todos os tipos e em todos os períodos. Entende-se que as empresas familiares tenham maior interesse em investir em capital de giro do que as empresas não familiares (conforme explicado pela seção 4.2.2). E mesmo quando são classificadas de forma diferente, a tendência (e o interesse) em investir consideravelmente em capital de giro se mantém. Essa explicação sobre a similaridade dos índices de capital de giro recai sobre a importância da manutenção de capital de giro para empresas com menor capacidade de financiamento externo e situadas em mercados menos desenvolvidos (Baños-Caballero et al., 2014; Chen & Kieschnick, 2017),

As estatísticas descritivas, embora úteis, não são capazes de mostrar se essa pequena diferença apontada pelas medianas dos índices das empresas se torna significativa quando os grupos são comparados em um teste de média. Nesse sentido, a Tabela 23 apresenta o Teste T que compara os grupos pertencentes a uma determinada tipologia vis-à-vis outros grupos que não pertencem.

Tabela 23 – Diferenças estatísticas dos índices de capital de giro entre os tipos de empresas familiares

Pertencente ao Tipo 1	Não Pertencente ao Tipo 1	Teste T
0,1386 (n = 1.533)	0,0807 (n = 98)	2,8968*
Pertencente ao Tipo 2	Não Pertencente ao Tipo 2	Teste T
0,1390 (n = 1.391)	0,1123 (n = 240)	1,9934*
Pertencente ao Tipo 3	Não Pertencente ao Tipo 3	Teste T
0,1553 (n = 1.031)	0,1004 (n = 600)	5,6102*
Pertencente ao Tipo 4	Não Pertencente ao Tipo 4	Teste T
0,1390 (n = 1.391)	0,1123 (n = 240)	1,9934*
Pertencente ao Tipo 5	Não Pertencente ao Tipo 5	Teste T
0,1592 (n = 936)	0,1027 (n = 695)	5,9250*
Pertencente ao Tipo 6	Não Pertencente ao Tipo 6	Teste T
0,1537 (n = 952)	0,1090 (n = 679)	4,6606*
Pertencente ao Tipo 7	Não Pertencente ao Tipo 7	Teste T

0,1545 (n = 855)	0,1142 (n = 775)	4,2512*
---------------------	---------------------	---------

Conforme apresentado na seção metodológica, após a exclusão das empresas não familiares, as tipologias não são excludentes, ou seja, uma mesma empresa pode estar em mais de uma classificação, entretanto isso não ocorre em todos os casos. Como exemplo tem-se que Tipo 7 $\in$ Tipo 1, mas Tipo 1 $\notin$ Tipo 7. Devido a isso, o “n” em alguns casos foi muito baixo como o observações que não pertencem ao Tipo 1.

* significância de 0,05.

Embora a Tabela 23 não tenha mostrando grandes diferenças entre as medianas dos índices de capital de giro, os resultados da última tabela corroboram as proposições de diferenças entre os investimentos de cada grupo de empresas familiares. Isso quer dizer que ao comparar individualmente cada grupo com as empresas que não pertencem ao mesmo encontra-se que as diferenças são estatisticamente significantes. Ainda para o teste de média, os grupos familiares que apresentaram maior média para os índices de capital de giro foram os que grupos familiares 5, 6 e 7, que são considerados os grupos familiares com participação maior dos membros da família em que a família possui tanto o controle acionário quanto o cargo de CEO (FAM5 e FAM7) e presidência do conselho (FAM6 e FAM7).

O único caso dos grupos que são considerados de menor participação familiar é o grupo 3 (FAM3) que apresentou um índice de 0,1553 que é próximo ao dos outros grupos. Isso pode ser explicado pelo fato de que as empresas do Grupo 3 são aquelas em que existe a participação da família tanto em assentos no conselho quanto na diretoria da empresa. Isso quer dizer que a associação entre o número de membros da família que estão em cargos de decisão também podem influenciar o papel dos tomadores de decisão não familiar. Essa afirmação tem grande relação com as questões culturais das famílias. A escala F-PEC apresenta que uma das questões mais importantes é o Poder que os membros da família podem exercer sobre a gestão da empresa. Entretanto, segundo Astrachan et al. (2002) existe uma grande relação entre poder e cultura familiar. Berrone et al. (2012) e Cennamo et al. (2012) apontam que a riqueza socioemocional tende a aumentar conforme a participação da família aumenta nos cargos influentes, mesmo que eles não sejam propriamente os principais tomadores de decisão. Outra fonte de informação refere-se ao papel muito importante que a cultura familiar exerce sobre o processo decisório na etapa da maturidade de grandes empresas brasileiras (Frezatti et al., 2017).

Diante destas afirmações e conforme o que já havia sido apresentado na proposição 2 (que versava sobre o impacto da presença familiar nos índices de capital de giro), os grupos familiares apresentaram grande diversidade no que tange aos índices

de capital de giro. Percebe-se que empresas familiares ajustam mais seus ativos e passivos para que obtenham maiores índices deste tipo de recurso e possam passar com menores dificuldades em períodos de crises econômicas ou choques de liquidez.

Para corroborar essas afirmações sobre CAPEX e Capital de Giro, a Tabela 24 apresenta como ocorre a correlação dos números de membros da família nos cargos de TMT e no conselho de administração com os valores investidos em CAPEX e capital de giro. Os resultados dessa tabela apresentaram que existe significância estatística para todos os índices com relação ao número de membros da família em cargos importantes. Além disso, a magnitude do sinal está em linha com as proposições em que a participação familiar está correlacionada negativamente com os investimentos em CAPEX e positivamente com os índices de capital de giro. Especificamente para o número de familiares nos cargos de TMT, o grau de correlação é de -0,3215 para investimentos em CAPEX e de 0,1339 para o saldo de capital de giro. Para o número de familiares no conselho de administração, o grau de correlação é de -0,2619 para investimentos em CAPEX e de 0,0993 para o saldo de capital de giro.

Tabela 24 – Correlação entre participação da família e investimentos

	% Familiar - TMT	% Familiar - Conselho	Investimento em CAPEX	Índices de capital de giro
% Família - TMT	1,0000*			
% Familiar – Conselho	0,6534*	1,0000*		
Investimento em CAPEX	-0,3215*	-0,2619*	1,0000*	
Índices de capital de giro	0,1339*	0,0993*	-0,0473*	1,0000*

As variáveis podem ser assim explicadas: % Familiar – TMT apresenta o *número de membros da família/número total de membros*; % Familiar – Conselho apresenta o *número de membros da família/número total de membros*; Investimento em CAPEX apresenta o *ln Capex*; Saldo de capital de giro apresenta o *Capital de Giro/Ativo Total*.

*Significância de 0,05.

Por fim pode-se dizer que para a Proposição 6, a hipótese H_0 deve ser rejeitada, ou seja, existe variabilidade no comportamento de investimento das empresas familiares de acordo com a tipologia adotada. Diante disso, a hipótese H_1 de que existe variabilidade no comportamento (diferenças significantes) entre o investimento das empresas familiares é a que mais se ajusta ao modelo teórico. Fato este que corrobora literaturas

como Chrisman e Patel (2012), Chua et al. (2012) e Sharma e Nordqvist (2007) sobre como diferenças na gestão e na governança corporativa provocam diferenças no valor e nos processos decisórios das empresas, o que reflete tanto na quantidade de capital disponível para investimentos como na forma de alocação desses recursos.

4.3.2 Proposição 7 - Impactos das diferentes empresas familiares nas decisões de investimento em CAPEX

Este tópico consiste em uma ampliação das análises univariadas feitas no tópico anterior. Enquanto a Proposição 6 buscava entender se existia variabilidade entre os tipos diferentes de empresas com relação aos investimentos, a Proposição 7 possui o interesse em demonstrar se o impacto das tipologias mais robustas é maior do que o de tipologias mais amplas. A fundamentação dessa ideia está baseada em teorias que apontam que perfis mais complexos de empresas familiares (empresas familiares com membros na presidência do conselho e no cargo de CEO) tem mais poder de decisão para emplacar os objetivos da família no comando da empresa. Isso resulta em um alinhamento ainda mais forte das pressuposições de aversão ao risco e de riqueza sócio emocional para investimentos em CAPEX e Capital de Giro (Chrisman & Patel, 2012; Chrisman et al., 2010; Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011).

Assim sendo, a Proposição 7 pode ser dividida em duas situações diferentes. A primeira delas refere-se aos impactos negativos para os investimentos em CAPEX e a segunda refere-se aos impactos positivos para os índices de capital de giro. Essas situações estão baseadas em questões como aversão ao risco e busca pela perpetuidade (Chrisman, Steier, & Chua, 2010) e impactam que os investimentos em CAPEX (que são mais dispendiosos) sejam menores nas empresas familiares e os investimentos em capital de giro (que são considerados amortecedores em períodos de crise) sejam maiores.

A partir dessas descrições, a Tabela 25 apresenta as regressões propostas na metodologia para cada tipo de empresa familiar e como ocorrem os impactos. Esta tabela apresenta as sete regressões múltiplas considerando todos os tipos de empresas familiares delineados na metodologia e descritos brevemente na seção anterior.

Os resultados estão em linha com a descrição da proposição teórica para os investimentos em CAPEX. Os investimentos dos diferentes tipos de empresas familiares apresentou a mesma tendência de impacto negativo encontrada quando a pesquisa

utilizou a definição usual de empresas familiares (Tabela 5). Na equação utilizando a definição tradicional (que considera a existência da propriedade somada a presença no conselho e/ou na gestão), o resultado apresentado foi $\beta = -0,215$, ou seja, empresas familiares na definição tradicional investem 21,5% menos em CAPEX do que empresas não familiares. Já quando comparamos as definições que caracterizam fontes de heterogeneidade (Chua et al., 1999), os resultados demonstram grandes diferenças.

Todas as segmentações do termo “empresa familiar” tiveram investimentos menores do que o modelo usual. Além disso, todos os modelos apresentaram resultados diferentes que variaram entre 22% (FAM4) até 33% (FAM5) menos que as demais empresas. Deve-se ressaltar que todas as regressões apresentaram um valor de R^2 superior a 0,70 e isso representa que todos os modelos tiveram um poder explicativo superior a 70%. Outro item importante consiste no fato de que em todos os modelos a variável de interesse apresentou significância estatística e apenas em dois modelos (Modelo 1 e Modelo 4) os resultados não tiveram significância com um $p.valor = 0,01$. Pode-se dizer portanto que não somente o poder explicativo do modelo é bom mas também a significância em um modelo robusto corrobora as explicações da Proposição 6.

O primeiro item a ser discutido e que foi apresentado no referencial teórico consiste em fontes de heterogeneidade que podem ser causados pela definição mecânica da variável (Sharma, 2004). Isso quer dizer que como uma empresa familiar pode ser definida de diversas formas, um pesquisador pode incorrer em vieses de seleção ao escolher um modelo em detrimento do outro. As demais diferenças não são derivadas apenas da construção da variável, mas do que ela representa em termos teóricos. Conforme exposto tanto na análise da proposição anterior quanto no referencial teórico, o poder oriundo da participação acionária e do controle familiar sobre o conselho e a gestão podem promover mudanças significativas nas decisões. E diante do fato de que empresas familiares possuem maiores graus de aversão ao risco e como o contexto institucional brasileiro comumente proporciona instabilidades, quanto maior o poder da família sobre as decisões da empresa, menor será a quantidade de recursos aportados em decisões muito arriscadas ou dispendiosas. Isso corrobora análises de Anderson e Reeb (2004), Anderson e Reeb (2012), Chrisman e Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2012).

Em termos mais específicos encontra-se que apenas o Tipo Familiar 1 e o Tipo Familiar 4 apresentaram $\beta > -0,30$, o que representa que empresas com controle acionário e dominância no conselho buscam um comportamento de realização de

investimentos mais próximo das empresas não familiares. Isso tem relação com o fato de que empresas familiares em que os gestores e os membros da alta cúpula diretiva não são familiares estão mais próximas do comportamento das empresas não familiares. Isso não significa algo bom ou ruim, mas que os modelos de investimento são menos afetados pela aversão ao risco e pela riqueza sócio emocional presente nas empresas familiares (Stewart & Hitt, 2012). Isso também tem relação com a situação dos conselhos de administração no Brasil que atuam em muitos casos como apenas ratificadores das decisões dos CEOs e dos membros dos cargos de TMT (Andrade, Salazar, Calegário e Silva, 2009; Guerra, 2017).

Tabela 25 - Heterogeneidade em empresas familiares e impacto em decisões de investimento

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (lnCAPEX)						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Constante	2,4191***	2,4034***	2,4088***	2,3899***	2,4201***	2,3793***	2,3938***
FAM 1	-0,2416**	-	-	-	-	-	-
FAM 2	-	-0,3097***	-	-	-	-	-
FAM 3	-	-	-0,3154***	-	-	-	-
FAM 4	-	-	-	-0,2191*	-	-	-
FAM 5	-	-	-	-	-0,3331***	-	-
FAM 6	-	-	-	-	-	-0,3007***	-
FAM 7	-	-	-	-	-	-	-0,3245***
Tamanho (ln AT)	1,1473***	1,1473***	1,1459***	1,1561***	1,1392***	1,1521***	1,1450***
Resultado Operacional (EBIT/AT)	1,0743***	1,1063***	1,1083***	1,0547***	1,1122***	1,0882***	1,0939***
Endividamento	0,2587	0,2369	0,2361	0,2257	0,2173	0,2010	0,1797
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,1890	0,1742	0,1737	0,1886	0,1716	0,1752	0,1728
Tangibilidade	0,7326	0,7483	0,7473	0,7356	0,7847*	0,7382	0,7715
Receitas (ln Receitas)	-0,0589	-0,0560	-0,0550	-0,0662	-0,0517*	-0,0588*	-0,0550
Idade	-0,0028*	-0,0030*	-0,0030*	-0,0027	-0,0030	-0,0029	-0,0029*
Fluxo de Caixa	0,0234	0,0341	0,0228	0,0244	0,0335	0,0236	0,0223
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7380	0,7411	0,7412	0,7377	0,7423	0,7407	0,7418
Observações	1.404	1.404	1.404	1.404	1.404	1.404	1.404

Todas as regressões foram analisadas utilizando modelos com efeitos fixos de setor e ano. Além disso, os modelos foram realizados com a utilização de erros robustos para a eliminação da heterocedasticidade. O número de observações foi igual para todos os anos, entretanto o painel não pode ser considerado balanceado. Ao utilizar diferentes formas de definição de empresas familiares, entende-se que os valores das variáveis de interesse (FAM1, FAM2... FAM7) podem ser comparados tanto com as empresas não familiares quanto com empresas familiares que não pertencem a essa classificação. Entretanto deve-se dizer que as definições vão da menos para a mais complexa, o que faz com que todos os tipos de empresas familiares da pesquisa estejam compreendidos em algum grupo (e em alguns casos mais de um).

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança

Após essas afirmações entende-se que as empresas familiares mais complexas podem balizar suas decisões com grande influência da riqueza socioemocional e da aversão ao risco. Isso pode ser percebido pelo fato de que empresas familiares com tipologias mais robustas (como os casos do Tipo 5, Tipo 6 e Tipo 7 mostram) apresentaram valores inferiores a $\beta = -0,30$ o que representa que as empresas familiares com essa tipologia investem 30% menos que as demais empresas. O ponto em comum entre esses três tipos é que a participação ativa dos membros da família na estrutura de propriedade e no conselho concomitantemente com a participação em cargos diretivos e/ou assumindo o papel de CEO. Esse papel exercido pelos familiares nos altos cargos diretivos faz com que os objetivos de maximização do valor da empresa concomitantemente com uma grande aversão ao risco faz com que as empresas familiares com maior grau de envolvimento tenham menores índices de investimento em ativos arriscados, tais como o CAPEX. Conforme descrito no item 4.2.1, a variável investimento em CAPEX tem impacto positivo causado pela variável família nos EUA, entretanto o contexto econômico brasileiro amplia o comportamento avesso ao risco e faz com que as empresas familiares brasileiras adotem posturas mais conservadoras em relação aos investimentos que são mais dispendiosos.

Nesse sentido, as empresas com maior participação da família em todos os espectros da gestão e da governança corporativa fazem com que o alinhamento dessas empresas seja ainda mais conservador. Isso ocorre porque as empresas familiares possuem, como um dos principais pilares, o ideal de perpetuidade e transmissão geracional e esses ideais aumentam de acordo com a participação dos familiares nas empresas (Carney et al., 2014; Stockmans, Lybaert, & Voordeckers, 2010; Zellweger, 2007). Segundo as referências utilizadas, o ideal de uma família direciona várias decisões estratégicas e financeiras e como os ideais mais comuns em uma empresa familiar consistem na busca pela perpetuidade e manutenção da empresa sob o controle da família, a aversão ao risco é um item complementar. Isso faz com que as empresas familiares tenham decisões balizadas pela autopreservação na maioria de suas ações (Anderson & Reeb, 2012; Chrisman & Patel, 2012). Portanto, a explicação teórica consiste no aumento da aversão ao risco conforme aumenta a participação da família na empresa.

Como ponto importante para finalizar o impacto isolado dos diferentes tipos de empresas familiares deve-se dizer que a diferença encontrada é um indicativo de que as

teorias sobre heterogeneidade se aplicam muito bem as decisões de investimento das empresas brasileiras.

Outro ponto importante consiste em analisar todos os tipos de empresas familiares em com uma interação com a idade, ou seja, pretende-se testar como cada empresa realiza seus investimentos em CAPEX ao longo do tempo.

A partir dos resultados encontrados na Tabela 26 percebe-se que essa interação somente foi significativa para os grupos com maior participação da família na gestão e no controle da empresa – caso dos Tipos 5, 6 e 7. A única exceção foi o Tipo 3 e isso pode ser entendido devido a participação de membros da família em assentos no conselho e em cargos de diretoria. É importante ressaltar que como o impacto da variável empresa familiar foi negativo em todos os casos, o impacto do investimento ao longo do tempo tende a ser positivo. Em termos metodológicos e teóricos, a partir de definições apresentadas por Chrisman e Patel (2012), entende-se que as variáveis se ajustam ao longo do tempo, o que quer dizer que as empresas familiares partem de investimentos menores e vão incrementando seus investimentos ao longo do tempo para que se mantenham em níveis competitivos.

Os impactos das variáveis de interação entre as empresas familiares e idade (significantes) resultou nos seguintes resultados:

- a) Para as empresas familiares do Tipo 3 os investimentos em CAPEX aumentam 0,32% a cada ano da empresa ($\beta = 0,0032$; $p - \text{valor} = 0,10$);
- b) Para as empresas familiares do Tipo 5 os investimentos em CAPEX aumentam 0,39% a cada ano da empresa ($\beta = 0,0039$; $p - \text{valor} = 0,05$);
- c) Para as empresas familiares do Tipo 6 os investimentos em CAPEX aumentam 0,47% a cada ano ($\beta = 0,0047$; $p - \text{valor} = 0,05$);

Para as empresas familiares do Tipo 7 os investimentos em CAPEX aumentam 0,57% a cada ano ($\beta = 0,0057$; $p - \text{valor} = 0,01$).

Tabela 26 - Heterogeneidade nas decisões de investimento ao longo do tempo.

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (lnCAPEX)						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Constante	2,4828***	2,4421***	2,4509***	2,4571***	2,4633***	2,4381***	2,4538***
FAM 1	-0,4271**	-	-	-	-	-	-
FAM 1 * IDADE	0,0041	-	-	-	-	-	-
FAM 2	-	-0,4646***	-	-	-	-	-
FAM 2 * IDADE	-	0,0030	-	-	-	-	-
FAM 3	-	-	-0,4822***	-	-	-	-
FAM 3 * IDADE	-	-	0,0032*	-	-	-	-
FAM 4	-	-	-	-0,4498**	-	-	-
FAM 4 * IDADE	-	-	-	0,0048	-	-	-
FAM 5	-	-	-	-	-0,5358***	-	-
FAM 5 * IDADE	-	-	-	-	0,0039**	-	-
FAM 6	-	-	-	-	-	-0,5477***	-
FAM 6 * IDADE	-	-	-	-	-	0,0047**	-
FAM 7	-	-	-	-	-	-	-0,6224***
FAM 7 * IDADE	-	-	-	-	-	-	0,0057***
Tamanho (ln AT)	1,1520***	1,1457***	1,1438***	1,1647***	1,1360***	1,1497***	1,1406***
Resultado Operacional (EBIT/AT)	1,0728***	1,1104***	1,1121***	1,0614**	1,1129***	1,1034***	1,1060***
Endividamento	0,2590	0,2387	0,2376	0,2432	0,2210	0,2241	0,2088
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,1970	0,1775	0,1771	0,1999	0,1755	0,1810	0,1793
Tangibilidade	0,7002	0,7387	0,7359	0,7079	0,7742*	0,7244	0,7579
Receitas (ln Receitas)	-0,0614	-0,0531	-0,0517	-0,0723	-0,0468	-0,0557	-0,0497
Idade	-0,0049**	-0,0039**	-0,0039**	-0,0050**	-0,0041**	-0,0042**	-0,0044**
Fluxo de Caixa	0,0288	0,0347	0,0258	0,0305	0,0341	0,0281	0,0274
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7376	0,7415	0,7417	0,7381	0,7431	0,7418	0,7436
Observações	1.404	1.404	1.404	1.404	1.404	1.404	1.404

As regressões foram analisadas utilizando modelos com efeitos fixos de setor e ano e com erros robustos para a eliminação da heterocedasticidade. O número de observações foi igual para todos os anos. Ao utilizar diferentes formas de definição de empresas familiares, entende-se que os valores das variáveis de interesse (FAM1, FAM2... FAM7) podem ser comparados tanto com as empresas não familiares quanto com empresas familiares que não pertencem a essa classificação. Entretanto deve-se dizer que as definições vão da menos para a mais complexa.

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança

As empresas do Tipo 3, conforme mencionado anteriormente, não estão nos modelos considerados mais robustos em relação a presença da família nos cargos de controle (Presidência do Conselho e Presidência da Empresa), entretanto possuem assentos e cargos nos dois segmentos. Isso explica porque o impacto é estatisticamente significativo, mesmo estando abaixo dos demais. Já nos modelos mais robustos, o impacto foi altamente significativo a cada aumento da idade da empresa, sendo que o modelo mais robusto (Tipo 7) em que os membros da família exercem os dois principais cargos de gestão e fiscalização. Esse grau de dominância sobre as empresas pode ser entendido como determinante para o aumento do valor dos investimentos ao longo do ciclo de vida da empresa.

Essa inclinação da curva é similar aos resultados encontrados por Chrisman e Patel (2012) em que os autores apontam que apesar da tendência de investimentos menores do que o das empresas não familiares, a presença de familiares em cargos-chave da organização pode aumentar os ideais de autopreservação, não apenas de uma forma que venha a reduzir os investimentos, mas aproveitando a consolidação e maturidade das empresas para consolidar a organização e fazer uma sucessão dentro da família. Entretanto, essa inclinação da curva a partir da idade ocorre também por conta da utilização da variável “Empresa Familiar” (FAM1, FAM2... FAM7) nos modelos, pois essas variáveis apresentam impacto negativo para as decisões de investimento e essas decisões de investimento são ajustadas ao modelo normal conforme a empresa aumenta sua idade. Outrossim, ao comparar os resultados destas regressões encontra-se que as empresas familiares mais robustas apresentam uma tendência positiva e estatisticamente significativa ao longo do tempo, diferentemente de quando o teste ocorre apenas com as formas menos robustas.

Teoricamente, esse ajuste que ocorre ao longo do tempo explica-se pela necessidade das empresas familiares manterem um nível de competitividade que possa proporcionar a sucessão e a perpetuidade das empresas. Entendendo que o aumento da idade proporciona aumento em recursos tangíveis, tais como tamanho, receitas, maior credibilidade junto a credores (Almeida & Campello, 2007), as empresas familiares se aproveitam dessa situação mais confortável para a realização de grandes investimentos.

Mas diante deste resultado que aponta que o nível do investimento das empresas familiares de diferentes tipos, sobretudo os tipos mais robustos, aumenta conforme a idade da empresa, qual o limite desses investimentos, ou seja, o ponto máximo? A resposta a essa questão está na Tabela 26 que apresenta o impacto da interação entre a

variável familiar com a idade e o impacto dessa relação elevada ao quadrado (função quadrática). Essa explicação é necessária para mostrar qual o ponto que maximiza (ou minimiza) os investimentos em uma curva.

A Tabela 27 também possui outras diferenças metodológicas, sendo a principal delas a retirada das variáveis específicas de família e foram deixadas apenas a variável de interação e a variável quadrática da interação. A retirada dessa variável ocorreu, pois ela prejudicou o poder explicativo dos sete modelos, assim como prejudicou a significância dessas variáveis.

Os resultados apontados pela tabela apontam que em todos os modelos ocorreu significância estatística para as duas variáveis de interesse, as quais são a interação entre empresa familiar e idade e a forma quadrática dessa interação.

Retirando a variável específica para a família do modelo, a qualidade permaneceu e as variáveis foram significantes. Mas, além disso, a variável de interação apresentou impacto negativo em todos os modelos, o que significa que ao retirar a variável que possui o impacto negativo (*FAMn*), a interação apresentou esse impacto. Neste ponto ocorre ainda mais concordância com Anderson e Reeb (2012), Chrisman e Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2013) em que nos primeiros anos as empresas familiares tendem a ter quedas de investimentos significativas, o que significa um elemento complicador já que o nível de investimentos das empresas familiares já tem um início menor do que o das não familiares. Portanto, a forma quadrática representa como o ajustamento das decisões de investimento em CAPEX das empresas familiares ocorre ao longo do tempo. Conforme descrito pelas abordagens teóricas sobre heterogeneidade, a idade é um item fundamental e explicativo da variância nas decisões estratégicas. Além das explicações sobre empresas familiares, as obras de Almeida e Campello (2007) e Campello e Giambona (2013) trazem explicações sobre como o impacto da maturidade pode diminuir as restrições de investimento e podem ser utilizadas como complemento as explicações sobre como a maturidade das empresas familiares impacta nos investimentos.

Tabela 27 - Função quadrática do investimento em relação à idade considerando a heterogeneidade.

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (lnCAPEX)						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Constante	2,4911***	2,4151***	2,4188***	2,4794***	2,4400***	2,4075***	2,4285***
FAM 1 * IDADE	-0,0122***	-	-	-	-	-	-
(FAM 1 * IDADE)^2	0,0001***	-	-	-	-	-	-
FAM 2 * IDADE	-	-0,0116***	-	-	-	-	-
(FAM 2 * IDADE)^2	-	0,0001***	-	-	-	-	-
FAM 3 * IDADE	-	-	-0,0117***	-	-	-	-
(FAM 3 * IDADE)^2	-	-	0,0001***	-	-	-	-
FAM 4 * IDADE	-	-	-	-0,0124***	-	-	-
(FAM 4 * IDADE)^2	-	-	-	0,0001***	-	-	-
FAM 5 * IDADE	-	-	-	-	-0,0132***	-	-
(FAM 5 * IDADE)^2	-	-	-	-	0,0001***	-	-
FAM 6 * IDADE	-	-	-	-	-	-0,0125***	-
(FAM 6 * IDADE)^2	-	-	-	-	-	0,0001***	-
FAM 7 * IDADE	-	-	-	-	-	-	-0,0143***
(FAM 7 * IDADE)^2	-	-	-	-	-	-	0,0001***
Tamanho (ln AT)	1,1377***	1,1473***	1,1465***	1,1437***	1,1388***	1,1503***	1,1421***
Resultado Operacional (EBIT/AT)	1,0854***	1,1006***	1,1013***	1,0726***	1,1015***	1,0916***	1,0926***
Endividamento	0,2146	0,2248	0,2247	0,1934	0,2124	0,2111	0,2024
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,1820	0,1732	0,1788	0,1829	0,1698	0,1751	0,1717
Tangibilidade	0,7372	0,7090	0,7079	0,7221	0,7500	0,6967	0,7379
Receitas (ln Receitas)	-0,0470	-0,0544	-0,0539	-0,0512	-0,0495	-0,0560	-0,0514
Idade	-0,0043**	-0,0036**	-0,0035**	-0,0044**	-0,0037**	-0,0038	-0,0039
Fluxo de Caixa	0,0274	0,0305	0,0273	0,0284	0,0293	0,0286	0,0269
Dummies de Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7411	0,7405	0,7406	0,7413	0,7417	0,7405	0,7419
Observações	1.391	1.391	1.391	1.391	1.391	1.391	1.391

As regressões foram analisadas utilizando modelos com efeitos fixos de setor e ano e com erros robustos para a eliminação da heterocedasticidade. O número de observações foi igual para todos os anos. Ao utilizar diferentes formas de definição de empresas familiares, entende-se que os valores das variáveis de interesse (FAM1, FAM2... FAM7) podem ser comparados tanto com as empresas não familiares quanto com empresas familiares que não pertencem a essa classificação. Deve-se dizer que as definições vão da menos para a mais complexa. Outro ponto importante é que para o melhor ajuste do modelo, as variáveis de interesse foram a variável de interação e a forma quadrática da variável de interação.

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança

Como complemento, deve-se ressaltar que o impacto da forma quadrática foi similar em todos os modelos. Consequentemente, faz-se necessário calcular o ponto de inflexão da curva de investimentos para cada uma das definições de empresas familiares utilizadas. Os pontos máximos de investimento (ou desinvestimento) para cada tipo de empresa familiar são aproximadamente: 51 anos (Tipo 1); 56 anos (Tipo2); 56 anos (Tipo 3); 49 anos (Tipo 4); 54 anos (Tipo 5); 52 anos (Tipo 6); e 51 anos (Tipo 7)⁶.

Sobre a idade das empresas algumas notas são importantes. A primeira refere-se ao fato de que mais de 30% das observações eram de empresas familiares com mais de 50 anos de idade. Já a segunda consiste no fato de que o ponto de inflexão das empresas familiares não mudou muito em relação à idade, sendo que a tipologia que apresentou o menor ponto de desinvestimento foi a Tipologia 4 com 49 anos e a que apresentou o maior ponto foi a Tipologia 3 com 56 anos. A terceira, e talvez mais importante, consiste no fato de que empresas com mais de 50 anos de idade podem estar passando por um processo de transição (sucessão) e o fato de permanecerem com grande influência da família na gestão e no controle está em linha com o ideal de perpetuidade, que em muitos casos pode ser maior do que o ideal de aversão ao risco. Portanto, entende-se que esse ponto de inflexão entre os 50 e 60 anos para uma retomada dos investimentos deriva, segundo Miller et al. (2011) e Schmid et al. (2015), de que fundadores de empresas familiares agem de maneira mais arriscada nos primórdios da organização, passam a reduzir seus investimentos após a estabilidade da empresa pela autopreservação e voltam a intensificar seus investimentos quando o ideal de perpetuidade passa a ser maior (fato que ocorre no período de transição).

Isto posto, a parte da proposição teórica que versa sobre o impacto negativo da maior participação familiar nas decisões de investimento em CAPEX se confirmou, ou seja, rejeita-se H_0 - hipótese que considerava o impacto nulo das tipologias mais robustas. As bases teóricas apontavam o sentido de que os investimentos em CAPEX nas empresas com maior participação seria inferior. Já em relação a variação ao longo do tempo, o impacto da interação entre a variável família com a idade apresentou poder preditivo em vários modelos (4 modelos quando a variável $FAMn$ estava presente e 7 modelos quando esta variável foi retirada). O impacto desta interação também está em linha com a abordagem teórica e reforça o comportamento de autopreservação das empresas familiares na maioria dos períodos de sua existência.

⁶ O cálculo do número de anos é dado pela seguinte fórmula: $|\beta_1 / (2 * \beta_2)|$ onde β_1 é a variável $FAMn * Idade$ e β_2 é a variável $(FAMn * Idade)^2$.

4.3.3 Proposição 8 - Impactos das diferentes empresas familiares nos índices de capital de giro

Ao iniciar a discussão sobre os impactos diretos de cada tipo de empresa familiar nos índices de capital de giro, deve-se resgatar que os resultados comparativos da Tabela 22 corroboraram as proposições de diferenças entre os investimentos de cada grupo de empresas familiares. As diferenças, além de estatisticamente significantes, apontaram que os grupos familiares descritos como mais robustos tiveram índices superiores para os índices de capital de giro. Essas implicações possuem grande suporte teórico na escala F-PEC a qual apresenta que uma das questões mais importantes é o “Poder” que os membros da família podem exercer sobre a gestão da empresa e este poder aumenta conforme os cargos (e também o número de familiares) ocupados pelos membros da família. Também é importante mostrar que essas diferenças para grupos mais robustos estão em linha com a riqueza sócio emocional, pois para Berrone et al. (2012) e Cennamo et al. (2012) a riqueza socioemocional tende a aumentar conforme a participação da família aumenta nos cargos influentes, mesmo que eles não sejam propriamente os principais tomadores de decisão.

Diante destas afirmações e conforme o que já havia sido apresentado na proposição 2 (que versava sobre o impacto da presença familiar nos índices de capital de giro) e proposição 6 (que versa sobre a heterogeneidade das empresas familiares), os grupos familiares apresentaram grande diversidade no que tange aos índices de capital de giro. Portanto, cabe compreender o impacto de cada uma das tipologias nos índices de capital de giro.

Esses impactos estão descritos na Tabela 28 com todos os modelos heterogêneos de gestão e controle. Entre os sete modelos de regressão apresentados, apenas dois não obtiveram significância estatística (*FAM5* e *FAM7*). Nos outros cinco modelos, um deles obteve significância estatística com α de 0,005 (*FAM4*) enquanto os demais apresentaram α de 0,10. Comparando com os modelos de investimento em CAPEX, os modelos perderam tanto poder de explicação (o R^2 foi menor em todos os modelos) como na significância das variáveis de interesse.

Em termos específicos, as variáveis de interesse (que mostraram significância estatística) apresentaram os seguintes coeficientes: $\beta = 0,0382$ (*FAM₁*); $\beta = 0,0359$ (*FAM₂*); $\beta = 0,0365$ (*FAM₃*); $\beta = 0,0389$ (*FAM₄*); e $\beta = 0,0346$ (*FAM₆*). Entende-se,

portanto, que as tipologias diferentes proporcionaram aproximadamente 0,03 pontos percentuais a mais em todos os casos significantes.

Como corolário, todas as variáveis (mesmo as que não apresentaram significância estatística) mantiveram coeficientes próximos e com a mesma magnitude. Esses valores são similares aos encontrados no modelo que testou porque grupos familiares impactam positivamente nas decisões de capital de giro. Tanto na Proposição 2 quanto na Proposição 6, os resultados corroboraram as teorias de aversão ao risco e autopreservação adotada pelas empresas familiares, já que o aumento dos índices de capital de giro pode proporcionar grande solidez e menor instabilidade para as empresas em momentos de choques de liquidez.

Esse alinhamento dos resultados dos testes estatísticos com as teorias sobre a escala F-PEC, autopreservação, e riqueza socioemocional de Klein, Astrachan e Smyrniotis (2005) e Newbert e Craig (2017) que apontam que quanto maior participação dos membros da família no controle e na gestão da empresa, maiores serão a autopreservação e a riqueza socioemocional, o que em tese deveria refletir em maiores índices de capital de giro. Os resultados de todos os modelos asseveram essa teoria, entretanto, a falta de significância estatística em dois dos modelos mais robustos (FAM_6 e FAM_7) dificultam essa comparação com a teoria e a aceitação da Proposição 8 em sua totalidade. Ou seja, colocando tanto as empresas que possuem necessidade de capital de giro quanto as empresas com bons índices de capital de giro, os resultados para a Proposição 8 não foram robustos em sua plenitude.

Diante dessa situação, o modelo foi reajustado excluindo as empresas que apresentavam necessidade de capital de giro (saldo de capital de giro $< 0,00$). Essa segmentação foi importante para comparar somente as empresas que não apresentavam necessidade de capital de giro, ou seja, aquelas que ajustam o seus ativos e passivos para que não tivessem esse problema. A explicação para a retirada dessas empresas consiste em testar mais uma forma de heterogeneidade, a das restrições financeiras. Entende-se que a necessidade de fundos internos pode gerar problemas posteriores de investimento e fazer com que as empresas tenham que recorrer a financiamentos externos (Almeida & Campello, 2007; Portal-Brasil, Zani & Silva, 2012), portanto para a continuidade da proposição é necessário comparar as tipologias das empresas familiares em situações em que não houve necessidade de capital de giro.

Tabela 28 - Heterogeneidade em empresas familiares e impacto em decisões de investimento

Variável	Variável dependente – Saldo de capital de giro						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Constante	0,0135	0,0241	0,0236	0,0152	0,0303	0,0273	0,0365
FAM 1	0,0382*	-	-	-	-	-	-
FAM 2	-	0,0359*	-	-	-	-	-
FAM 3	-	-	0,0365*	-	-	-	-
FAM 4	-	-	-	0,0389**	-	-	-
FAM 5	-	-	-	-	0,0284	-	-
FAM 6	-	-	-	-	-	0,0346*	-
FAM 7	-	-	-	-	-	-	0,0259
Tamanho (ln AT)	-0,0149	-0,0159	-0,0158	-0,0156	-0,0158	-0,0162	-0,0167
Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,2969***	0,2931***	0,2928***	0,3004***	0,2941***	0,2942***	0,2938***
Endividamento	0,0005	0,0004	0,0004	0,0005	0,0004	0,0004	0,0004
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,1322***	0,1333***	0,1334***	0,1317***	0,1323***	0,1328***	0,1316***
Tangibilidade	-0,2316***	-0,2337***	-0,2337***	-0,2326***	-0,2350***	-0,2329***	-0,2341***
Receitas (ln Receitas)	0,0303**	0,0306**	0,0305**	0,0310**	0,0305**	0,0309**	0,0310**
Idade	0,0001	0,000	0,000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Fluxo de Caixa	0,0077*	0,0059	0,0073	0,0076*	0,0060	0,0071	0,0070
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,2816	0,2921	0,2923	0,2848	0,2846	0,2898	0,2817
Observações	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442

Todas as regressões foram analisadas utilizando modelos com efeitos fixos de setor e ano. Os modelos foram realizados com a utilização de erros robustos para a eliminação da heterocedasticidade. Os modelos foram realizados excluindo outliers e observações influentes que prejudicavam a qualidade das regressões – tanto no R² quanto nas próprias variáveis de interesse. O número de observações foi igual para todos os anos, entretanto o painel não pode ser considerado balanceado. Ao utilizar diferentes formas de definição de empresas familiares, entende-se que os valores das variáveis de interesse (FAM1, FAM2... FAM7) podem ser comparados tanto com as empresas não familiares quanto com empresas familiares que não pertencem a essa classificação. Entretanto deve-se dizer que as definições vão da menos para a mais complexa, o que faz com que todos os tipos de empresas familiares da pesquisa estejam compreendidos em algum grupo (e em alguns casos mais de um).

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança

Os resultados da Tabela 28 apontam que ao se utilizar somente as empresas com índices positivos para o capital de giro (excluindo as empresas com necessidade de capital de giro), os resultados para as variáveis de interesses alcançaram resultados com maior poder explicativo, mesmo com o poder de explicação do modelo como um todo (R^2) se mantendo similar ao dos modelos anteriores e baixo poder de explicação. Deve-se dizer que as variáveis aumentaram tanto o grau de inclinação (β) quanto o p-valor, mas permaneceram em linha com a teoria e com os resultados anteriores para as regressões com vários tipos de empresas familiares e com a regressão no modelo básico. A única mudança significativa foi o fato de que todos os tipos de empresas familiares consideradas como robustas em termos de gestão e controle (FAM_5 , FAM_6 e FAM_7) apresentaram significância estatística, diferentemente do modelo apresentado na Tabela 27.

Ao apresentar os detalhes mais específicos, os resultados mostram que os maiores impactos encontrados foram os das seguintes tipologias: FAM_3 , FAM_7 e FAM_6 . Essas tipologias impactaram 0,0447, 0,0444 e 0,0443 pontos nos índices de investimento em capital de giro. As demais tipologias obtiveram impactos menores, embora significantes.

A proposição teórica visava comparar se as empresas familiares com um modelo mais robusto de controle e gestão teriam investimentos maiores em capital de giro do que as empresas não familiares e empresas classificadas em tipologias menos robustas. Os resultados, diferentemente dos modelos anteriores, denotam que quando comparamos apenas as empresas sem restrições de fundos internos, as empresas familiares mais robustas alcançam resultados melhores do que as demais e estatisticamente significantes. Essa situação está balizada pelas proposições de Anderson e Reeb (2012) e Chrisman e Patel (2012), as quais citam que quando as empresas familiares estão em boas condições financeiras, suas decisões de investimento são maiores do que as das não familiares.

Tabela 29 - Heterogeneidade em empresas familiares e impacto em decisões de investimento

Variável	Variável dependente – Saldo de capital de giro						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
Constante	0,3787***	0,3871***	0,3860***	0,3771***	0,3909***	0,3896***	0,3896***
FAM 1	0,0381**	-	-	-	-	-	-
FAM 2	-	0,0436***	-	-	-	-	-
FAM 3	-	-	0,0447***	-	-	-	-
FAM 4	-	-	-	0,0412***	-	-	-
FAM 5	-	-	-	-	0,0403***	-	-
FAM 6	-	-	-	-	-	0,0443***	-
FAM 7	-	-	-	-	-	-	0,0444***
Tamanho (ln AT)	-0,0385**	-0,0391*	-0,0389*	-0,0392*	-0,0386*	-0,0395*	-0,0395*
Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,0107	0,0065	0,0059	0,0198	0,0048	0,0097	0,0097
Endividamento	-0,0662	-0,0657	-0,0657	-0,0622	-0,0581	-0,0619	-0,0619
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,0561**	0,0575**	0,0576**	0,0565**	0,0577**	0,0575**	0,0575**
Tangibilidade	-0,2528***	-0,2594***	-0,2594***	-0,2557***	-0,2668***	-0,2598***	-0,2598***
Receitas (ln Receitas)	0,0305	0,0303	0,0301	0,0315	0,0299	0,0305	0,0306
Idade	0,0001	0,0002	0,0002	0,0001	0,0002	0,0002	0,0002
Fluxo de Caixa	0,0034**	0,0016	0,0035**	0,0036***	0,0018	0,0035**	0,0035**
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,2670	0,2826	0,2828	0,2727	0,2773	0,2815	0,2815
Observações	1.152	1.152	1.152	1.152	1.152	1.152	1.152

Todas as regressões foram analisadas utilizando modelos com efeitos fixos de setor e ano. Os modelos foram realizados com a utilização de erros robustos para a eliminação da heterocedasticidade. Os modelos foram realizados excluindo outliers e observações influentes que prejudicavam a qualidade das regressões – tanto no R² quanto nas próprias variáveis de interesse. O número de observações foi igual para todos os anos, entretanto o painel não pode ser considerado balanceado. Ao utilizar diferentes formas de definição de empresas familiares, entende-se que os valores das variáveis de interesse (FAM₁, FAM₂... FAM₇) podem ser comparados tanto com as empresas não familiares quanto com empresas familiares que não pertencem a essa classificação. Entretanto deve-se dizer que as definições vão da menos para a mais complexa, o que faz com que todos os tipos de empresas familiares da pesquisa estejam compreendidos em algum grupo (e em alguns casos mais de um).

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança

O nível de envolvimento dos membros da família claramente tem relação com o aumento de itens como riqueza socioemocional, poder e autopreservação. Mas além desses aumentos nos itens qualitativos, entende-se que empresas familiares possuem mais problemas com acesso a fundos externos pela desconfiança do mercado de capitais (Carney, 2005; Eddleston et al., 2010; Eric Gedajlovic & Carney, 2010) e para aliviar essa necessidade, o aumento dos incides de fundos internos são fundamentais.

Portanto, agrupando as seguintes concepções teóricas: empresas familiares em boas condições financeiras realizam maiores investimentos (Chrisman & Patel, 2012); empresas familiares podem ter menos acesso a fontes externas de recursos (Eric Gedajlovic & Carney, 2010); e senso de autopreservação e desejo pela perpetuidade das empresas familiares (Berrone et al., 2012). Explicando porque esses três itens fazem com que as empresas familiares invistam mais em capital de giro diante dos novos modelos estatísticos, sobretudo os modelos mais robustos:

- a) Situação favorável leva a mais investimentos e conseqüentemente a um ajuste nos ativos e passivos para que as empresas familiares apresentem índices superiores de capital de giro;
- b) Escassez de recursos externos leva a mais investimentos em capital de giro como forma de proteção e para evitar choques externos; e
- c) Como empresas familiares são consideradas mais avessas ao risco, o modelo preferencial de investimentos será para os aumentos em capital de giro em detrimento de outros investimentos.

Como a proposição buscava compreender se as empresas mais robustas atendiam as pressuposições de investirem mais em capital de giro, o primeiro modelo não foi suficiente para atender a mesma. Já o segundo modelo apresentou tanto significância quanto manteve o poder de explicação similar ao modelo anterior. Mas cabe ressaltar que ambos os modelos possuem aderência à teoria, pois empresas familiares buscam mais investimentos em tipos de investimentos considerados menos arriscados, empresas familiares mudam seu comportamento diante de uma situação favorável e possuem maiores probabilidades de terem restrições de fundos externos.

Por fim, pode-se citar que da mesma maneira que a análise da proposição 2 mostrou que empresas familiares ajustam mais seus ativos e passivos para que obtenham maiores índices de capital de giro, a análise da proposição 8 apresentou o mesmo caminho, embora as variáveis de interesse (modelos familiares mais robustos)

não apresentaram significância estatística. Já no modelo excluindo as empresas com necessidade de capital de giro, os modelos de empresas familiares mais robustos apresentaram significância estatística em linha com a proposição teórica. Dessa forma, não rejeita-se H_0 no modelo que considera as empresas com necessidade de capital de giro. E rejeita-se H_0 no modelo que exclui as empresas com necessidade de capital de giro. Portanto, a Proposição 8 foi aceita apenas parcialmente.

4.3.3 Proposição 9 - Variabilidade nos investimentos em CAPEX dos diferentes tipos de empresas familiares antes e após as crises

Este tópico versa sobre a Proposição 8 que apresenta que os vários tipos de empresas familiares reagem de forma diferente as crises econômicas. Essa proposição está relacionada ao contexto da Proposição 5, entretanto esta aponta que existem diferenças para as várias configurações que podem existir de empresas familiares. Diante disso, a análise do comportamento de investimentos dos sete tipos de empresas familiares, definidos pela metodologia, será feita tanto para os investimentos em CAPEX quanto para os índices de capital de giro.

Primeiramente torna-se importante analisar graficamente as curvas de investimento ao longo do tempo de todos os tipos de empresas familiares. Desta forma, o primeiro gráfico (Figura 8) apresenta as curvas de investimento em CAPEX de todos os tipos de empresas.

Ao analisar o gráfico pode-se perceber que para muitos grupos analisados a mediana dos investimentos seguiu uma tendência próxima tanto para os períodos anteriores às crises quanto para os períodos posteriores. Isso quer dizer que utilizando uma análise gráfica das medianas ocorreu proximidade entre todos os tipos de empresas familiares. As reduções nos níveis de investimento encontradas para todos os grupos corroboram as análises feitas para a Proposição 5 em que o investimento em CAPEX das empresas familiares tende a cair de forma mais severa do que o das não familiares. Isso pode ser percebido quando é feita a comparação entre os investimentos separados por tipologia e os investimentos da amostra geral. Essa diferença se deve ao comportamento avesso ao risco das empresas familiares e isto, conforme demonstrado pelo gráfico, independe da tipologia.

Figura 7 – Diferença de investimentos dentre as tipologias de empresas familiares

Portanto, a próxima análise em relação aos investimentos em períodos de crise consiste em testes de diferença para os períodos antes e após as crises. Esses testes estão apresentados na Tabela 30 com as características dos investimentos em CAPEX antes e depois da Crise de 2008 e do declínio econômico após 2013. A tabela apresenta que o comportamento dos investimentos entre os tipos de empresas familiares apresenta grande variabilidade.

Os resultados mostram que existem diferenças tanto no comportamento de investimento entre os tipos de empresas familiares quanto em relação ao momento econômico vivido pelas empresas. Entende-se que o investimento das empresas brasileiras foi afetado positivamente após 2008 por uma série de políticas adotadas pelo governo brasileiro, enquanto que o declínio econômico após 2013 causou um impacto negativo para todos os tipos de empresa sendo que as empresas familiares foram as mais afetadas⁷.

⁷ Tais discussões sobre o impacto apenas da crise nas empresas familiares e não familiares foi apresentado nos itens 4.2.4 e 4.2.5.

Tabela 30 – Diferenças de índices de investimento em CAPEX antes e depois das crises

	Pré-Crise de 2008	Pós-Crise de 2008	Diff	Pré-Crise de 2013	Pós-Crise de 2013	Diff
FAM1	9,778 (153)	10,598 (283)	0,822*** (436)	10,809 (284)	10,412 (135)	-0,396* (419)
FAM2	9,366 (115)	10,191 (283)	0,821*** (305)	10,391 (190)	9,880 (83)	-0,512* (273)
FAM3	9,429 (116)	10,215 (192)	0,786*** (308)	10,414 (192)	9,868 (80)	-0,546** (272)
FAM4	9,815 (134)	10,627 (256)	0,811*** (390)	10,817 (261)	10,376 (122)	-0,441** (383)
FAM5	9,498 (103)	10,201 (177)	0,702** (280)	10,316 (178)	9,743 (76)	-0,574** (254)
FAM6	9,524 (102)	10,292 (178)	0,767*** (280)	10,477 (182)	9,941 (74)	-0,536* (256)
FAM7	9,495 (92)	10,284 (163)	0,788*** (255)	10,379 (168)	9,748 (66)	-0,631** (234)
Amostra	10,166 (255)	10,899 (488)	0,733*** (743)	11,153 (486)	10,882 (233)	-0,271* (719)

Para o cálculo das médias pré- crise e pós- crise foram calculados primeiramente o valor médio dos índices de cada empresa da amostra (respeitando a eliminação de outliers e observações influentes descritas anteriormente). Após isso foi feito o cálculo da média de todos esses valores e se eles apresentavam diferenças nos períodos pré e pós- crise. O processo foi feito primeiramente para a crise de 2008, em que foram selecionados como período pré- crise os anos de 2006 e 2007 e como períodos pós- crise os anos de 2009 e 2010. O segundo processo foi feito para o declínio econômico a partir de 2013, em que os períodos pré- crise são os de 2010, 2011 e 2012 e para os períodos pós- crise são os anos de 2014, 2015 e 2016. Os testes foram feitos com estatísticas para amostras não balanceadas.

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança.

Como tais impactos foram discutidos anteriormente, este tópico pretende discutir apenas como as crises impactaram os diferentes tipos de investimento e porque existem diferenças entre os tipos mais complexos e menos complexos de empresas familiares. A principal resposta para esta temática consiste na heterogeneidade das empresas familiares. Mas além da heterogeneidade referente às tipologias de empresas familiares analisadas, existe uma interação entre as diferentes tipologias e as crises econômicas e isso gera uma série de impactos financeiros e outros desdobramentos para as empresas familiares.

Na Crise de 2008, o governo brasileiro mudou seu modelo de atuação e passou a praticar uma política desenvolvimentista agressiva e reduziu tanto a taxa de juros quanto passou a participar da estrutura de propriedade via fundos de pensão essa prática, embora tenha resultado em problemas econômicos após 2014, foi satisfatória para resolver os problemas de restrição financeira (Gonçalves, 2015; Gonçalves e Guimarães, 2015). Analisando o comportamento de investimento em bens de capital de todas as tipologias de empresas familiares antes e depois de 2008, percebe-se que essas políticas agressivas do governo auxiliaram para que o nível de investimento não apresentasse quedas e inclusive aumentassem.

Os resultados apontaram que todas as tipologias apresentaram resultados superiores aos valores quando a pesquisa considera toda a amostra. Apresentando cada uma das diferenças, a menor diferença entre os períodos anteriores e posteriores a crise de 2008 foi de 0,702 (FAM_5) e a maior diferença foi de 0,822 (FAM_1). Portanto, o modelo familiar menos robusto apresentou a maior variação, mesmo partindo da maior média de investimentos antes da crise, o que denota que a tipologia com a menor participação da família na gestão e no controle adotou políticas mais agressivas (a diferença entre as duas tipologias foi um índice de 0,120). A tipologia FAM_5 e os modelos FAM_6 e FAM_7 estão apresentados na metodologia como os três modelos mais robustos (com maior participação da família no poder) e estes também apresentaram as menores diferenças ao comparar com os outros 4 grupos: 0,788 (FAM_7), 0,767 (FAM_6) e 0,702 (FAM_5).

Esses resultados para os investimentos em bens de capital antes e depois da crise de 2008 mostram que o comportamento das empresas familiares embora siga a tendência do mercado e sendo maior do que a média da amostra geral (incluindo as empresas não familiares) apresenta grandes discrepâncias ao comparar as diferentes tipologias (o que fica explícito pela diferença entre o maior e o menor índice). As diferenças entre os tipos considerados mais robustos e os tipos com menor participação das famílias está em linha com as teorias sobre o modelo de autopreservação e busca pela perenidade. Utilizando o item “Poder” da escala F-PEC (Astrachan & Jaskiewicz, 2008) combinado com a heterogeneidade e o comportamento conservador das empresas familiares para investimentos dispendiosos em contextos desfavoráveis (Anderson & Reeb, 2012), a premissa de que empresas com maior participação da família utilizam estratégias mais conservadoras de investimento se comprova, mesmo diante de um contexto econômico favorável.

Já a análise após o declínio da economia nacional embora apresente resultados estatisticamente significantes, não apresentaram tanta significância quanto os primeiros testes. Entretanto, a diferença entre a menor queda (-0,396 - FAM_1) e a maior (-0,631 - FAM_7) foi de -0,235, ou seja, a variação entre a maior e menor queda de investimento foi muito maior do que a diferença entre os aumentos de investimento que haviam ocorrido no contexto da Crise de 2008. Portanto, o declínio da economia brasileira foi tanto impactante no desinvestimento das empresas quanto na variabilidade entre esses desinvestimentos de acordo com a tipologia adotada. Diferentemente do contexto da Crise de 2008, o declínio da economia nacional após 2014 fez com que ocorresse um

grande choque de liquidez, além de um aumento severo da taxa de juros e enfraquecimento da moeda nacional (Gonçalves, 2015) e isso impacta diretamente nas estratégias de investimentos vultosos.

Por consequência a partir desses resultados entende-se que a combinação de um contexto macroeconômico (e institucional) desfavorável com o comportamento conservador das empresas familiares acentuou as estratégias de desinvestimento, sobretudo das empresas com maior participação dos grupos familiares. Assim, a análise da atual proposição (que é uma junção das premissas da Proposição 5 com a Proposição 7) encontra resultados estatisticamente significantes para ambas as análises comparativas das duas crises econômicas que o Brasil enfrentou no período entre 2006-2016. As empresas familiares tiveram um comportamento que foi acima da média na retomada dos investimentos após a Crise de 2008 e apresentou quedas severas após o declínio da economia após 2014. Como complemento a esta afirmação um fato que pode ser especulado é a participação dos fundos em empresas familiares. Segundo Lazzarini et al. (2015) o governo passou a atuar como minoritário em muitas empresas, sobretudo aquelas que os agentes estatais consideravam como estratégicas e essa escolha, muitas vezes, se deu por mecanismos não racionais, tais como JBS-Friboi, Odebrecht, Camargo Correa e GrupoX (Eike Batista) que eram empresas familiares. Essa relação encontra base na literatura de Morck e Yeung (2004) em que os autores apontam que em Estados intervencionistas, empresas familiares podem estar entre as escolhidas como beneficiárias das regras e dos investimentos estatais e isso pode gerar um benefício mútuo e um modelo de rent-seeking para o restante da sociedade. Essas explicações funcionam como outras possíveis explicações para o aumento do poder de investimento das empresas familiares após a Crise de 2008 (maior participação do Estado nas empresas) e grande diminuição dos investimentos após 2014 (redução do papel do Estado e choques de liquidez).

Outrossim, deve-se ressaltar que para a análise da Proposição 9 que aponta a existência de variabilidade do comportamento de investimento para os diferentes tipos de empresas familiares diante das crises econômicas, a hipótese H_0 foi rejeitada, ou seja, existe variabilidade no comportamento de investimentos entre tipos diferentes de empresas e esse comportamento teve maior amplitude após o declínio da economia nacional.

4.3.3 Proposição 10 - Variabilidade nos índices de capital de giro dos diferentes tipos de empresas familiares antes e após as crises

Conforme exposto anteriormente no item 4.2.5 a amostra da pesquisa situa-se entre as datas de 2006-2016. Neste período da amostra o país enfrentou dois períodos de crise econômica. O primeiro refere-se ao período da Crise Financeira de 2008, crise que embora tenha tido escala global afetou de maneira diferente países desenvolvidos e países em desenvolvimento como o Brasil. Já o período após 2014 coincide com o declínio da economia brasileira, explosão da dívida, perda de graus de investimento e crise política. Todavia, este tópico diferentemente do 4.2.5, que mostrou a comparação entre empresas familiares e não familiares, apresenta a comparação dos vários tipos de empresas familiares e seus investimentos em capital de giro. Diante disso, esse tópico possui a intenção de descrever como ocorreu a evolução dos investimentos em capital de giro ao longo dos anos da amostra. O primeiro item a ser mostrado consiste na Figura 9 com as variações dos índices de capital de giro entre os grupos familiares.

Figura 8 – Índices de capital de giro ao longo do tempo para todos os tipos de empresas familiares

Como o gráfico mostra, os índices de capital de giro começaram em níveis superiores a 0,15 para todas as tipologias de empresas familiares, entretanto existe um claro descolamento dos tipos Familiar 1 e Familiar 4 que apresentaram resultados inferiores em praticamente todos os períodos da análise. Além dessas empresas que apresentaram níveis mais baixos de capital de giro, deve-se citar que ocorreu uma grande queda nos índices entre os dois anos finais da amostra (2015-2016). Isso se deve principalmente a deterioração gravíssima da economia que provocou não somente um choque de liquidez, mas também levou a redução de valor das empresas, ao aumento da taxa de juros, a quedas drásticas nos níveis de consumo e elevação nos níveis efetivos de inflação que foi de 6,41 (dentro das bandas de inflação) em 2014 para 10,67 em 2015, primeira vez que esse índice passou de dois dígitos após 2002 (Afonso, Araujo e Fajardo, 2016).

Nesse contexto de crise torna-se natural que as empresas familiares (mais conservadoras) ajustem seus índices de capital de giro em períodos de que antecedem os choques de liquidez, pois embora o declínio econômico brasileiro após 2013 tenha causado muito mais efeitos que a crise financeira de 2008, seus efeitos eram anunciados por especialistas. Segundo Gonçalves e Guimarães (2016) o aumento do endividamento brasileiro e a política monetária brasileira apresentavam indícios de que poderia haver um choque fiscal diante da ruptura com políticas macroeconômicas adotadas desde implantação do Plano Real (Franco, 2017). Nesse contexto, as empresas familiares que conseguiram calcular bem os riscos da situação econômica acabaram por adotar políticas de aumento no capital de giro, o que fica explícito na inclinação para cima da curva do saldo de capital de giro nos anos de 2012, 2013 e 2015. E isto fica ainda mais explícito no fato de que os maiores índices de capital de giro, como podem ser vistos no gráfico, foram dos grupos familiares mais robustos (FAM_5 , FAM_6 e FAM_7). Pode-se dizer que a percepção dos possíveis choques econômicos e o ajuste de ativos e passivos para a melhor construção dos índices de capital de giro foi maior conforme a complexidade das empresas familiares. Isso se explica por fatores como a interação entre as empresas familiares e as crises econômicas. Diante do conceito de aversão a perda, sobretudo a perda da riqueza da família, as empresas familiares tendem a maximizar o comportamento conservador (Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998).

Além dessa comparação cabe apresentar como ocorreu a diferença das médias no período antes e depois das duas crises econômicas pelas quais o país passou. Esses

resultados estão dispostos na Tabela 31. Os resultados apresentados pela tabela mostram resultados que não apresentaram significâncias estatísticas para a diferença das médias. Os índices de capital de giro foram muito próximos antes e após as crises. Comparando os resultados das duas crises econômicas, percebe-se que a diferença entre os períodos antes e após a crise de 2008 foi predominantemente negativa. Já após o declínio econômico iniciado em 2013, ocorreram variações positivas e negativas entre os períodos de crise.

Tabela 31 – Diferenças de índices de investimento em capital de giro antes e depois das crises

	Pré-Crise de 2008	Pós-Crise de 2008	Diff	Pré-Crise de 2013	Pós-Crise de 2013	Diff
FAM1	0,156 (141)	0,144 (161)	-0,012 (302)	0,137 (160)	0,116 (143)	-0,021 (303)
FAM2	0,165 (102)	0,154 (105)	-0,010 (207)	0,153 (107)	0,155 (92)	0,002 (199)
FAM3	0,165 (104)	0,154 (106)	-0,011 (210)	0,155 (107)	0,155 (90)	0,000 (197)
FAM4	0,151 (122)	0,145 (148)	-0,006 (270)	0,142 (149)	0,118 (129)	-0,024 (278)
FAM5	0,173 (90)	0,150 (97)	-0,023 (187)	0,159 (97)	0,160 (86)	0,001 (183)
FAM6	0,157 (90)	0,159 (100)	0,002 (190)	0,160 (102)	0,155 (82)	-0,004 (184)
FAM7	0,154 (79)	0,151 (92)	-0,002 (171)	0,167 (91)	0,159 (76)	-0,008 (167)
Amostra	0,133 (244)	0,133 (276)	-0,000 (520)	0,119 (283)	0,101 (246)	-0,018 (529)

Para o cálculo das médias pré-crise e pós-crise foram calculados primeiramente o valor médio dos índices de cada empresa da amostra (respeitando a eliminação de outliers e observações influentes descritas anteriormente). Após isso foi feito o cálculo da média de todos esses valores e se eles apresentavam diferenças nos períodos pré e pós-crise. O processo foi feito primeiramente para a crise de 2008, em que foram selecionados como período pré-crise os anos de 2006 e 2007 e como períodos pós-crise os anos de 2009 e 2010. O segundo processo foi feito para o declínio econômico a partir de 2013, em que os períodos pré-crise são os de 2010, 2011 e 2012 e para os períodos pós-crise são os anos de 2014, 2015 e 2016. Os testes foram feitos com estatísticas para amostras não balanceadas.

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança.

A primeira característica que pode ter levado a isso consiste na formatação das diferenças. O período antes e após 2008 compreendeu apenas dois anos (para ambos os períodos). Enquanto isso o período antes e após o declínio econômico de 2013 compreendeu 3 anos (para ambos os períodos). Portanto, isso pode ter sido responsável pela diferença. Entretanto, outros elementos podem explicar essa questão: nos primeiros anos da análise, o aumento do investimento em capital de giro das empresas familiares foi muito maior do que nos períodos finais e isso pode ser explicado pelo nível de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro que passou a se desenvolver melhor

após 2007, assim como em vários países em desenvolvimento exceto a China (Cakici, Tang & Yan, 2016). Diante de um contexto em que existem restrições externas de investimento, as empresas devem recorrer principalmente aos fundos internos para financiar suas atividades operacionais e estratégias de investimento (Campello et al., 2010) e nesse contexto as empresas ajustam seu capital de giro por ser um dos principais itens que proporcionam liquidez as empresas. Portanto, os índices elevados de capital de giro para os períodos iniciais da amostra não são surpreendentes, pois além da incipiência do mercado de capitais, outras fontes de recursos – ex.: emissão de dívida – eram consideradas muito caras a época (em 2006 a taxa básica de juros iniciou em 18% a.a e terminou em 12,50% aproximadamente) (BACEN, 2017).

No tocante a recessão econômica iniciada em 2013, deve-se dizer que o período econômico que compreendeu os anos entre 2008 e 2012 foi um período de bonança econômica em que o boom de commodities fez com que houvesse recursos para investimentos estatais, aumento da participação do estado e estratégias de desenvolvimento como a chamada Nova Matriz Econômica e que foi usado a exaustão nos governos Lula II e, principalmente, Dilma I. Nesse período, a taxa de juros ficou durante muito tempo abaixo da casa de 10% a.a (BACEN, 2017) e o governo adotou intensa participação como acionista das empresas (Lazzarini et al., 2015) e esses dois exemplos de políticas adotadas foram estratégias do governo com a justificativa de evitar a desindustrialização e elevar o nível dos investimentos. Assim, com uma política creditícia mais favorável, o comportamento de todas as empresas familiares seguiu para uma diminuição nos níveis de capital de giro, mas que apresentou uma elevação nos índices de investimento em CAPEX (como pode ser visto na análise da proposição anterior). Entretanto, essas estratégias levaram a um desalinhamento da política fiscal e a um agravamento das finanças públicas (Afonso, Araújo, & Fajardo, 2016; Torres & Zeidan, 2016) e como muitos analistas apontavam para essa possível recessão, muitas empresas isso levou a um aumento do capital de giro no período de insegurança e posteriormente com a conflagração da recessão ocorreram as já previstas quedas bruscas no saldo de capital de giro, sobretudo no ano de maior agravamento da crise econômica aliada com uma crise institucional (que culminou no impeachment da então presidente Dilma Rousseff).

Todo esse contexto econômico promoveu uma diminuição dos níveis de capital de giro, da mesma forma que causou um impacto negativo para os investimentos em CAPEX. Em relação à proposição teórica de que ocorreram grandes variabilidades entre

os tipos diferentes de empresas familiares nos períodos de crise a mesma se comprova apenas parcialmente, pois embora a pesquisa apresente quedas nos dois períodos de crise para todos os tipos, a diferença entre os índices foi muito pequena, bem como não foram significantes as diferenças estatísticas. Portanto, não rejeita-se H_0 e a proposição embora tenha os resultados concordantes com as literaturas, a significância estatística não ocorreu.

4.4 Interação entre empresas familiares e características da firma

Este tópico, o último desta análise, consiste em uma junção dos dois tópicos anteriores aliados aos aspectos financeiros das empresas, consistindo em outro item da heterogeneidade além das formas de governança e controle, da idade e do contexto macroeconômico. Portanto, o tópico está dividido em dois subitens, sendo a forma como empresas familiares com menores restrições investem o primeiro deles e o segundo versa sobre a forma como agem as empresas familiares com resultados ruins.

4.4.1 Proposição 11 - Empresas familiares com menores restrições investem mais?

Conforme descrito anteriormente, o primeiro item deste tópico consiste em explicar os impactos da interação da variável empresa familiar com as características financeiras que proporcionam menor restrição de investimento. As duas variáveis escolhidas foram: tamanho e tangibilidade.

As decisões de investimento são fortemente afetadas pelo tamanho devido ao fato que as empresas com maior tamanho e/ou pertencentes a setores considerados maduros e com grandes ativos imobilizados comumente possuem maior capacidade de investimentos, devido a sofrer menos com choques de liquidez e poder garantir fontes de ressarcimento aos fornecedores de recursos externos (bancos, acionistas, fundos, etc.) (Campello & Giambona, 2013; Guariglia, 2008).

Diante disso, a análise se inicia pela discussão de como o tamanho aliado as características familiares afetam as decisões de investimento. Esses resultados estão na Tabela 32 em duas regressões. A primeira delas considera apenas a variável de interação, a segunda considera o modelo com as duas variáveis para entender que como o modelo combinado com duas variáveis apresenta os resultados e a terceira mostra tanto o impacto da variável de interação quanto o impacto de uma função quadrática da interação entre as empresas familiares e seu tamanho.

Os resultados das duas equações foram diferentes quando testada apenas o modelo com a variável de interação e do modelo com as duas variáveis. No primeiro modelo com apenas a variável de interação, o impacto teve significância estatística e magnitude negativa ($\beta_{int} = -0,0239$, $\alpha \leq 0,10$). No segundo modelo, as duas variáveis de interesse perderam significância estatística e a interação mudou o sinal ($\beta_{int} = 0,0335$, $\alpha > 0,10$). No terceiro modelo as duas variáveis de interesse mostraram uma relação concordante com a literatura de empresas familiares, embora não tenham conseguido significância estatística ($\beta_{int} = -0,0866$, $\alpha > 0,10$; $\beta_{quad} = 0,0075$, $\alpha > 0,10$).

Tabela 32 – Impacto no CAPEX da interação entre empresa familiar e tamanho

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (ln)		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante	2,6702*** (6,85)	2,9305*** (6,00)	2,8931*** (5,62)
Empresa Familiar	- (-1,02)	-0,4632 (-1,02)	-
Empresa Familiar * Tamanho	-0,0239* (-1,72)	0,0335 (0,63)	-0,0866 (-1,24)
(Empresa Familiar * Tamanho) ²	-	-	0,0075 (1,00)
Tamanho (ln AT)	1,0633*** (9,99)	1,0266*** (9,59)	1,0323*** (9,71)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	1,0457*** (3,47)	1,0654*** (3,51)	1,0606*** (3,49)
Endividamento	-0,0319 (-0,20)	-0,0411 (-0,27)	-0,0526 (-0,34)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,0522 (0,58)	0,0497 (0,56)	0,0505 (0,56)
Tangibilidade	0,9245* (1,75)	0,9588* (1,80)	0,9490* (1,78)
Receitas (ln Receitas)	0,0518 (0,50)	0,0569 (0,55)	0,0563 (0,55)
Idade	-0,0031** (-2,69)	-0,0031** (-2,70)	-0,0031** (-2,74)
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7358	0,7370	0,7371
Observações	1.756	1.756	1.756

A regressão foi construída apenas utilizando o método de dados em painel com Efeitos Fixos. Diferentemente dos outros modelos a variável fluxo de caixa operacional foi excluída, pois o modelo se ajustou melhor com a variável *EBIT/AT* (Resultado Operacional).

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Discutindo primeiramente os detalhes estatísticos pode-se perceber que no primeiro modelo, a variável de interesse consegue significância estatística, entretanto apresenta que o fato que para cada aumento de 1% no tamanho da empresa familiar, a mesma diminui seus investimentos em CAPEX em aproximadamente 0,03% comparando com as empresas não familiares. No segundo modelo, ambas as variáveis

não foram capazes de apresentar significância estatística e o sinal negativo ficou apenas para a variável “Empresa Familiar” (empresas familiares investem 58% menos que as empresas não familiares) enquanto a interação dessa variável com o tamanho teve o sinal negativo (para cada aumento de 1% no tamanho da empresa, as empresas familiares possuem 0,03% a mais do que as não familiares). Já no terceiro modelo, as variáveis não apresentaram significância, entretanto a magnitude do sinal foi negativa para a variável de interação (para cada aumento de 1% no tamanho da empresa ocorre uma queda de 0,08% nos investimentos) e positiva para a interação ao quadrado (a partir de um ponto mínimo de investimentos, as empresas voltam a aumentar em 0,007% os seus investimentos a cada 1% de aumento no tamanho).

Mesmo diante da pouca significância estatística, a magnitude dos resultados está em linha tanto com a teoria de finanças corporativas quanto das teorias de empresas familiares. Empresas familiares, como o modelo básico na Proposição 1 mostrou (e também o modelo com as duas variáveis), tem níveis de investimento em CAPEX muito menores do que as empresas não familiares, entretanto, conforme as empresas aumentam de tamanho, essa diferença cai para apenas 0,02% (considerando apenas essa variável). Ou seja, comparando apenas a diferença em relação ao aumento do tamanho, o impacto das empresas serem familiares (estatisticamente significativa) é bem menor. Conforme Almeida e Campello (2007), conforme o tamanho das empresas aumenta, a capacidade de obter financiamentos externos melhora. Portanto, entende-se que mesmo as empresas familiares sendo mais conservadoras para a realização de investimentos custosos (ex.: CAPEX), o que está em linha com teorias de empresas familiares como as de Chrisman e Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2013), o aumento de tamanho destas empresas faz com que as mesmas não tenham tanta diferença para o nível de investimento das empresas não familiares.

Quando comparando os modelos com duas variáveis (Modelo 2) ocorre que a variável *Empresa Familiar* impacta negativamente enquanto a variável de interação (*Empresa Familiar x Tamanho*) apresenta um impacto positivo. Isso sugere que como as empresas familiares já iniciam seus investimentos alocando menos recursos que as empresas não familiares, conforme elas aumentam seu tamanho, os investimentos tendem a subir. Isso sugere que como as empresas familiares já iniciam seus investimentos alocando menos recursos que as empresas não familiares, conforme elas aumentam seu tamanho, os investimentos tendem a subir. Entende-se que o alinhamento teórico (embora não significativo) também ocorre, visto que a variável

“Empresa Familiar” capta o impacto negativo da existência da família no na gestão e no controle da empresa e a variável de interação aponta que ao retirar esse efeito, as empresas familiares tendem a investir mais do que as não familiares conforme o tamanho delas aumenta. As empresas familiares com maior grau de conservadorismo passam a ter maiores possibilidades de investimento e captar recursos com maior facilidade e menos riscos, conforme a descrição apresentada por Campello e Giambona (2013) sobre a diminuição dos riscos conforme o tamanho das empresas aumenta.

Ao realizar a análise do Modelo 3 que analisa tanto o impacto da variável de interação (*Empresa Familiar x Tamanho*) quanto o impacto da variável de interação ao quadrado (*Empresa Familiar x Tamanho*)². Nesse caso, pode-se perceber que as empresas familiares investem menos quando estão aumentando de tamanho, mas a partir de um dado ponto elas passam a investir mais do que as não familiares, o que aponta uma retomada de investimentos. Em termos mais específicos esses dados mostram que a partir de um índice de tamanho de 5,74⁸ as empresas familiares passam a investir mais do que as empresas não familiares. Segundo Chrisman e Patel (2012) e Patel e Cooper (2014) empresas familiares possuem sempre um ponto alvo que faz com que os investimentos passem de conservadores e avessos ao risco para arrojados. O tamanho pode ser considerado um ponto alvo, ou seja, as empresas se tornam grandes e valorizam essa conquista, sobretudo para realizar os anseios pela perpetuidade. Isso pode ser corroborado pelo índice de tamanho considerado o ponto de inflexão nos investimentos ser superior a mediana do tamanho das empresas familiares, o que denota que quanto maiores são essas empresas, maiores são seus investimentos.

Pode-se perceber, portanto, que os impactos das variáveis de interação apresentaram concordância com a literatura, mesmo com pouca significância estatística no primeiro modelo (e sem significância estatística nos dois modelos posteriores). Essa relação ocorre porque a literatura sobre finanças corporativas pressupõe que o tamanho das empresas impacta positivamente nas decisões de investimento. E já na literatura de empresas familiares entende-se que as mesmas tendem a adotar comportamentos mais agressivos de investimento conforme estão em uma situação mais favorável economicamente.

A partir deste ponto, o tópico discute o impacto da tangibilidade das empresas nos investimentos das empresas familiares. Os resultados estão dispostos na Tabela 31 e

⁸ O cálculo do número de anos é dado pela seguinte fórmula: $|\beta_{int}/(2 * \beta_{quad})|$ onde β_{int} é a variável *FAMn * Tamanho* e β_{quad} é a variável *(FAMn * Idade)²*.

apresentam três modelos estatísticos sendo o primeiro um modelo apenas com a variável de interação (*Empresa Familiar x Tangibilidade*), o segundo com as variáveis de controle e gestão familiar (*Empresa Familiar*) e a variável de interação (*Empresa Familiar x Tangibilidade*) e o terceiro modelo apresenta a variável de interação (*Empresa Familiar x Tangibilidade*) e a forma funcional quadrática da variável de interação [$(\text{Empresa Familiar} \times \text{Tangibilidade})^2$].

Os modelos teóricos que relacionam a capacidade de investimentos à quantidade de recursos tangíveis de uma empresa são considerados extremamente robustos pela literatura de finanças corporativas. A tangibilidade ocorre no mesmo sentido em que a o tamanho das empresas. As duas variáveis funcionam como elementos que proporcionam maior garantia das empresas em relação aos fornecedores de crédito. Portanto, as empresas com maior tangibilidade (assim como aquelas com maior tamanho) possuem menos restrição de investimento (Almeida & Campello, 2007; Campello & Giambona, 2013; Cleary, 1999). Devido a isso, a Tabela 33 aponta os mesmos três modelos adotados na análise anterior, com a diferença em que agora ocorre uma interação entre empresas familiares e tangibilidade (*Empresa Familiar * Tangibilidade*).

Tabela 33 – Impacto no CAPEX da interação entre empresa familiar e tangibilidade

Variável	Variável dependente – Investimento em CAPEX (ln)		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante	3,8264*** (8,73)	3,3945*** (7,36)	3,6364*** (8,46)
Empresa Familiar	-0,8905*** (-4,28)	-	-1,5958*** (-5,60)
Empresa Familiar * Tangibilidade	0,1210*** (3,33)	-0,0579 (-0,99)	0,4351*** (3,69)
(Empresa Familiar * Tangibilidade) ²	-	0,0060 (0,76)	-0,0288** (-2,64)
Tamanho (ln AT)	0,8775*** (7,27)	0,8885*** (6,99)	0,9397*** (7,91)
Resultado Operacional	1,1288*** (3,62)	1,1028*** (3,70)	1,1236*** (3,60)
Endividamento	-0,1166 (-0,83)	-0,0790 (-0,47)	-0,1044 (-0,84)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,0319 (0,43)	0,0432 (0,52)	0,0221 (0,35)
Tangibilidade	0,1381*** (3,25)	0,1976*** (3,99)	0,0107** (2,59)
Receitas (ln Receitas)	0,0230 (0,22)	0,0118 (0,11)	0,0076 (0,07)
Idade	-0,0033** (-2,79)	-0,0033** (-2,75)	-0,0032** (-2,68)
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7509	0,7414	0,7507
Observações	1.756	1.756	1.756

A regressão foi construída apenas utilizando o método de dados em painel com Efeitos Fixos. Diferentemente dos outros modelos a variável fluxo de caixa operacional foi excluída, pois o modelo se ajustou melhor com a variável *EBIT/AT* (Resultado Operacional).

*** - 99% de confiança; ** - 95% de confiança; * - 90% de confiança.

Os três modelos apresentaram alinhamento com as teorias de finanças corporativas, assim como alinhamento com as teorias de empresas familiares. No primeiro modelo as duas variáveis de interesse apresentaram significância estatística, isto quer dizer que tanto a variável de empresa familiar ($\beta_{fam} = -0,8905$, $\alpha < 0,01$) quanto a variável de interação entre empresas familiares e a tangibilidade ($\beta_{int} = -0,1210$, $\alpha < 0,01$). O segundo modelo apresentou apenas variáveis de interação, ou seja, a variável de interação normal entre empresas familiar ($\beta_{int} = -0,0579$, $\alpha > 0,10$) e uma forma quadrática da variável de interação ($\beta_{quad} = -0,0060$, $\alpha > 0,10$). Este modelo não apresentou significância estatística. O terceiro e último modelo apresenta as três variáveis de interesse no mesmo modelo, as quais são a variável empresa familiar ($\beta_{fam} = -1,5958$, $\alpha < 0,01$), a variável de interação ($\beta_{int} = 0,4351$, $\alpha < 0,01$) e a forma quadrática da variável de interação ($\beta_{quad} = -0,0288$, $\alpha < 0,05$).

Esses resultados mostram que os investimentos das empresas familiares sofrem muita influência da tangibilidade destas empresas. Analisando o primeiro modelo encontra-se que o impacto da variável *Empresa Familiar* resulta em um efeito negativo nas decisões de investimento enquanto a interação das empresas familiares com a tangibilidade resulta em um impacto positivo. No tocante a literatura de finanças corporativas entende-se que conforme as empresas aumentam o seu grau de tangibilidade, estas empresas podem não precisar tanto de suas fontes internas de recursos (fluxo de caixa), pois segundo Almeida e Campello (2007) e Öztekin (2015), as empresas com menor grau de tangibilidade acabam por obter menos recursos externos (financiamentos) e mantêm uma estrutura de capital com mais fundos internos. Devido a isso, o aumento da tangibilidade proporciona que as empresas possam fazer mais investimentos custosos como os investimentos em CAPEX. Ocorre uma relação direta em relação a capacidade de investimentos (que pode estar relacionada à maturidade) e indireta em relação a capacidade de financiamento (efeitos de garantia). Isso fica evidente pelos resultados da tangibilidade, desconsiderando a interação com as empresas familiares, que alcançaram significância estatística em todos os modelos e nos dois primeiros impactaram em uma ordem superior a 0,10% de aumento nos

investimentos para cada aumento de 1% de tangibilidade (Modelo 1 - $\beta_{tang} = 0,1381$; Modelo 2 - $\beta_{tang} = 0,1976$).

Ao descrever esses resultados e relatar o impacto da variável de tangibilidade, passa-se para a descrição do impacto da tangibilidade para as empresas familiares. Este item possui impactos diretos e indiretos. Os impactos diretos estão muito relacionados à maturidade das empresas e como isso leva a maior capacidade de investimento. Os impactos indiretos estão relacionados ao aumento da capacidade de endividamento destas empresas e que poderia resultar em maior capacidade de realização tanto de investimentos arriscados (ex.: P&D) como investimentos custosos (CAPEX). Iniciando a discussão pelo Modelo 1, o impacto da interação mostrou que para cada aumento de 1% na tangibilidade essas passam a investir 0,12% a mais do que empresas não familiares. No Modelo 2 (utilizando a interação normal e a interação ao quadrado) os resultados apontam que o aumento da tangibilidade gera efeitos negativos enquanto a partir de um determinado ponto a tangibilidade passa a resultar em aumento dos investimentos. Resultados similares foram encontrados para a análise do modelo com a interação das empresas familiares e do tamanho das empresas e as mesmas pressuposições podem ser feitas, ou seja, de que o modelo sem a variável que caracteriza uma empresa familiar proporcionou impacto negativo para essa interação. No Modelo 3 (utilizando a variável que define uma empresa familiar e duas variáveis de interação), os resultados apontam que a variável de interação das empresas familiares com a tangibilidade aponta um incremento de 0,43% para cada aumento de 1% da tangibilidade para as empresas familiares em comparação com as não familiares.

Todos os modelos apontaram para resultados convergentes com a literatura de empresas familiares, pois empresas familiares diante de um contexto de aversão ao risco necessitarão tanto da própria consideração de que estão em um bom estágio de maturidade (o que corrobora as descrições da riqueza socioemocional de Chrisman e Patel, 2012) quanto de maiores efeitos de garantia, o que pode diminuir as restrições externas de financiamento bem como proporcionar melhores condições (condições menos arriscadas).

Por fim, entende-se que para a interação *Empresas Familiares * Tamanho* e para a interação *Empresas Familiares * Tangibilidade* o modelo proposto está adequado. Isto quer dizer que empresas familiares com menores restrições financeiras (maiores capacidades de captar fundos externos) realizam mais investimentos que

empresas não familiares. Portanto, rejeita-se H_0 de que empresas familiares e empresas não familiares não possuem diferenças nas decisões de investimento quando não estão em condições de restrição financeira. A hipótese H_1 de que empresas familiares com menores restrições financeiras investem mais é a mais adequada aos dados.

4.4.2 Proposição 12 - Como agem as empresas familiares com resultados ruins?

A última proposição teórica consiste na análise do investimento de empresas familiares quando elas estão em condições financeiras boas e ruins quando comparadas com as suas pares. A base para esta proposição decorre de análises prévias realizadas por Chrisman e Patel (2012) e Anderson e Reeb (2012) que encontraram resultados diferentes quando comparam empresas familiares em situações favoráveis e desfavoráveis. As análises do primeiro artigo mencionado utilizam como embasamento teórico a riqueza socioemocional e como isso afeta os interesses pela perpetuidade e transição do controle para outras gerações da família. Já as análises do segundo trabalho estão embasadas nos aspectos de comportamento de aversão ao risco e autopreservação.

Diante desta situação a Tabela 35 discute como as empresas analisadas realizaram suas decisões de investimento quando estavam em duas situações financeiras. Para isso o modelo foi realizado utilizando duas amostras. A primeira amostra utiliza as empresas com resultados abaixo da mediana de todas as empresas. A segunda amostra utiliza as empresas com resultados acima da mediana de todas as empresas. A utilização da mediana das empresas da amostra deve-se ao fato de que existe uma consideração metodológica de que as empresas de capital aberto no Brasil possuem um grau de estrutura de propriedade, maturidade, tamanho e características setoriais similares (Aldrighi e Mazzer Neto, 2007).

Conforme os resultados das proposições anteriores mostraram, o nível de investimento em CAPEX das empresas familiares é consideravelmente menor do que o das empresas não familiares. Entretanto, conforme apontado por Bianco et al. (2013) e Chrisman e Patel (2012) ocorrem variações de investimento conforme a situação da empresa familiar. Primeiramente torna-se necessário descrever que a Proposição 1 apresentou que as empresas familiares realizam investimentos 21,5% menores do que as não familiares. Já os resultados dos modelos com amostras separadas apresentam resultados diferentes e que estão em linha com a teoria. O primeiro modelo com a amostra abaixo da mediana mostrou que as empresas nesta situação familiares investem

29% menos do que as empresas não familiares, embora o resultado não tenha significância estatística ($\beta_{fam<} = -0,2866$). O segundo modelo acima da mediana mostrou que as empresas nesta situação investem 19% menos do que as empresas não familiares ($\beta_{fam<} = -0,1913$). Os resultados apontados quanto se separam as análises em duas amostras apresentam que as empresas familiares com resultados abaixo da mediana tomaram decisões mais conservadoras do que quando estão em situações econômicas mais favoráveis.

Tabela 34 – Investimentos em CAPEX separando pelas situação financeira das empresas

Variável	Variável dependente – Investimentos em CAPEX	
	Resultados abaixo da mediana da amostra	Resultados acima da mediana da amostra
Constante	2,9072*** (5,92)	4,4576*** (10,80)
Empresa Familiar	-0,2866 (-1,37)	-0,1913* (-1,89)
Tamanho (ln AT)	0,8617*** (5,34)	1,0990*** (6,52)
Resultado Operacional (EBIT/AT)	0,3771 (1,60)	0,6237 (1,30)
Endividamento	-0,2068 (-0,88)	-0,1228 (-0,63)
Oportunidade de Crescimento (M/B)	0,0376 (0,44)	-0,1522 (-1,38)
Tangibilidade	0,2469*** (2,95)	0,2042*** (3,34)
Receitas (ln Receitas)	0,0718 (0,62)	-0,3007 (-1,60)
Idade	-0,0058** (-2,81)	-0,0001 (-0,04)
Dummies de Ano	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7164	0,7894
Observações	756	1.000

A tabela apresenta dois modelos com amostras diferentes. O primeiro dos modelos consiste em uma regressão com as observações que estiveram com resultados operacionais abaixo da mediana da amostra. Já o segundo modelo apresenta uma regressão com as observações com resultados operacionais acima da mediana da amostra.

***99% de confiança; **95% de confiança; *90% de confiança.

Entende-se que os resultados estão em linha com análises realizadas por Anderson e Reeb (2012) e Chrisman e Patel (2012). Para esses autores, a situação desfavorável intensifica o comportamento de aversão ao risco. Esse comportamento que é adotado pelas empresas familiares funciona como um ideal de sobrevivência, portanto, a situação de maior risco que deriva da situação econômica desfavorável amplifica o comportamento conservador. Gomez-Mejia et al. (2015) e Gomez-Mejia et al. (2013) apontam que a situação de estresse financeiro faz com que as empresas familiares, mediante impacto da riqueza socioemocional, atuam de maneira mais conservadora em

todos os investimentos que exijam comprometimento com riscos (e incertezas) maiores sobre seus retornos, tais como investimentos em CAPEX, P&D ou aquisições. Portanto, entende-se que os resultados encontrados corroboram o fato das empresas familiares já serem conservadoras em relação às empresas não familiares, mas que essas empresas são ainda mais conservadoras quando estão em situações econômicas desfavoráveis. Esses resultados além de estarem em linha com as pressuposições teóricas sobre os impactos da riqueza socioemocional e aversão ao risco sobre investimentos e também com a Proposição 1. Além disso, os resultados mostram concordância com os resultados encontrados em períodos de crise em que os investimentos das empresas familiares tem quedas expressivas.

A próxima tabela demonstra a análise da tabela anterior com uma grande diferença, a qual consiste na opção por utilizar um modelo considerando uma mediana mais específica: a mediana do setor em que as empresas estão envolvidas. Outra mudança escolhida pela análise foi a utilização de duas especificações diferentes em para as regressões (resultando em quatro modelos diferentes). A primeira especificação considera o Resultado Operacional (*EBIT/AT*) e a segunda considera o Fluxo de Caixa.

Tabela 35 - Investimentos em CAPEX separando pela situação financeira das empresas (considerando o setor)

Variável	Variável dependente – Investimentos em CAPEX			
	<Mediana do Setor – Reg 1	>Mediana do Setor – Reg 1	<Mediana do Setor – Reg 2	>Mediana do Setor – Reg 2
Constante	2,8806*** (5,24)	4,3087*** (10,02)	1,8202*** (3,16)	4,4171*** (10,16)
Empresa Familiar	-0,3163* (-1,77)	-0,2060* (-1,92)	-0,3353* (-1,96)	-0,2967** (-2,53)
Tamanho (ln AT)	0,8759*** (5,53)	1,1060*** (6,56)	1,1824*** (9,04)	1,1160*** (6,50)
Resultado Operacional	0,3376 (1,08)	0,8159 (1,63)	-	-
Fluxo de Caixa	-	-	0,0314 (1,62)	0,0574 (0,27)
Endividamento	-0,1275 (-0,54)	-0,1639 (-0,96)	0,5095 (1,32)	-0,0495 (-0,20)
Oportunidade de Crescimento	0,0409 (0,47)	-0,0966 (-0,77)	0,2233 (1,26)	-0,0830 (-0,49)
Tangibilidade	0,2425*** (2,94)	0,1978*** (3,30)	0,0977 (1,69)	0,1604** (2,69)
Receitas	0,0645 (0,59)	-0,2899 (-1,55)	-0,0829 (-0,72)	-0,2880 (-1,43)
Idade	-0,0055** (-2,77)	-0,0003 (-0,26)	-0,0047** (-2,05)	-0,0005 (-0,39)
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7138	0,7806	0,7270	0,7559

Observações	768	999	598	816
Os modelos realizados constituem regressões com separações amostrais abaixo e acima da mediana dos resultados, entretanto foram realizadas duas especificações de regressões. A diferença entre elas consiste no fato de uma das especificações utilizar a variável resultado operacional (EBIT/AT) e a outra utiliza o Fluxo de caixa. A opção por utilizar esse modelo advém do fato de que o fluxo de caixa é uma medida mais robusta que o EBIT, todavia, isso fez com que o modelo perdesse poder de explicação.				

A diferença entre os testes ocorreu devido ao fato de que uma das medidas explica com maior precisão a quantidade de fundos internos e causaria maior impacto para a sensibilidade de investimentos em um contexto de resultados ruins. Em ambos os modelos, as variáveis diferentes não alcançaram significância estatística, embora a variável de interesse (*Empresa Familiar*) apresentou significância estatística em todos os modelos utilizados. Ao mudar a forma de análise estatística especificando a mediana de cada setor, a robustez do modelo melhorou tanto no poder de explicação (R^2) e na significância estatística das variáveis de interesse. Em comparação com os modelos da Proposição 1, bem como com o modelo que considerou a mediana da amostra, pode-se dizer que os resultados estão mais ajustados a teoria, visto que os índices de investimento das empresas familiares em condições desfavoráveis foram piores do que no modelo, ou seja, tais empresas investem 31,63% menos que as empresas não familiares na Regressão 1 ($\beta_{fam<} = -0,3163$; $\alpha \leq 0,10$) e 33,53% menos que as empresas não familiares na Regressão 2 ($\beta_{fam<} = -0,3353$; $\alpha \leq 0,10$). Ao analisar os modelos em que as empresas estão com resultados acima da mediana de seus respectivos setores os resultados da Regressão 1 apontaram que as empresas familiares investem 20,6% menos que empresas não familiares ($\beta_{fam<} = -0,2060$; $\alpha \leq 0,10$) os resultados da Regressão 2 mostraram que as empresas familiares investem 29,67% menos que as não familiares ($\beta_{fam<} = -0,2967$; $\alpha \leq 0,10$). Embora os modelos que consideraram a variável fluxo de caixa ao invés de resultado operacional na especificação do modelo apresentassem resultados mais severos para o comportamento das empresas familiares, esta diferença somente ocorreu com grande impacto ao considerar os investimentos das empresas que tiveram resultados superiores à mediana do setor. Nos resultados dos modelos usando empresas que tiveram resultados inferiores à mediana do setor os impactos da variável família foram similares para as duas especificações da regressão.

Esses resultados encontrados, mesmo com divergências entre si, estão alinhados às proposições anteriores. Além disso, os modelos mantêm a correlação com as teorias sobre como o conservadorismo das empresas familiares afeta as decisões de investimento. As empresas familiares em uma condição financeira ruim amplificam o seu comportamento de aversão ao risco. Ao utilizar o modelo considerando

individualmente cada setor, o impacto se torna maior, assim como os resultados de pesquisa encontrados por Anderson e Reeb (2012) e Chrisman e Patel (2012) em que quando comparadas com suas pares – no nível setorial – os resultados que apontam a aversão ao risco são impactantes. Além destes resultados, os resultados que mostram que o nível dos investimentos massivos em capital possui uma magnitude menor para as empresas em boa situação também estão alinhados aos pressupostos teóricos relacionados às empresas familiares. Isto decorre dos ideais da busca pela perenidade e o interesse de manter a propriedade sob o controle da família, pois as empresas familiares tendem a ter comportamentos mais próximos das empresas não familiares quando estão em boa situação. Pode-se entender que a barreira financeira são fatores que limitam o comportamento das empresas familiares, mas que quando as empresas familiares ultrapassam essas barreiras, seu comportamento se ajusta para a busca por maior competitividade (Chua et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2015; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) e isso pressupõe o ajuste do nível de investimento.

Analizando a realização dos investimentos das empresas familiares em condições favoráveis e desfavoráveis, torna-se importante comparar qual o impacto da tangibilidade das empresas nas decisões de investimento. A tangibilidade segundo Almeida e Campello (2007) e Campello e Giambona (2013) funciona como um elemento capaz de auxiliar as empresas com restrição financeira. Portanto, considerando as empresas com resultados abaixo da mediana como aquelas que estão com restrições financeiras é importante verificar como a tangibilidade auxiliam as empresas familiares quando elas estão tanto com condições favoráveis e desfavoráveis.

Os resultados apontados pela Tabela 36 mostraram (para as duas especificações da regressão) que as empresas familiares com maiores restrições financeiras (resultados ruins) sofrem muito mais impacto da tangibilidade na realização de seus investimentos. Analisando os modelos abaixo da mediana (para as duas regressões), os resultados encontrados mostraram significância estatística em ambas. Na regressão 1 (com as empresas que estão abaixo da mediana do setor) o modelo aponta que para cada 1% de aumento na tangibilidade das empresas familiares, as mesmas alcançam um aumento de 0,17% em CAPEX ($\beta_{int} = 0,1741$, $\alpha < 0,01$). Na segunda regressão, para cada 1% de aumento na tangibilidade das empresas familiares, estas empresas tem um aumento de 0,16% em CAPEX ($\beta_{int} = 0,1605$, $\alpha < 0,05$). Entretanto, para as empresas que estiveram com resultados acima da mediana de seus setores, os valores de tangibilidade foram bem menos impactantes mesmo com bons índices de significância estatística.

Descrevendo os resultados encontra-se na regressão 1 que para cada 1% de aumento na tangibilidade das empresas familiares com bons resultados, isto proporciona 0,06% ($\beta_{int} = 0,1210$, $\alpha < 0,01$) de aumento nos investimentos em CAPEX das mesmas. Na regressão 2, para cada 1% de aumento na tangibilidade, isto gera um aumento de 0,08% de aumento nos investimentos em CAPEX.

Tabela 36 – Impacto da tangibilidade nas decisões de investimento considerando a situação financeira das empresas

Variável	Variável dependente – Investimentos em CAPEX			
	<Mediana do Setor – Reg 1	>Mediana do Setor – Reg 1	<Mediana do Setor – Reg 2	>Mediana do Setor – Reg 2
Constante	3,4946*** (5,73)	4,4876*** (9,20)	2,3928*** (3,51)	
Empresa Familiar	-1,2561*** (-4,02)	-0,5259** (-2,26)	-1,2191*** (-3,14)	-0,7319*** (-3,02)
Empresa Familiar *	0,1741*** (3,49)	0,0578** (2,04)	0,1605** (2,74)	0,0788** (2,57)
Tangibilidade	0,8572*** (5,55)	1,0959*** (6,71)	1,1587*** (9,13)	1,1007*** (6,61)
Tamanho	0,4686 (1,55)	0,7848 (1,54)	-	-
Resultado Operacional	-	-	0,0366* (2,09)	0,0438 (0,20)
Fluxo de Caixa	-0,1078 (-0,46)	-0,2059 (-1,20)	0,5225 (1,47)	-0,1169 (-0,46)
Endividamento	0,0297 (0,39)	-0,1010 (-0,79)	0,2086 (1,34)	-0,0903 (-0,52)
Oportunidade de Crescimento	0,1545* (1,98)	0,1669*** (3,12)	0,0214 (0,40)	0,1204** (2,16)
Tangibilidade	0,0678 (0,61)	-0,277 (-1,53)	-0,0793 (-0,68)	-0,2725 (-1,41)
Receitas (ln Receitas)	-0,0063*** (-2,95)	-0,0002 (0,88)	-0,0053** (2,10)	-0,0003 (-0,25)
Idade	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	0,7192	0,7821	0,7325	0,7585
R ² Ajustado	768	999	598	816
Observações				

Os modelos realizados constituem regressões com separações amostrais abaixo e acima da mediana dos resultados, entretanto foram realizadas duas especificações de regressões. A diferença entre elas consiste no fato de uma das especificações utilizar a variável resultado operacional (EBIT/AT) e a outra utiliza o Fluxo de caixa. A opção por utilizar esse modelo advém do fato de que o fluxo de caixa é uma medida mais robusta que o EBIT, todavia, isso fez com que o modelo perdesse poder de explicação.

Os quatro modelos apontados apresentam correlação com a teoria de empresas familiares e de finanças corporativas. Entende-se que as empresas com maiores restrições financeiras utilizam a tangibilidade (ou o tamanho) como um item que suporta a decisão de realizar investimentos mais robustos. Isto está em linha com trabalhos seminais sobre a sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa, tais como os de Agca e Mozumdar (2008), Almeida e Campello (2007), Brown, Fazzari e Petersen (2009). Para esses autores, em um contexto de imperfeições do mercado, elementos que

possam garantir maior possibilidade de angariar recursos externos pelo fato tanto de significar maturidade quanto poder de barganha (e efeito garantia) junto a fornecedores de capital (ex.: bancos). Portanto, em empresas com comportamento mais avesso ao risco e com resultados inferiores a suas pares, a tangibilidade significa um amortecedor dos níveis de investimento de forma ainda mais impactante. Conforme encontrado nas proposições que versaram sobre o comportamento das empresas familiares diante de um choque exógeno, pode-se entender a falta de resultados como um choque interno. E nesse sentido, em um país com altas taxas para financiamentos e com um mercado de capitais pouco desenvolvido, as empresas familiares terão que só poderão recuperar seus níveis de investimento diante de uma situação ruim, caso possam oferecer garantias aos credores. Assim, os resultados mostram que a tangibilidade para as empresas familiares com resultados ruins é ainda mais significativa do que para as empresas não familiares.

A próxima e última tabela deste tópico (Tabela 37) analisa como o comportamento dos resultados em períodos anteriores impacta para as empresas familiares ao considerar sua situação financeira. A inclusão do retorno sobre o patrimônio do período anterior (ROE_{t-1}) está baseada em resultados apresentados por Ajzen (1991), Graham, Harvey e Puri (2013), Heaton (2002) e Malmendier e Tate (2005). Esses autores convencionam que os resultados anteriores das ações provocam um senso de excesso de confiança sobre os resultados futuros. Conforme apontado por Ajzen em sua teoria sobre o comportamento planejado encontrou que a predisposição a realizar uma determinada ação pode derivar dos resultados anteriores obtidos com essa ação. Heaton (2002) e Malmendier e Tate (2005) levam esses comportamentos para a teoria de finanças corporativas e correlacionaram o comportamento menos avesso ao risco nas decisões de investimento e endividamento com os resultados passados.

Diante disso, a tabela explora tanto os resultados da interação entre as empresas familiares e os resultados do período anterior ($Empresas\ Familiares * ROE_{t-1}$), ou seja, buscou-se encontrar como os resultados financeiros dos períodos anteriores e influenciam as empresas familiares na amostra geral, as empresas familiares com resultados ruins e as empresas familiares com bons resultados.

Os resultados da Tabela 37 mostraram que os impactos foram positivos e significantes para a regressão que analisou a amostra geral e para a amostra com as empresas que obtiveram resultados ruins. Já para a amostra com bons resultados, a variável de interação foi negativa, embora não significativa.

Tabela 37 – Impacto dos bons resultados em períodos anteriores nas decisões de investimento considerando a situação financeira das empresas

Variável	Variável dependente – Investimentos em CAPEX		
	Amostra Geral	Resultados < Mediana do Setor	Resultados > Mediana do Setor
Constante	3,5016*** (7,86)	2,9883*** (4,88)	4,1395*** (9,83)
Empresa Familiar	-0,2395* (-1,93)	-0,3542* (-1,88)	-0,2045* (-1,75)
Empresa Familiar *	0,0001*	0,0002***	-0,0001
ROE_{t-1}	(1,75)	(4,80)	(-0,60)
Tamanho	0,8766*** (6,18)	0,8196*** (4,61)	1,1524*** (5,89)
Resultado Operacional	1,1794** (2,63)	0,4155 (1,33)	1,1355 (1,64)
ROE_{t-1}	-0,0001* (-1,97)	-0,0003*** (-4,85)	-0,0002*** (-3,27)
Endividamento	-0,1031 (-0,63)	-0,1356 (-0,46)	-0,2420 (-1,55)
Oportunidade de Crescimento	0,0010 (0,02)	0,0012 (0,02)	-0,0982 (-0,80)
Tangibilidade	0,1835*** (3,72)	0,2341** (2,43)	0,1923*** (3,57)
Receitas	0,0346 (0,28)	0,1318 (1,02)	0,3233 (-1,53)
Idade	-0,0032** (-2,20)	-0,0046** (-2,17)	-0,0002 (-0,18)
Dummies de Ano	Sim	Sim	Sim
Dummies de Setor	Sim	Sim	Sim
R ² Ajustado	0,7526	0,7218	0,8006
Observações	1.414	604	800

Os modelos realizados constituem regressões com separações amostrais abaixo e acima da mediana dos resultados, bem como um modelo contemplou a amostra completa. A diferença deste modelo para os demais é a inclusão da variável ROE_{t-1} , visto que essa variável busca testar o impacto da performance no período anterior sobre a decisão de investimento

Iniciando pelos resultados da regressão para a amostra geral encontra-se que as empresas familiares que obtiveram resultados positivos no período anterior tem um aumento de 0,01% a cada aumento no índice ROE_{t-1} do período anterior. Ou seja, as empresas familiares que alcançaram resultados superiores tendem a investir mais nos casos em que os resultados passados forem positivos. Deve-se dizer que o resultado apenas da variável ROE_{t-1} (considerando empresas familiares e não familiares) foi de queda de 0,01% para cada aumento no retorno do período anterior. Isso demonstra que o retorno positivo do período anterior promove um efeito de relaxamento nos investimentos das empresas, mas que as empresas familiares compensam isso com índices de investimento positivos conforme os resultados passados são favoráveis. Conforme apresentado nas pressuposições de Graham, Harvey e Puri (2013) e Heaton (2002), os resultados passados influenciam um contexto de excesso de confiança das empresas para a realização de investimentos, entretanto, tais ideias foram confrontadas

por Chrisman e Patel (2012) e somente foram encontrados para empresas pertencentes a grupos familiares no tocante ao excesso de confiança no tocante aos investimentos. Pode-se dizer que os para empresas familiares, a manutenção de bons índices auxilia na diminuição do comportamento conservador.

Ao analisar o modelo 2 (que considerou as empresas com resultados abaixo da mediana), encontra-se que para cada aumento no índice de retorno do período anterior ocorre um aumento de 0,02% nas decisões de investimento das empresas familiares. Estas decisões de maiores investimentos em períodos de problemas financeiros ocorre, segundo Cleary (1999) e Cleary, Povel e Raith (2007), porque empresas com problemas de restrição financeira tendem a agir de maneira mais arriscada do que as demais para que seus resultados voltem a ser positivos ao longo do tempo. E nesse contexto, a obtenção de resultados positivos em períodos anteriores, faz com que as empresas que comumente atuam de maneira mais conservadora podem realizar investimentos mais arriscados por estarem respaldadas por resultados passados. A distância que as empresas familiares tem para seus pares (em termos negativos) influencia que tais empresas possam agir de maneira mais arriscada quando estão respaldadas por retornos financeiros positivos.

Já o último modelo não apresentou significância estatística, embora tenha mostrado resultados negativos. Ou seja, as empresas familiares com bons resultados tendem a diminuir seus investimentos conforme os resultados financeiros dos períodos passados forem maiores. Chrisman e Patel (2012) e Anderson e Reeb (2012) mencionam estes itens em seus trabalhos, pois já que as empresas não estão com restrições financeiras, as mesmas podem atuar de forma conservadora sem incorrer em elevados riscos.

Portanto, a partir das análises sobre o comportamento das empresas familiares em condições de restrição financeira tem uma atuação balizada pelo comportamento mais conservador em relação às suas decisões de investimento. Pode-se dizer também que as empresas familiares com restrição financeira dependem bastante da tangibilidade devido à possibilidade de obtenção de fundos externos. Além disso, as empresas familiares com resultados inferiores a suas pares tendem a aumentar seus investimentos caso tenham obtido resultados positivos em períodos anteriores. Portanto rejeita-se H_0 de que não existem diferenças de investimento entre empresas familiares com bons resultados e com resultados ruins. Devido a isso, os resultados estão mais alinhados com a hipótese

H_1 de que as empresas familiares atuam de maneira mais conservadora com resultados ruins e são mais impactadas tanto pela tangibilidade quanto pelos resultados passados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente capítulo foi destinado à realização das considerações finais a respeito da pesquisa sobre o impacto da estrutura de propriedade e controle familiar nas decisões de investimento das empresas familiares brasileiras listadas em bolsa. O capítulo está dividido de modo a apresentar inicialmente a síntese teórica, que consiste na apresentação das teorias utilizadas e das proposições demonstradas. A segunda consiste em uma síntese dos resultados encontrados para cada uma das proposições teóricas. A última parte do capítulo reflete sobre a agenda futura relacionada ao tema de pesquisa e as limitações desta tese.

5.1 Síntese teórica: apresentação da temática

Iniciando a discussão das considerações finais tem-se que a pesquisa objetivava entender como as características de estrutura de propriedade e controle familiar, a heterogeneidade causada pela forma dessa estrutura, os choques exógenos causados por crises econômicas e a situação de restrição financeira das empresas (configurando uma heterogeneidade interna) impactam nas decisões de investimento das empresas familiares listadas em bolsa nos períodos entre 2006-2016.

Para atender a estes elementos, a pesquisa iniciou a discussão teórica a partir de elementos como a descrição dos conceitos sobre decisões de investimento, em que elas são pautadas, como as empresas atuam mediante contextos econômicos desfavoráveis e quanto afetadas as empresas são pela restrição financeira.

Tratando cada um destes itens de forma sumarizada nestas considerações finais, encontra-se que os investimentos podem ser separados em Capital de Giro, CAPEX e P&D. Dudley (2012) aponta que destes três, o investimento em CAPEX é considerado o mais custoso deles e não é realizado muitas vezes, enquanto o investimento em P&D é um investimento menor, mas com maior incerteza. Já o investimento em capital de giro, conforme descrito por Gan (2007), apresenta aqueles valores que a empresa utiliza para financiar suas atividades de curto prazo.

Estas decisões de investimento são pautadas por características das firmas, tais como a concentração acionária, características dos gestores, possibilidade de endividamento, perfis dos gestores. Iniciando pela situação da concentração acionária, Baysinger (1991) exemplifica que o controle acionário pode influenciar o menor

conflito de agência (concentração acionária influencia maior poder de decisão) na realização dos investimentos. Isso tem correlação com as características dos gestores, que quando são menos avessos aos riscos podem decidir realizar investimentos mais arriscados. Nessas condições, o controle acionário pode proporcionar maior controle ao gestor e menos conflitos com outras partes interessadas, como seus acionistas. Sobre as características dos gestores, que podem ser mais ou menos avessos aos riscos, as obras de Landier e Thesmar (2009) e Graham, Harvey e Puri (2013) apresentam que em muitos momentos, os gestores podem superestimar sua capacidade de geração de resultados (ou seja, o VPL de seus investimentos) e incorrer em decisões muito arrojadas (e que podem se tornar perigosas para a organização). Já Graham, Harvey e Rajgopal (2005) encontraram que gestores com perfis moderados (mais conservadores) podem investir menos, mesmo com resultados positivos em períodos anteriores. Entretanto, deve-se dizer que as características da firma complementam essas decisões (maximizam ou minimizam a tomada de risco).

Modelos de decisões de investimento como os mostrados por Lang, Ofek, & Stulz (1996) denotam que variáveis como o Q de Tobin (que representa tanto o valor da empresa quanto as oportunidades de crescimento) impactam diretamente nas decisões de investimento, sejam elas em CAPEX ou em aumento de funcionários. Outros estudos como os de D'Mello e Miranda (2010) mostraram que conforme as empresas se endividam, passa a ocorrer um ponto de máximo para as mesmas e nesse ponto elas diminuem seus investimentos (o que promove uma curva de U invertido entre endividamento e investimentos). Outro ponto complementar sobre as características que impactam nos investimentos consistem em detalhes como o tamanho das empresas, a tangibilidade e consequentemente o grau de maturidade conforme apontados pelos trabalhos de Almeida e Campello (2007) e Guariglia (2008).

O outro ponto apresentado pelo referencial teórico consistiu no impacto de choques exógenos nas decisões de investimento. As crises econômicas que impactam diretamente não só na capacidade de realizar investimento das empresas (restrições propriamente ditas), mas também podem vir a influenciar o comportamento dos gestores na tomada de decisões financeiras (Bleaney, 1996; Campello et al., 2010). Segundo Benhabib et al. (2016), Cakici et al. (2016) e Heaton (2002), os choques de liquidez provocam não somente uma limitação de recursos disponíveis para serem captados, mas também um contexto desfavorável para a tomada de decisões arriscadas.

O último ponto descrito pelo referencial teórico de investimentos consistiu na apresentação de elementos que provocam restrição financeira das empresas e como essa restrição impacta nas decisões de investimento. Esses itens possuem grande relação com as restrições externas, entretanto estão voltados para características específicas da firma, tais como tamanho e tangibilidade. Os trabalhos de Almeida e Campello (2007), Campello e Giambona (2013) e Campello et al. (2010) mostraram que a tangibilidade, o tamanho e a maturidade das empresas funcionam como um elemento que proporciona salvaguardas aos credores, sendo assim um elemento que possibilita maior captação de recursos e isso resultaria em menor dependência do fluxo de caixa.

O referencial teórico possui continuidade explicando o que são empresas familiares, como a estrutura de propriedade e controle pode afetar as decisões e por fim, como a heterogeneidade das empresas familiares afeta as decisões de investimento mais especificamente. O primeiro destes itens consiste na definição do que seriam as empresas familiares. O referencial teórico trouxe três abordagens sobre esse conceito: a) abrangente - a maior porção das ações ordinárias encontra-se em poder de uma ou mais famílias (J. Astrachan & Shanker, 2003; La Porta et al., 1999); b) mediana - além da existência do poder de voto (acionário), os membros da família possuem cargos diretivos (e estão nos conselhos) destas empresas (Anderson & Reeb, 2004; J. Astrachan & Shanker, 2003; Sharma & Carney, 2012); c) restrita - uma empresa familiar somente existe a partir do momento em que existem sucessões dos membros da família no controle da mesma (J. Astrachan & Shanker, 2003; Miller & Le Breton-Miller, 2006).

O segundo ponto foi utilizar os conceitos que diferenciam empresas familiares de não familiares no tocante as decisões. Empresas familiares e não familiares comumente possuem diferenças em questões financeiras, estratégicas, operacionais, entre outros. As diferenças entre esses itens entre as empresas familiares e não familiares se devem a alguns pontos importantes, tais como: a) redução dos custos de monitoramento e consequentemente melhor alinhamento de interesses (Allouche et al., 2008; La Porta et al., 1999; Shleifer & Vishny, 1997); b) orientação de longo prazo das empresas familiares (Allouche et al., 2008; Hoopes & Miller, 2006; James, 1999); e c) valores, aspectos culturais e altruísmo presentes em uma empresa familiar (Denison et al., 2004; Schulze et al., 2003).

O terceiro e último conjunto de itens que foi discutido sobre as empresas familiares consistiu na descrição dos fatores que movem as empresas familiares frente

às decisões de investimento. Estes itens estiveram baseados em obras como as de Anderson et al. (2012), Chrisman e Patel (2012) e Wright, Chrisman, Chua e Steier (2014). Para esses autores, as empresas familiares podem escolher formas mais conservadoras para realizar investimentos, sobretudo considerando o impacto da riqueza socioemocional. Além destes conceitos fundamentais, outros apontamentos dessas obras consistem no impacto da heterogeneidade dentre as próprias empresas familiares, o que faz com que não se possam considerar os impactos apenas de um tipo de empresa familiar como definitivo.

Após essas breves descrições sobre as teorias utilizadas, o próximo tópico discute brevemente os resultados das doze proposições teóricas estabelecidas anteriormente e como elas estão alinhadas com a teoria.

5.2 Proposições elaboradas e seus resultados

Para atender aos objetivos propostos, o trabalho subdividiu-se em doze propostas. Estas três propostas atendem a três tipos de interesses: o primeiro destes grupos refere-se à forma como as empresas com estrutura de propriedade e controle familiar investem; o segundo consiste nas análises sobre as características heterogêneas entre os diversos tipos de empresas familiares ao longo do tempo; o terceiro refere-se ao impacto da situação de restrição financeira e dos bons resultados para as empresas familiares.

O primeiro grupo possui cinco proposições teóricas relacionadas à diferenciação entre empresas familiares não familiares.

A primeira dessas proposições consiste em analisar se empresas familiares investiam menos em CAPEX do que as empresas não familiares. Esta proposição estava baseada em uma combinação das teorias sobre investimentos das empresas familiares de que os investimentos em CAPEX por terem menos incertezas seriam maiores para as empresas familiares (Anderson & Reeb, 2012). Entretanto quando são combinados esses itens com o contexto de instabilidade do cenário econômico e institucional brasileiro, espera-se que o comportamento conservador das empresas familiares venha a emergir. Os resultados encontrados para esta proposição estão em linha com essas combinações da teoria com a realidade de altos custos de transação no Brasil. As empresas familiares investem aproximadamente 21,5% menos do que empresas não familiares. Esses resultados menores do que os encontrados para as empresas não familiares significa que o contexto econômico e institucional torna as empresas

familiares ainda mais conservadoras, o que concorda com as ideias de Chrisman et al., (2012), Chrisman e Patel (2012) e Cucculelli et al. (2016) de que as empresas familiares buscam a perenidade e a autopreservação e em um contexto institucional frágil, suas decisões serão mais realizadas sob um conservadorismo maior. Além dessa situação cabe ressaltar que empresas familiares maduras apresentam quedas ainda maiores nos investimentos, visto que a cada ano de idade as empresas tem queda de investimentos da ordem de 3% em seus índices de investimento. Relação semelhante ocorre para as empresas familiares maduras que tiveram índices 27,4% menores que as demais empresas. Esses resultados alinham-se com os pressupostos de Chrisman e Patel (2012) em que os investimentos das empresas familiares apresentam quedas mais acentuadas do que os das não familiares ao longo do tempo.

A segunda das proposições consistiu em analisar o comportamento dos índices de capital de giro das empresas familiares em comparação com as empresas não familiares. A base teórica desta proposição derivou de que os aumentos do capital de giro das empresas são investimentos para a manutenção das atividades operacionais (Berk & DeMarzo, 2009). Diante disso, ao considerar as empresas familiares como avessas ao risco e focadas na manutenção do negócio (Chrisman et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012; Cucculelli et al., 2016), os investimentos focados na capacidade operacional da empresa serão considerados os mais importantes. Os resultados encontrados mostraram, nos modelos robustos, que uma empresa familiar comumente apresenta entre 3% e 5% mais investimentos em capital de giro que as não familiares. Isso corrobora literaturas como as de Chua et al. (1999), Hoopes e Miller (2006) e Madison, Kellermanns e Munyon (2017), pois para estes autores (em linhas gerais) as empresas familiares comumente fazem a opção de não realizar investimentos voltados para o curto prazo, ou investimentos que sejam muito onerosos ou muito arriscados ou que exijam um nível de endividamento muito elevado. Nesse sentido, a manutenção de bons índices de capital de giro pode resultar em resultados extremamente satisfatórios.

O terceiro item consiste em uma proposição que versa sobre o comportamento de investimento em CAPEX nos momentos de crise. Essa pressuposição está relacionada ao fato de que uma crise macroeconômica proporciona um choque de liquidez e isso causa restrições financeiras exógenas Campello et al. (2010), Campello e Giambona (2013) e Gan (2007). Para esses autores, o choque macroeconômico limita o crédito disponível para a realização de investimentos que demandam grande quantidade de capital (ex.: investimentos em CAPEX). Ao testar essa premissa aplicada às empresas

familiares, os resultados mostraram que os investimentos das empresas familiares iniciam em valores menores e ainda sofrem quedas mais significativas entre os períodos antes e depois das crises. O modelo teórico utilizou os dois problemas macroeconômicos pelos quais o Brasil passou em 2008 e após 2013. A Crise de 2008 não apresentou quedas, sobretudo pela política econômica adotada pelo governo. Já o declínio econômico após 2013 causou uma queda muito mais abrupta nas empresas familiares.

O quarto item consiste em uma proposição que versa sobre os índices de capital de giro de crise. Conforme comentado no parágrafo anterior, os choques de liquidez impactam na menor quantidade de capital externo disponível para a realização de investimentos e, sobretudo para que as empresas mantenham suas operações. Neste sentido, as empresas familiares tenderão a buscar ajustar seus índices de capital de giro para que enfrentem as crises com problemas menores, o que tem grande relação com obras como a de Bianco, Bontempi, Golinelli e Parigi (2013) em que os autores apontam que as empresas familiares, pelas suas características emocionais peculiares, buscam mais vezes medidas que possam perpetuar a empresa. Os resultados encontrados mostram que os índices de capital de giro das empresas familiares foram maiores que o das empresas não familiares em todos os períodos. Além disso, embora os índices de capital de giro das empresas não familiares não tenham caído no período subsequente a Crise de 2008, no período após 2013, as quedas foram muito mais significativas para as empresas que não possuíam famílias no controle. Isso tem relação com as teorias de autopreservação aplicadas as empresas familiares, que podem ser encontradas em obras como as de Chua, Chrisman, Steier e Rau (2012) e Schmid, Ampenberger, Kaserer e Achleitner (2015). Entretanto, cabe dizer que a hipótese foi aceita apenas parcialmente, dado o fato de que a proposição se confirmou apenas para o período posterior ao declínio econômico pós-2013.

O quinto item analisado contemplou a diferença entre os investimentos considerando várias tipologias de empresas familiares. O trabalho dividiu as tipologias em sete tipos diferentes. Diante disso, a proposição buscou identificar se existia variabilidade entre as diferentes tipologias de empresas familiares, fato continuamente debatido por trabalhos sobre heterogeneidade em empresas familiares, tais como Chua et al. (2012) e Nordqvist, Sharma e Chirico (2014). Os resultados encontrados corroboraram tais pressupostos e mostraram que ao classificar as empresas com uma ou outra tipologia existiam diferenças estatisticamente significantes.

O sexto item descrito consistiu em verificar o impacto das diferentes formas de empresas familiares nas decisões de investimento em CAPEX. A proposição teórica que derivou dessa descrição foi de que as empresas com maior participação da família seriam aquelas em que os investimentos seriam os mais conservadores. Deve-se dizer que perfis mais complexos de empresas familiares (empresas familiares com membros na presidência do conselho e no cargo de CEO) tem mais poder de decisão para emplacar os objetivos da família no comando da empresa. Isso resulta em um alinhamento ainda mais forte das pressuposições de aversão ao risco e de riqueza socioemocional para investimentos em CAPEX (Chrisman & Patel, 2012; Chrisman et al., 2010; Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011). Os resultados encontrados corroboram essas proposições tanto nos modelos considerando tanto as regressões que utilizaram apenas a variável FAM_n quanto naqueles que usaram a interação dessa variável com a idade e a maturidade das empresas.

O sétimo item descrito consistiu em verificar o impacto das diferentes formas de empresas familiares nos índices de capital de giro. A proposição teórica que derivou dessa descrição foi de que as empresas com maior participação da família seriam aquelas em que os investimentos seriam os mais conservadores e como a manutenção de bons índices de capital de giro é um item fundamental para a perpetuidade das mesmas (Aktas et al., 2015; Baños-Caballero et al., 2014), esse seria um grande foco das empresas familiares com maior atuação da família. Os resultados da análise da proposição 8 (colocando também empresas com necessidade de capital de giro) apresentaram que existe uma aderência de todos os modelos de empresas familiares frente aos índices de capital de giro, embora as variáveis de interesse (modelos familiares mais robustos) não apresentaram significância estatística. Já no modelo excluindo as empresas com necessidade de capital de giro, os modelos de empresas familiares mais robustos apresentaram significância estatística em linha com a proposição teórica. Portanto, a hipótese foi aceita apenas parcialmente, visto que a aderência estatisticamente ocorreu apenas para empresas sem necessidade de capital de giro (*Índice de Capital de Giro* > 0).

O oitavo item considerado nessas considerações finais consiste na proposição 9 que consistiu na análise do impacto dos dois choques macroeconômicos do período nas decisões de investimento em CAPEX de todos os sete tipos de empresas familiares. Utilizando a variável **poder** da escala F-PEC (J. H. Astrachan & Jaskiewicz, 2008) combinada com a heterogeneidade e o comportamento conservador das empresas

familiares para investimentos dispendiosos em contextos desfavoráveis (Anderson & Reeb, 2012), a premissa era de que empresas com maior participação da família utilizam estratégias mais conservadoras em períodos de crise. A análise da atual proposição obteve resultados estatisticamente significantes para ambas as análises comparativas das duas crises econômicas que o Brasil enfrentou no período entre 2006-2016. As empresas familiares tiveram um comportamento que foi acima da média na retomada dos investimentos após a Crise de 2008 e apresentaram quedas severas no período subsequente ao declínio da economia após 2013.

O nono item consistiu em uma análise de que os períodos de crise impactam profundamente as empresas familiares mais robustas em relação aos índices de capital de giro. Entende-se que diante do conceito de aversão a perda, sobretudo a perda da riqueza da família, as empresas familiares tendem a maximizar o comportamento conservador (Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) e neste sentido, mesmo em um período de crise, o comportamento das empresas familiares mais robustas consistiu em sofrer menos danos ao índice do que as demais empresas. Os resultados encontrados mostraram que os dois choques de liquidez promoveram diminuições dos níveis de capital de giro. Entretanto, de maneira mais específica em relação à proposição teórica de que ocorreram grandes variabilidades entre os tipos diferentes de empresas familiares nos períodos de crise, a mesma se comprova apenas parcialmente, pois a diferença entre os índices foi muito pequena, bem como não foram significantes as diferenças estatísticas.

O décimo versou sobre a heterogeneidade de tamanho e tangibilidade. O impacto do tamanho e da tangibilidade para as decisões de investimento, conforme apontado por Almeida e Campello (2007) e Campello et al. (2010), ocorre em um efeito de amortecimento das restrições financeiras e retira da empresa a necessidade de utilizar somente o fluxo de caixa. Neste sentido, tanto a tangibilidade quanto o tamanho das empresas proporcionam aumento nos índices de investimento e para empresas familiares isso teria um impacto ainda maior, pois proporcionaria maior estabilidade para empresas notadamente conservadoras. Os resultados da análise para esta proposição encontraram que sim, essa relação permanece positiva e é ainda maior para as empresas familiares (tanto na questão do tamanho quanto na tangibilidade).

O décimo primeiro analisou os impactos da situação financeira das empresas. Esta proposição também estava baseada em trabalhos como os de Almeida e Campello (2007) e Campello e Giambona (2013), pois ao considerar as restrições como elevadas

entende-se que o desempenho dos índices de investimento também é prejudicado. Neste ponto, a proposição se entrelaçou com os conceitos do comportamento que pode restringir ainda mais as empresas familiares, tais como as restrições financeiras e a situação de ter receitas prejudicadas. Diante disso, os testes analisaram duas três situações: a situação das empresas familiares com condições financeiras boas e ruins, o impacto da tangibilidade para estas empresas e, por fim, o impacto dos resultados passados. Em todos os modelos, os resultados encontraram alinhamento com as proposições de Anderson et al. (2012) e Chrisman e Patel (2012), em que as empresas familiares com resultados ruins tomam decisões ainda mais conservadoras, mas que ao analisar as empresas com bons resultados, as mesmas realizam investimentos superiores a amostra geral das empresas familiares.

5.3 Importância da pesquisa

A importância desta pesquisa consiste em apresentar como as empresas familiares brasileiras realizam seus investimentos a partir de uma série de condicionantes. O primeiro desses condicionantes analisado consistiu em demonstrar quais as diferenças entre empresas familiares e não familiares. O segundo buscou apresentar como essas empresas investem em períodos de crise. O terceiro visou corroborar como as diferentes estruturas de governança e controle que podem ser aplicadas em uma empresa familiar impactam nas decisões de investimento. O último destes elementos trouxe a tona o impacto de elementos financeiros, tais como restrição financeira, resultados ruins, tamanho e tangibilidade moldam o comportamento das empresas familiares.

Os resultados mantiveram a linha com as proposições teóricas de estudos anteriores que foram aplicados em outros países, tais como os de (Anderson et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012; Wright et al., 2014). Entretanto, conforme apontado pelo referencial teórico, o corpo de análise sobre empresas familiares no Brasil ainda caminha de forma distante da pesquisa científica sobre a área em outros países. Consultando a base de dados da Scielo, encontram-se apenas 62 trabalhos que continham empresas familiares em seu resumo, entretanto, muitos desses trabalhos apenas consideram empresas familiares como um objeto, com pouco ou nenhum desenvolvimento teórico sobre a temática. Portanto, o primeiro impacto deste trabalho consiste na divulgação científica.

Além disso, essa falta de discussão sobre as teorias que envolvem as empresas familiares no Brasil proporciona que esse seja um campo fértil de discussão, sobretudo pelas empresas familiares serem grande parte das organizações brasileiras. A depender da classificação (como foi mencionado nesse trabalho), estas empresas são a maioria das empresas de capital aberto no Brasil. Portanto, o segundo impacto deste trabalho funciona para abrir portas para inovações nas pesquisas sobre o tema de empresas familiares no Brasil.

Outro impacto importante da pesquisa consiste em proporcionar interfaces com a prática da administração nas organizações. Ao compreender como os impactos da riqueza socioemocional, das teorias sobre empresas familiares e do comportamento avesso ao risco no momento dos investimentos ocorrem (e especificamente o quanto cada uma dessas variáveis impacta) torna-se possível explorar isso como uma forma de auxiliar os tomadores de decisão em uma empresa familiar. Isso pode ocorrer por meio de consultorias, treinamentos, participação em conselhos, entre outros. Ou seja, esta tese mostra para esses agentes as características de investimento das empresas familiares brasileiras e em cima disso, estes agentes podem praticar suas ações de mediação e mentoria para que as empresas familiares possam se ajustar a um nível mais próximo das demais sem perder suas características essenciais.

Essas três características proporcionam a importância da pesquisa: o poder de disseminação deste tema de pesquisa, a possibilidade de aumentar a discussão teórica sobre a temática e, por fim, contribuir para a área da gestão das organizações familiares.

5.4 Limitações da pesquisa e estudos futuros

Como em todo trabalho acadêmico, este estudo possui limitações. Apresentamos algumas delas e sugestões para que sejam cobertas por estudos futuros. A primeira limitação refere-se ao fato de que o termo **empresa familiar** ainda não apresenta consenso na literatura. Isso faz com que as pesquisas, a depender da forma de classificação utilizada, podem resultar em impactos totalmente diferentes umas das outras. Entretanto, o conceito de heterogeneidade entre as empresas familiares surgiu para relativizar esses problemas e conferir maior poder de explicação nos testes empíricos.

Ainda no tocante ao corpo teórico, entende-se que como a pesquisa utilizou dados secundários para caracterizar e parametrizar as decisões das empresas familiares, os

resultados podem não conseguir mostrar as opiniões dos gestores sobre as decisões de investimento. Nesse sentido pode-se sugerir que os próximos trabalhos relacionados à investimentos e empresas familiares possam ter início no papel dos gestores de empresas familiares e a bagagem psicológica dos mesmos.

Ainda no tocante aos dados secundários entende-se que isso é um problema no Brasil. Apesar deste trabalho conseguir utilizar uma base robusta de dados, o Brasil ainda apresenta um contexto muito diferente do restante do mundo. Assim sendo, torna-se necessário que futuros trabalhos cogitem a montagem de uma base de dados própria, utilizando tanto dados secundários quanto os dados oriundos de fontes primárias das empresas familiares.

De forma mais específica pode-se sugerir que em estudos futuros sejam considerados outros tipos de investimento, tais como investimento em treinamento, investimento em marketing, inovação, internacionalização. Assim como a literatura internacional trabalha em diversas frentes tanto para diferenciar empresas familiares das não familiares quanto encontrar elementos específicos em cada tipologia de empresa familiar, o Brasil é um campo fértil para que estes trabalhos ocorram em profusão. Assim sendo, futuros trabalhos devem pensar estratégias das organizações familiares sob a lupa das decisões de investimento.

Quanto aos aspectos metodológicos, pode-se explorar outros métodos de análise, sejam elas qualitativas ou quantitativas. Como qualitativas sugere-se que sejam feitas entrevistas analisando o papel do tomador de decisão. Do ponto de vista quantitativo, pesquisas utilizando modelos estatísticos mais robustos para controlar tanto os efeitos de endogeneidade como os possíveis vieses de seleção podem agregar muito ao campo científico. Ainda nesta temática sugere-se que pesquisas futuras ampliem o escopo da pesquisa para empresas de capital fechado e a partir disso criem escalas para que essas empresas sejam comparáveis as de capital aberto. Este trabalho deixou esta lacuna para que possa ser explorada no futuro.

Por fim, sugere-se que o escopo da riqueza socioemocional seja ampliado e que escalas sejam elaboradas para explorar mais empresas em futuras pesquisas. A riqueza socioemocional (que é um dos elementos norteadores deste trabalho) explica muitos itens, mas faltam teorias que avancem o conceito de riqueza socioemocional explorando dados secundários. Deve-se dizer que a incorporação de elementos da microeconomia e do contexto institucional deve servir como componente mediador. Este trabalho usou alguns deles por meio das variáveis de interação, entretanto há que se avançar muito

para desenvolver um modelo teórico que consiga agrupar tanto o conceito de empresa familiar quanto o contexto do local e do setor em que a empresa está inserida.

REFERÊNCIAS

- Afonso, J. R., Araújo, E. C., & Fajardo, B. G. (2016). The role of fiscal and monetary policies in the Brazilian economy: Understanding recent institutional reforms and economic changes. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 62, 41–55.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.07.005>
- Agca, S., & Mozumdar, A. (2008). The impact of capital market imperfections on investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking and Finance*, 32(2), 207–216.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.02.013>
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98–113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
- Allayannis, G., & Mozumdar, A. (2004). The impact of negative cash flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates. *Journal of Banking and Finance*, 28(5), 901–930. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(03\)00114-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00114-6)
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review*, 21(4), 315–330. <https://doi.org/10.1177/08944865080210040104>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Almeida, J. R., & Eid, W. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*, 67(5), 924–934.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.012>
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205–222.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.006>
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1744–1758.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.018>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm

- Performance : Evidence from the S & P 500. *American Finance Association*, 58(3), 1301–1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S & P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237. <https://doi.org/10.2307/4131472>
- Astrachan, J. H., & Jaskiewicz, P. (2008). Emotional returns and emotional costs in privately held family businesses: Advancing traditional business valuation. *Family Business Review*, 21(2), 139–149. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2008.00115.x>
- Astrachan, J., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, 15(1), 45–58. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x>
- Astrachan, J., & Shanker, M. C. (2003). Family businesses' contribution to the U.S. economy : A closer look. *Family Business Review*, XVI(3), 211–219.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez- Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- Barnett, T., Long, R. G., & Marler, L. E. (2012). Vision and Exchange in Intra-Family Succession: Effects on Procedural Justice Climate Among Nonfamily Managers. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1207–1225. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00546.x>
- Baronchelli, G., Bettinelli, C., Del Bosco, B., & Loane, S. (2016). The impact of family involvement on investment of SMEs in psychically distant countries. *International Business Review*, 25(1), 1–11. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2015.14453abstract>
- Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., & Turk, T. A. (1991). Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy. *The Academy of Management Journal*, 34(1), 205–214. <https://doi.org/10.2307/256308>
- Benhabib, J., Liu, X., & Wang, P. (2016). Sentiments , Financial Markets , and Macroeconomic Fluctuations. *Journal of Financial Econ*, 120(212), 420–443.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, (May), 647–691.
- Bernanke, B., Gertler, M., & Simon, G. (1996). The Financial Accelerator and the Flight to Quality, 78(1), 1–15.

- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258–279.
<https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73–96. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.73>
- Bianco, M., Bontempi, M. E., Golinelli, R., & Parigi, G. (2013). Family firms' investments, uncertainty and opacity. *Small Business Economics*, 40(4), 1035–1058. <https://doi.org/10.1007/sl>
- Boyd, B. K., & Solarino, A. M. (2016). Ownership of Corporations: A Review, Synthesis, and Research Agenda. *Journal of Management*, XX(X), 1–33.
<https://doi.org/10.1177/0149206316633746>
- Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *Journal of Finance*, 64(1), 263–308. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01434.x>
- Breton-Miller, I. Le, & Miller, D. (2006). E T & P. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 731–747.
- Breton-Miller, I. Le, & Miller, D. (2008). To grow or to harvest? Governance, strategy and performance in family and lone founder firms. *Journal of Strategy and Management*, 1(1), 41–56. <https://doi.org/10.1108/17554250810909419>
- Brown, J. R., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (2009). Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s r&d boom. *Journal of Finance*, 64(1), 151–185. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01431.x>
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, a. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, LVIII(5), 2167–2201. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00601>
- Cakici, N., Tang, Y., & Yan, A. (2016). Do the size, value, and momentum factors drive stock returns in emerging markets? *Journal of International Money and Finance*, 69(June), 179–204. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.06.001>
- Campello, M., & Giambona, E. (2013). *Real Assets and Capital Structure*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Vol. 48).
<https://doi.org/10.1017/S0022109013000525>
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>

- Carney, M. (2005). Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms. *Entrepreneurship & Regional Development*, 249–265.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00081.x>
- Carney, M., Gedajlovic, E., & Strike, V. M. (2014). Dead Money: Inheritance Law and the Longevity of Family Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 38(6), 1261–1283. <https://doi.org/10.1111/etap.12123>
- Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family-Controlled Firms Care More About Their Stakeholders. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1153–1173. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00543.x>
- Chen, C., & Kieschnick, R. (2017). Bank credit and corporate working capital management. *Journal of Corporate Finance*, *In press*.
<https://doi.org/10.1016/j.ecoinf.2017.05.002>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., De Massis, A., Frattini, F., & Wright, M. (2015). The ability and willingness paradox in family firm innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 32(3), 310–318. <https://doi.org/10.1111/jpim.12207>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(2), 267–293.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00407.x>
- Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). Variations in R & D Investments Of Family and Nonfamily Eirms : Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976–997.
<https://doi.org/10.2307/23317622>
- Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2010). Corporate Entrepreneurship in Family Firms: A Family Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1043–1056. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00412.x>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23, 19–39.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00131.x>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1103–1113. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00540.x>
- Claessens, S., & Laeven, L. (2003). Financial Development, Property Rights, and

- Growth. *Journal of Finance*, 58(6), 2401–2436. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00610.x>
- Cleary, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance*, 54(2), 673–692. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00121>
- Cleary, S., Povel, P., & Raith, M. (2007). The U-Shaped Investment Curve: Theory and Evidence. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 42(1), 1–39. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002179>
- Corbetta, G., & Salvato, C. A. (2004). The Board of Directors in Family Firms : One Size Fits All ? *Family Business Review*, XVII(2), 119–134.
- Crespí, R., & Martín-Oliver, A. (2015). Do family firms have better access to external finance during crises? *Corporate Governance (Oxford)*, 23(3), 249–265. <https://doi.org/10.1111/corg.12100>
- Cucculelli, M., Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2016). Product innovation, firm renewal and family governance. *Journal of Family Business Strategy*, 7, 90–104. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.02.001>
- D’Mello, R., & Miranda, M. (2010). Long-term debt and overinvestment Agency problem. *Journal of Banking and Finance*, 34(2), 324–335. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.07.021>
- Davis, S. J., Faberman, R. J., & Haltiwanger, J. C. (2013). an us cr ip t Ac ce pt us cr ip t Ac ce pt, (December 2012).
- De Massis, A., Di Minin, A., & Frattini, F. (2015). Family-Driven Innovation. *California Management Review*, 58(1), 5–19. <https://doi.org/10.1525/cmr.2015.58.1.5>
- De Massis, A., Kotlar, J., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2014). Ability and willingness as sufficiency conditions for family-oriented particularistic behavior: Implications for theory and empirical studies. *Journal of Small Business Management*, 52(2), 344–364. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12102>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177. <https://doi.org/10.1086/261354>
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence

- on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Denison, D., Lief, C., & Ward, J. L. (2004). Culture in Family-Owned Enterprises: Recognizing and Leveraging Unique Strengths. *Family Business Review*, 17(1), 61–70. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00004.x>
- Diamond, D. W., & Rajan, R. G. (2001). Liquidity Risk , Liquidity Creation , and Financial Fragility : A Theory of Banking. *Journal of Political Economy*, 109(2), 287–327.
- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418–435. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008>
- Dyer, W. G. (2006). Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review*, 19(4), 253–273. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00074.x>
- Eddleston, K. A., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2010). Governance and trust in family firms: An introduction. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34(6), 1043–1056. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00412.x>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory : and Assessment Review. *The Academy of Management*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Erickson, T., & Whited, T. M. (2000). Measurement Error and the Relationship between Investment and [ITAL]q[ITAL]. *Journal of Political Economy*, 108(5), 1027–1057. <https://doi.org/10.1086/317670>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *From Brookings Papers on Economic Activity*, 1(February), 141–195. <https://doi.org/10.3386/w2387>
- Gan, J. (2007). Collateral, debt capacity, and corporate investment: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 85(3), 709–734. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.06.007>
- Gedajlovic, E., & Carney, M. (2010). Markets, hierarchies, and families: Toward a transaction cost theory of the family firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34(6), 1145–1172. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00418.x>
- Gedajlovic, E., Carney, M., Chrisman, J. J., & Kellermanns, F. W. (2012). The

- Adolescence of Family Firm Research: Taking Stock and Planning for the Future. *Journal of Management*, 38(4), 1010–1037.
<https://doi.org/10.1177/0149206311429990>
- Goel, S., & Jones, R. J. (2016). Entrepreneurial Exploration and Exploitation in Family Business: A Systematic Review and Future Directions. *Family Business Review*, 29(1), 94–120. <https://doi.org/10.1177/0894486515625541>
- Gomez-Mejia, L., Campbell, J. T., Martin, G., Hoskisson, R. E., Makri, M., & Sirmon, D. G. (2013). Socioemotional Wealth as a Mixed Gamble: Revisiting Family Firm R&D Investments With the Behavioral Agency Model. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 1351–1374. <https://doi.org/10.1111/etap.12083>
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223–252.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x>
- Gomez-Mejia, L. R., Patel, P. C., & Zellweger, T. M. (2015). In the Horns of the Dilemma: Socioemotional Wealth, Financial Wealth, and Acquisitions in Family Firms. *Journal of Management*, XX(X), 1–29.
<https://doi.org/10.1177/0149206315614375>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013a). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103–121.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013b). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103–121.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- Greenwood, R., Diaz, A. M., Li, S. X., & Lorente, J. C. (2010). The Multiplicity of Institutional Logics and the Heterogeneity of Organizational Responses. *Organization Science*, 21(2), 521–539. <https://doi.org/10.1287/orsc.1090.0453>
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1795–1809. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.008>
- Hart, O. (1989). An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. *Columbia Law Review*, 89(7), 1757. <https://doi.org/10.2307/1122818>
- Hart, O., & Moore, J. (1994). A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital Author (s): Oliver Hart and John Moore Reviewed work (s): Published by : Oxford University Press. *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 841–879.

- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and corporate finance.pdf. *Financial Management*, 33–45.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., Harrison, J. S., & Hoskisson, R. E. (1991). Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs. *Academy of Management Journal*, 34(3), 693–706. <https://doi.org/10.2307/256412>
- Hoopes, D. G., & Miller, D. (2006). Ownership preferences, competitive heterogeneity, and family-controlled businesses. *Family Business Review*, 19(2), 89–101. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00064.x>
- James, H. S. J. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41–55. <https://doi.org/10.1086/250095>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kaplan, N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215. <https://doi.org/10.2307/2951280>
- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., & Zellweger, T. M. (2012). Extending the Socioemotional Wealth Perspective: A Look at the Dark Side. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1175–1182. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00544.x>
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211–248.
- Klein, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29(3), 321–339. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00086.x>
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial Decision Making in Family Firms: An Adaptation of the Theory of Planned Behavior. *Family Business Review*, 0894486514522483-. <https://doi.org/10.1177/0894486514522483>
- Kotlar, J., Fang, H., De Massis, A., & Frattini, F. (2014). Profitability goals, control

- goals, and the R&D investment decisions of family and nonfamily firms. *Journal of Product Innovation Management*, 31(6), 1128–1145.
<https://doi.org/10.1111/jpim.12165>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Landier, A., & Thesmar, D. (2009). Financial contracting with optimistic entrepreneurs. *Review of Financial Studies*, 22(1), 117–150. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn065>
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3–29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00842-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3)
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2015). What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–2009. *World Development*, 66, 237–253. Retrieved from
<http://search.ebscohost.com.libproxy.smu.edu.sg/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=99613377&site=ehost-live&scope=site>
- Lins, K. V., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2013). Does family control matter? International evidence from the 2008-2009 financial crisis. *Review of Financial Studies*, 26(10), 2583–2619. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht044>
- Mahmoudzadeh, A., Nili, M., & Nili, F. (2017). Real effects of working capital shocks: Theory and evidence from micro data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *In press*. <https://doi.org/10.1016/j.lithos.2004.08.003>
- Mahto, R. V., & Khanin, D. (2014). Satisfaction with Past Financial Performance, Risk Taking, and Future Performance Expectations in the Family Business. *Journal of Small Business Management*, 53(3), 801–818. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12088>
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2008). The industry life cycle, acquisitions and investment: Does firm organization matter? *Journal of Finance*, 63(2), 673–708. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01328.x>
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x>
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2011). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics. *Journal of Management Studies*, 48(1), 1–25.

- <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00896.x>
- Morck, R., & Yeung, B. (2004). Family Control and the Rent-Seeking Society. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 391–410.
- Newbert, S., & Craig, J. B. (2017). Moving Beyond Socioemotional Wealth: Toward a Normative Theory of Decision Making in Family Business. *Family Business Review*, 89448651773357. <https://doi.org/10.1177/0894486517733572>
- Nordqvist, M., Sharma, P., & Chirico, F. (2014). Family firm heterogeneity and governance: A configuration approach. *Journal of Small Business Management*, 52(2), 192–209. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12096>
- Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: Which factors are reliably important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 301–323. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1464471>
- Patel, P. C., & Cooper, D. (2014). Structural power equality between family and non-family TMT members and the performance of family firms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1624–1649. <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0681>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Power in a Theory of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*, 113(May), 387–432. <https://doi.org/10.1162/003355398555630>
- Reeb, D. (2007). Ownership structure and corporate decision-making. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 355–357. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2007.04.001>
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., & Achleitner, A. K. (2015). Family firm heterogeneity and corporate policy: Evidence from diversification decisions. *Corporate Governance (Oxford)*, 23(3), 285–302. <https://doi.org/10.1111/corg.12091>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the Agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179–194. <https://doi.org/10.2307/30040613>
- Sharma, P. (2004). An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family Business Review*, 17(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00001.x>
- Sharma, P., & Carney, M. (2012). Value Creation and Performance in Private Family Firms: Measurement and Methodological Issues. *Family Business Review*, 25(3), 233–242. <https://doi.org/10.1177/0894486512457295>

- Sharma, P., & Nordqvist, M. (2007). A typology for capturing the heterogeneity of family firms. *Academy of Management Proceedings*, 2007(1), 1–6.
<https://doi.org/10.5465/AMBPP.2007.26501993>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Soleimanof, S., Rutherford, M. W., & Webb, J. W. (2017). The Intersection of Family Firms and Institutional Contexts: A Review and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 89448651773644.
<https://doi.org/10.1177/0894486517736446>
- Stein, J. C. (1989). Efficient Capital Markets , Inefficient Firms : A Model of Myopic Corporate Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655–669.
- Stewart, a., & Hitt, M. a. (2012). Why Can't a Family Business Be More Like a Nonfamily Business?: Modes of Professionalization in Family Firms. *Family Business Review*, 25(1), 58–86. <https://doi.org/10.1177/0894486511421665>
- Stockmans, a., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional Wealth and Earnings Management in Private Family Firms. *Family Business Review*, 23(3), 280–294. <https://doi.org/10.1177/0894486510374457>
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Torres, E., & Zeidan, R. (2016). The life-cycle of national development banks : The experience of Brazil ' s BNDES, 62, 97–104.
- Tsao, S. M., Lin, C. H., & Chen, V. Y. S. (2015). Family ownership as a moderator between R&D investments and CEO compensation. *Journal of Business Research*, 68(3), 599–606. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.09.001>
- Tsoutsoura, M. (2015). The Effect of Succession Taxes on Family Firm Investment: Evidence from a Natural Experiment. *Journal of Finance*, 70(2), 649–688.
<https://doi.org/10.1111/jofi.12224>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567–591. <https://doi.org/10.2307/2328184>
- Wiseman, R. M., & Gomez-mejia, L. R. (1998). A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking. *Academy of Management Review*, 23(1), 133–153.

- Wright, M., Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. P. (2014). Family Enterprise and Context. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 1247–1260.
<https://doi.org/10.1111/etap.12122>
- Zellweger, T. (2007). Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20(1), 1–15.
<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00080.x>