

DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES: UMA ANÁLISE EMPÍRICA

Larissa Queiroz De Melo (UFMG) - larissa.queiroz@live.com

Edleuza Loures Silva (UFMG) - edleuza.l@hotmail.com

Rafael Morais de Souza (UFMG) - rafael.morais.souza@gmail.com

Resumo:

As companhias familiares possuem importância econômica em todo o mundo, sendo responsáveis por parcelas significativas da geração de empregos e do Produto Interno Bruto (PIB) das nações. Os resultados de pesquisas que se dedicaram a estudar a realidade de tais companhias não são homogêneos. Assim, este estudo teve o objetivo de analisar o desempenho de empresas familiares e não familiares de capital fechado, com vistas a averiguar se existe ou não diferença significativa entre tais entidades no tocante ao desempenho financeiro. A amostra foi composta por 248 companhias localizadas no Estado do Espírito Santo com informações publicadas nos anos de 2012 a 2016, perfazendo um total de 920 observações. Os resultados encontrados sugerem que o desempenho financeiro das empresas sob a propriedade familiar é superior ao das empresas não-familiares.

Palavras-chave: Empresas Familiares; Desempenho; Empresas Fechadas.

Área temática: Mercado Financeiro, de Crédito e de Capitais

DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES: UMA ANÁLISE EMPÍRICA

Resumo

As companhias familiares possuem importância econômica em todo o mundo, sendo responsáveis por parcelas significativas da geração de empregos e do Produto Interno Bruto (PIB) das nações. Os resultados de pesquisas que se dedicaram a estudar a realidade de tais companhias não são homogêneos. Assim, este estudo teve o objetivo de analisar o desempenho de empresas familiares e não familiares de capital fechado, com vistas a averiguar se existe ou não diferença significativa entre tais entidades no tocante ao desempenho financeiro. A amostra foi composta por 248 companhias localizadas no Estado do Espírito Santo com informações publicadas nos anos de 2012 a 2016, perfazendo um total de 920 observações. Os resultados encontrados sugerem que o desempenho financeiro das empresas sob a propriedade familiar é superior ao das empresas não-familiares.

Palavras-chave: Empresas Familiares; Desempenho; Empresas Fechadas.

Área temática do evento: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais.

1 INTRODUÇÃO

A companhia familiar assume a forma organizacional predominante de negócios em todo o mundo (ANDERSON; REEB, 2003), desempenhando papel central no desenvolvimento econômico (SANTOS, 2009; HERNÁNDEZ-TRASOBARES; GALVE-GÓRRIZ, 2017) e estando presente em variados setores, desde pequenos a grandes empreendimentos (ALMEIDA; FLACH, 2018). Conforme dados divulgados pelo *Family Firms Institute* (2017), tais companhias contribuem com uma parcela em torno de 70% a 90% do Produto Interno Bruto (PIB) em todo o mundo. Além disso, são responsáveis pela criação de 70% a 80% dos postos de trabalho (EUROPEAN FAMILY BUSINESSES, 2012).

Dado o seu significado econômico e social, não é de surpreender o crescente interesse, datado na última década (YU ET AL., 2012; CHENG, 2014), dos pesquisadores no desenvolvimento de estudos sobre suas características e particularidades. No entanto, apesar de todo o esforço dedicado ao campo de empresas familiares, o avanço em direção à formulação de teorias sobre o tema ainda é uma questão não superada (YU ET AL., 2012). A ausência de uma teoria limita o desenvolvimento de pesquisas, pois até mesmo a definição do que vem a ser uma empresa familiar encontra impasses na literatura. Assim, a fim de evitar uma visão distorcida, faz-se necessário reconhecer a heterogeneidade presente nas empresas familiares.

Donnelley (1967) observa a existência de crenças, por vezes sem fundamento, de que a união de atividade econômica e família tende a resultar em práticas empresariais ineficientes. Segundo Anderson, Duru e Reeb (2012), as companhias familiares, quando comparadas às não familiares, são mais propensas a evitarem o risco, o que influencia suas decisões de investimento de longo prazo, com vistas a viabilizar e assegurar uma saúde financeira positiva para a organização. Ao comparar a performance entre empresas familiares e não familiares em momentos de crise, Pires (2016) identificou que empresas não familiares sofreram um impacto negativo superior em relação às empresas familiares.

Goes, Martins e Machado Filho (2017), ao analisarem as diferenças entre o desempenho financeiro das empresas familiares e não familiares brasileiras, constataram que as firmas familiares apresentam passivo oneroso, lucro líquido, valor de mercado e valores totais

inferiores quando comparadas às empresas não familiares. Os autores concluem que as firmas familiares adotam estratégias mais conservadoras, refletindo no menor grau de endividamento e nos resultados inferiores.

Conforme destacam Goes, Martins e Filho (2017) e Stanley et al. (2019) os estudos realizados sobre firmas familiares concentram-se no tópico de seu desempenho financeiro, sobretudo, nas diferenças de seus resultados em relação as suas contrapartes não familiares. Entretanto, embora o desempenho seja o tópico mais explorado na literatura (Castro & Aguilera, 2014), não há consenso quanto aos resultados encontrados, sendo identificadas relações positivas, negativas e até mesmo neutras (EG.: GONÇALVES, 2000; ANDERSON; REEB, 2003; MAURY, 2006; MARTÍNEZ; STOHR; QUIROGA, 2007; SHYU, 2011; WANG; SHAILER, 2017) entre o envolvimento da família nos negócios e o reflexo de tal no desempenho da firma.

Face ao exposto, formula-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência da gestão familiar no desempenho de empresas fechadas localizadas no Estado do Espírito Santo?** Definida a questão de pesquisa, tem-se como objetivo investigar a influência da gestão familiar no desempenho financeiro das empresas fechadas familiares e não familiares sediadas no Estado do Espírito Santo (doravante denominadas como companhias capixabas de capital fechado).

Sharma e Carney (2012) destacam que investigar empresas fechadas é um desafio e, ao mesmo tempo, uma oportunidade atraente para os pesquisadores. A ausência de obrigatoriedade das empresas fechadas em tornarem públicas suas demonstrações financeiras, contribui com a carência de dados que viabilizem a operacionalização de estudos. No Brasil, as empresas de capital fechado são obrigadas a divulgarem um rol de informações, entretanto, conforme acentuam Afonso et al. (2016), a observância de tais obrigações é desigual em relação às empresas abertas.

O trabalho que se segue está subdividido em mais três seções, além dessa introdução. A seção dois trata da revisão da literatura sobre o tema abordando as diferenciações de empresas familiares e não familiares, bem como estudos relacionados. A seção três trata de aspectos metodológicos e formulação dos modelos econôméticos. Posteriormente tem-se a análise dos resultados com base nas evidências estatísticas e em comparação com os estudos anteriores. Por fim são expostas as considerações finais sobre a pesquisa realizada.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A revisão a seguir está subdividida em dois pilares principais, primeiramente é abordado a respeito da profusão conceitual sobre empresas familiares, e posteriormente são elencados alguns dos inúmeros estudos que se debruçaram sobre a temática.

2. 1 Empresas Familiares

As firmas de propriedade familiar constituem a forma predominante de negócios em todo o mundo (VILLANLONG; AMIT, 2010; FELDMAN; EMILIE; VILLALONGA, 2019), sendo responsáveis por parcelas significativas de riqueza dos países, bem como na criação de postos de trabalhos. Segundo Bain (2015), no ano de 2013 as firmas familiares foram responsáveis pela oferta de postos de trabalhos a mais 21 milhões de pessoas, contribuindo com cerca US \$ 6,5 milhões para o PIB global. Tais montantes equivalem, ainda conforme Bain (2015), dois terços a mais que firmas não familiares.

No Brasil, por volta dos anos de 1950 as empresas familiares marcaram presença significativa em quase todos os setores da economia brasileira, desde o agrícola até o financeiro (GONÇALVEZ, 2000; SANTOS, 2009), e em 1999 correspondiam a 4/5 da quantidade das empresas fechadas no país (ORO; BEUREN; HEIN, 2009).

Apesar de sua relevância econômica no mundo, Scarpin, Almeida e Machado (2012) e Goes, Martins e Filho (2017) destacam que não há consenso na literatura quanto a definição do que vem a ser uma empresa familiar, sendo, assim, a questão conceitual um tópico em aberto marcado por variadas interpretações (STANLEY ET AL., 2019).

Gonçalvez (2000) enfatiza a necessidade de se atentar sobre o que caracteriza uma empresa familiar com vistas a evitar falsos pressupostos. Para o autor três situações caracterizam a empresa como sendo familiar: i) é de propriedade de uma família que detém a totalidade do capital ou sua maioria, suficiente para exercer o controle; ii) a gestão é exercida por membros da família que possuem poderes para a definição de objetivos e diretrizes; e iii) a administração fica a cargo da família, que tem um membro na mesa da alta administração.

Segundo Lodi (1986), o conceito de empresa familiar refere-se à organização que considera o fator hereditário como determinante para a sucessão e na qual há identificação entre o sobrenome da família ou entre a figura do fundador e os valores institucionais. Ainda segundo o mesmo autor, empresas familiares nascem a partir da segunda geração, pois a antecessora originou-se a partir dos esforços individuais do fundador e a sua continuidade, via sucessão, provém do direito de sangue.

Diante da profusão conceitual e da falta de consenso entre os acadêmicos acerca da existência de um conceito capaz de abarcar o que caracteriza uma empresa como sendo familiar (MORAES FILHO; BARONE; OLIVEIRA PINTO, 2011), este estudo se embasará no conceito dado por Miller et al. (2007), segundo o qual as empresas familiares compreendem aquelas em que membros da mesma família estão envolvidos como grandes proprietários ou gerentes, contemporaneamente ou ao longo do tempo.

2. 2 Desempenho Financeiro

Avaliar o desempenho é tradicionalmente considerado um instrumento oportuno para quantificar a eficiência e a eficácia das atividades corporativas, além de ser peça chave para o processo de gestão e de tomada de decisões (VARGAS; AYRES; MONTEIRO, 2010; TEIXEIRA; AMARO, 2013). Segundo Omaki (2005), a mensuração do desempenho organizacional torna-se complexa, uma vez que a medida ideal exige uma variedade de indicadores relacionados a aspectos financeiros e não financeiros.

Teixeira e Amaro (2013) destacam a grande atenção dada a fatores relacionados a aspectos não financeiros e intangíveis ligados à companhia e ao seu sucesso, e defendem a visão de que a análise do desempenho financeiro em entidades que persigam fins lucrativos é uma das abordagens principais na avaliação da sua performance, já que é capaz de captar o impacto que o conjunto de decisões tomadas no processo de gestão surte na capacidade de criação de valor.

No campo das finanças corporativas, é possível identificar diferentes mecanismos para mensurar o desempenho de uma organização, tais como: análise da geração do valor econômico, análise do retorno de investimentos, análise de endividamento, entre outros (GOES; MARTINS; FILHO, 2017).

As medidas selecionadas para mensurar o desempenho das companhias neste estudo serão todas financeiras, pois tais medidas ainda compreendem o procedimento mais empregadas no âmbito das pesquisas, além de uma gama de estudos comprovarem sua validade

como uma boa métrica para estimação do desempenho das organizações como um todo (OMAKI, 2005).

Estudos realizados em diferentes contextos regionais (EG.: ANDERSON; REEB, 2003; MARTÍNEZ; STOHR; QUIROGA, 2007; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETYUK, 2010; SHYU, 2011; JIMÉNEZ; MARTOS; JIMÉNEZ, 2015), que objetivaram analisar a performance em empresas familiares, valem-se majoritariamente de métricas financeiras para mensurar o desempenho, tais como: Retorno Sobre os Ativos (ROA), Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Q de Tobin. O ROA e o ROE são medidas contábeis de desempenho que avaliam o retorno sobre os ativos e o patrimônio líquido da empresa, respectivamente, enquanto o terceiro mede o desempenho com base em informações provenientes do mercado (MARTÍNEZ; STOHR; QUIROGA, 2007). O Quadro 1, a seguir, resume as principais métricas utilizadas em 23 estudos nacionais e internacionais que versaram sobre o tema.

Quadro 1 - Métricas para desempenho em estudos anteriores

Autores	ROA	ROE	Q de Tobin
Chua et al. (1999)	X		
McConaughay e Phillips (1999)	X	X	
Anderson e Reeb (2003)	X	X	X
Cronqvist e Nilsson (2003)	X		X
Filatochov, Lien e Piesse (2005)	X	X	X
Ng (2005)		X	
Maury (2006)	X	X	X
Miller e LeBreton-Miller (2006)	X	X	
Barontini e Caprio (2006)	X		X
Villalonga e Amit (2006)	X		X
Martinez, Stohr e Quironga (2007)	X	X	X
Bennedsen et al. (2007)	X	X	
Allouche et al. (2008)	X	X	
Andrés (2008)	X		X
Sciascia e Mazzola (2008)	X		
Silva e Majluf (2008)	X		X
Randoy et al. (2009)	X		X
Chiung et al. (2009)	X	X	
Minichilli, Corbetta e MacMillan (2010)	X		
Ibrahim e Samad (2011)	X	X	X
Navarro, Ansón e Garcia (2011)	X		
Degenhart et al. (2016)	X	X	X
Goes, Martins e Machado Filho (2017)	X	X	

Fonte: Castro e Aguilera (2014), adaptado.

Quanto aos resultados encontrados, não há consenso sobre a relação entre desempenho e empresas familiares. Há resultados que evidenciam uma relação positiva (ANDERSON; REEB, 2003; BARONTINI; CAPRIO, 2006; MARTÍNEZ; STOHR; QUIROGA, 2007; ANDRÉS, 2008; SHYU, 2011; JIMÉNEZ; MARTOS; JIMÉNEZ, 2015), negativa (CRONQVIST; NILSSON, 2003; SCIASCIA; MAZZOLA, 2008; IBRAHIM; SAMAD, 2011) e neutra (MILLER ET AL., 2007; CHIUNG-WEN ET AL., 2009; KOWALEWSKI; TALAVERA; STETYUK, 2010).

2.3 Estudos Anteriores

Nesta seção, são apresentados estudos anteriores relacionados ao tema em análise. No âmbito internacional, foram selecionadas as pesquisas que mais se aproximam do propósito deste estudo, sendo identificados trabalhos que analisaram o desempenho de empresas familiares nos Estados Unidos (ANDERSON; REEB, 2003), na Europa Ocidental (MAURY, 2006) e no Chile (MARTÍNEZ; STOHR; QUIROGA, 2007). No contexto nacional, foram selecionados estudos que realizaram uma comparação entre o desempenho de organizações familiares e não familiares (GOES; MARTINS; MACHADO FILHO, 2017; LUNARDI *ET AL.*, 2017).

Anderson e Reeb (2003) investigaram a relação entre a propriedade familiar e a performance das empresas integrantes do S&P 500 da bolsa de valores dos EUA, no período de 1993 a 1999. Diferentemente do que esperavam, os autores constataram que empresas familiares apresentaram desempenho superior às demais e que quando os membros da família atuavam como CEOs, o desempenho da empresa era maior se comparado a quando o CEO era um membro externo. Identificaram, também, que os acionistas minoritários não são prejudicados pela propriedade familiar, indicando que a propriedade familiar possui uma estrutura organizacional eficaz, tal como ocorre na propriedade não familiar.

Maury (2006) examinou como empresas da Europa Ocidental, controladas por famílias, atuavam em relação às empresas com acionistas não controladores. Os resultados evidenciaram que o controle familiar ativo na empresa aumenta significativamente a rentabilidade da entidade e, adicionalmente, contribui com a redução dos problemas de agência entre proprietários e administradores. Todavia, um controle familiar pode ocasionar conflitos de interesses entre os acionistas minoritários e a família controladora, principalmente se for extremamente restrito. No geral, os achados de Maury (2006) sustentam que o controle familiar pode aumentar o desempenho das empresas e que, quando uma maior proteção é fornecida aos acionistas minoritários conjuntamente, os resultados encontrados são melhorados.

Sraer e Thesmar (2007), ao estudarem empresas francesas, constataram que as firmas familiares superam significativamente as suas contrapartes não familiares no tocante a performance. Para os autores, o resultado encontrado se deve a utilização mais eficiente do trabalho gerenciado por herdeiros, pelo emprego de mão de obra mais barata e desqualificada que demanda um menor emprego de capital.

Martínez, Stohr e Quiroga (2007), ao analisarem empresas chilenas num período de 10 anos, atestaram que o desempenho das empresas familiares foi significativamente superior ao das não familiares. Os autores ressaltam que quando as empresas controladas por famílias são sujeitas às condições de regulamentação do mercado, elas investem mais no *compliance*, o que atenua o problema de agência existente entre as famílias e os acionistas minoritários, conforme mencionado por Maury (2006).

Santos (2009) aborda a questão sob uma perspectiva diferente, partindo da premissa de que em países cujos mercados de capitais são mais desenvolvidos, há maiores investimentos em mecanismos para atenuar potenciais conflitos de agência entre os controladores e os acionistas minoritários. Para o autor, a quantia empregada para atenuar os potenciais conflitos no fim equivale-se aos ganhos obtidos nas empresas familiares.

Todavia, como o Brasil ainda possui um mercado de capitais em estágio de desenvolvimento, a preocupação com a redução desses conflitos não é tão realçada e a inocorrência dessas reduções, por menores que sejam, influenciam positivamente no desempenho da empresa.

No âmbito nacional, Goes, Martins e Machado Filho (2017), ao buscarem compreender diferenças entre o desempenho financeiro das empresas familiares e não familiares, constataram que as firmas familiares apresentam passivo oneroso, lucro líquido, valor de mercado e valores totais da empresa menores quando comparadas às empresas não familiares. Os autores evidenciam que essas empresas adotam estratégias mais conservadoras, refletindo no menor grau de endividamento e nos resultados inferiores.

O estudo de Lunardi *et al.* (2017) teve como objetivo analisar a criação de valor no desempenho econômico das empresas familiares e não familiares brasileiras. Os resultados encontrados demonstraram que as empresas familiares apresentam melhores resultados para os indicadores utilizados no estudo, sendo: *Economic Value Added* (EVA), *Market Value Added* (MVA), Retorno sobre Ativos (ROA) e Retorno sobre o Investimento (ROI). Conforme pode ser observado nos estudos elencados, embora não haja um consenso sobre a influência positiva ou negativa das características familiares no desempenho da entidade, a maioria dos achados aqui reportados evidenciam que a performance das empresas familiares é superior à das não familiares.

3 METODOLOGIA

Nesta seção, inicialmente é exposta toda a estatística descritiva e posteriormente parte-se para a determinação das variáveis e que compõem o estudo e formulação dos modelos econométricos.

3.1 Dados e Amostra

Inicialmente a amostra contou com 292 companhias de capital fechado sediadas no Estado do Espírito Santo, todavia, diante das particularidades de alguns setores, foram excluídas da amostra: 5 empresas financeiras, 28 *holdings* e 7 empresas de participações. Além disso, não foram encontrados dados referentes ao controle familiar de 4 empresas. Dessa maneira, a amostra final é composta por 248 companhias que tiveram suas demonstrações financeiras publicadas no período de 2012 a 2016, perfazendo um total de 920 observações. Os dados necessários para o desenvolvimento dessa pesquisa foram extraídos das demonstrações financeiras das empresas publicadas no Diário Oficial do Estado do Espírito Santo. Foram consultadas, por meio do Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), no site da Receita Federal do Brasil, informações úteis a respeito da organização: natureza jurídica, situação cadastral, atividade econômica, localização, data de constituição e formação do quadro societário.

3.2 Variáveis e Modelo

Diferentes medidas operacionais para caracterizar empresas familiares têm sido utilizadas na literatura (CASTRO; AGUILERA, 2014), de modo que não há um conjunto de variáveis consolidadas (GOES; MARTINS; FILHO, 2017). Além disso, ao investigar o desempenho das empresas, variados fatores podem comprometer a análise dificultando comparações entre os estudos: definições diversificadas de controle familiar, ambiente organizacional, variáveis e metodologia empregadas (NAVARRO; ANSÓN; GARCÍA, 2011). Com observância a estes percalços, a escolha das variáveis utilizadas no presente estudo foi baseada em pesquisas anteriores que discorreram sobre a mesma temática.

Existem na literatura diferentes maneiras de mensurar o desempenho das organizações. Nos estudos anteriores analisados, conforme pode ser observado no tópico de revisão de literatura, as métricas predominantemente utilizadas foram as seguintes: ROA, ROE e Q de Tobin. Tendo em vista que a presente amostra é constituída exclusivamente por empresas de capital fechado, a utilização do Q de Tobin é inviável, diante da escassez de informações extraídas no mercado de capitais para construção da métrica. Assim, para mensurar a performance das companhias foram utilizadas as variáveis ROA e ROE.

A variável principal de interesse desse estudo é a gestão familiar, captada por meio de uma *dummy* que assumiu valor 1 para empresas familiares e 0 para empresas não familiares (KOWALEWSKI; TALAVERA; STETSYUK, 2010). As variáveis de controle representam fatores ou fenômenos que os pesquisadores neutralizam ou anulam de forma proposital em uma pesquisa, com vistas a impedir que inadequações na análise entre as variáveis dependentes e independentes ocorram (LAKATOS; MARCONI, 1985). Assim, além das variáveis dependentes e independentes selecionadas no estudo, para analisar a influência da propriedade familiar no desempenho das companhias capixabas, foram acrescidas ao modelo variáveis de controle encontradas em outros estudos que se debruçaram sobre o tema, sendo essas: idade, tamanho, endividamento e setor.

A variável idade será medida como pelo número de anos que a empresa está em funcionamento (ANDERSON; REEB, 2003; MIRALLES; MIRALLES; LISBOA, 2014). Empresas familiares com um tempo de vida maior tendem a ter desempenhos superiores, por serem mais eficientes na utilização dos seus recursos (DEGENHART ET AL., 2016). Portanto, espera-se nesse estudo encontrar uma relação positiva entre a idade da empresa familiar e seu desempenho.

O tamanho da organização é medido pelo *log* natural do ativo total da empresa (ANDERSON; REEB, 2003; SHYU, 2011). Empresas maiores tendem a ser mais eficientes na aplicação de seus recursos, o que influencia positivamente no desempenho operacional (SHUY, 2011; DEGENHART ET AL, 2017). O endividamento das empresas será mensurado por meio da divisão entre dívidas e ativo total (POR EXEMPLO, ANDERSON; REEB, 2003; MARTÍNEZ; STOHR; QUIROGA, 2007). No estudo de Scarpin, Almeida e Machado (2012) não foi encontrada relação entre a gestão familiar e o nível de endividamento da empresa. Sob outra perspectiva, Fito, Moya e Orgaz (2013) defendem a ideia de que empresas familiares adotem estratégias mais conservadoras, baseadas em uma preferência intensa por recursos internos de financiamento com vistas a evitar altos níveis de endividamento.

O setor foi incluído como variável a fim de possibilitar uma análise adicional à pesquisa. Para sua mensuração será utilizada uma *dummy* para cada setor, representando 1(um) na presença do setor e 0 (zero) para outros. Particularidades presentes no setor em que a companhia está inserida podem afetar o desempenho financeiro.

Para melhor visualização das variáveis que serão empregadas neste estudo, a Quadro 2, a seguir, apresenta as variáveis com suas respectivas *proxies*, fontes e relação esperada.

Quadro 2 – Variáveis do Estudo

Variáveis	Sigla	Proxy	Referência	Sinal esperado
Variáveis dependentes				
Rentabilidade do ativo	ROA	Lucro Líquido / Ativo total	Anderson e Reeb (2003); Martinez, Stohr e Quiroga (2007); Lunardi et al. (2007)	Não se aplica

Rentabilidade do Patrimônio Líquido	ROE	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Brito, Corrar e Batistella (2007); Goes, Martins e Machado Filho (2017)	Não se aplica
-------------------------------------	-----	------------------------------------	---	---------------

(continua)

(conclusão)

Variáveis	Sigla	Proxy	Referência	Sinal esperado
Variável de independente				
Empresa Familiar	FAM	Dummy que assume valor 1 para empresas caracterizadas como familiar e 0 quando contrário	Kowalewski, Talavera e Stetsyuk (2010); Scarpin, Almeida e Machado (2012)	+
Variáveis de controle				
Idade	ID	Anos de existência desde a constituição da empresa	Anderson e Reeb (2003); Miralles, Miralles e Lisboa (2014)	+
Tamanho	TAM	Ln do Ativo Total	Shyu (2011); Goes, Martins e Machado Filho (2017); Almeida e Flach (2018)	+
Endividamento	END	(Empréstimos + Financiamentos) / Ativo total	Anderson e Reeb (2003); Martinez, Stohr e Quiroga (2007); Mitushima, Nakamura e Araujo (2010)	+
Setor Indústria	IND	Dummy que assume valor 1 quando a empresa pertence ao setor de Indústria e 0 caso contrário.		
Setor Serviços	SERV	Dummy que assume valor 1 quando a empresa pertence ao setor de Serviços e 0 caso contrário.	Anderson e Reeb (2003); Goes, Martins e Machado Filho (2017)	+/-

Fonte: elaboração própria (2018).

Diante do exposto, foram estabelecidos os seguintes modelos econométricos:

$$ROA_{it} = \beta_0 + D_1 FAM_{it} + \beta_1 ID_{it} + \beta_2 \ln{TAM}_{it} + \beta_3 END_{it} + D_3 IND_{it} + D_4 SERV_{it} + c_i + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + D_1 FAM_{it} + \beta_1 ID_{it} + \beta_2 \ln{TAM}_{it} + \beta_3 END_{it} + D_3 IND_{it} + D_4 SERV_{it} + c_i + \varepsilon_{it}$$

Em que:

ROA_{it}: desempenho medido pela relação entre o lucro líquido e o ativo total da empresa *i* no momento *t*.

ROE_{it}: desempenho medido pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa *i* no momento *t*.

FAM: *dummy* para gestão familiar que assumirá valor 1 quando a empresa possui uma gestão familiar e 0 caso contrário.

ID_{it}: idade da companhia *i* no momento *t* medida em anos desde a data de constituição.

lnTAM_{it}: logaritmo natural do total de ativos da companhia *i* no momento *t*.

END_{it} : endividamento da companhia i no momento t .

IND: *dummy* para setor de Indústria que assumirá valor um quando a empresa for do setor industrial e 0 quando for de outro.

SERV: *dummy* para setor de Serviços que assumirá valor um quando a empresa for do setor de prestação de serviços e 0 quando for de outro.

c_i : efeito individual não observado ou heterogeneidade não observada que varia entre os indivíduos.

ε_i : termo de erro usual da regressão, difere entre as unidades. Apresenta média zero, variância constante, não autocorrelacionado e não correlacionado com os regressores.

i : indivíduo

t : tempo

Após determinação dos modelos e estabelecimento das variáveis, a seção a seguir demonstra como foi realizada a estimativa econômica e quais os resultados encontrados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados foi subdividida em duas grandes interpretações, partindo do estudo dos dados da estatística descritiva e estimativa dos modelos de regressão por meio de dados em painel.

4.1 Estatísticas Descritivas

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no presente estudo.

Tabela 1 - Sumarização das variáveis

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
ROA	0.0491092	0.3133264	-4.799124	3.129178
ROE	0.084746	1.943722	-21.44337	46.5333
TAM	17.4643	1.752176	10.87563	21.87971
ID	23.80214	15.18141	1.580822	77.61918
END	0.2551047	0.5617315	-0.000051	10.66613

Fonte: Dados da pesquisa

Dentre as 248 sociedades anônimas de capital fechado capixabas analisadas no presente estudo, 44,24% (407 empresas) caracterizam-se como sendo de propriedade/gestão familiar. A principal concentração de empresas ocorreu no ramo de serviços, que representou, aproximadamente, 46% (423 empresas) do total de observações. Os setores de comércio e indústria apresentaram, respectivamente, 26% (238 empresas) e 28% (259 empresas).

As companhias analisadas variam consideravelmente em termos de idade, sendo que a mais nova está ativa há um ano e seis e a mais velha há 77 anos. Destaca-se a diferença entre os desvios-padrão do ROA e ROE. Este último apresenta uma variabilidade consideravelmente superior ao ROA, com um desvio padrão de 1,94 contra 0,31 do ROA. Isso se deve potencialmente ao fato de como esses indicadores são calculados. Ambos são mensurados com base no lucro líquido da empresa, todavia o primeiro (ROA) considera o ativo total e o segundo (ROE) considera o patrimônio líquido. Por meio disso, é possível inferir, que a variabilidade no montante do patrimônio líquido dessas empresas é maior que a dispersão do montante dos ativos.

4.2 Procedimentos Econométricos

A fim de capturar a relação existente entre as variáveis ao longo do tempo optou-se pela análise de regressão de dados em painel desbalanceado (MARQUES, 2000; FÁVERO, 2013). Após a análise da estatística descritiva procedeu-se a estimativa dos parâmetros do modelo de regressão. Os resultados base para a inferência estatística estão dispostos na Tabela 2.

Tabela 2 - Influências das variáveis sobre o ROA

Variáveis	Efeitos Aleatórios
FAM	0.0620027*** (0.0213173)
TAM	0.0183281*** (0.0062775)
ID	0.0010828 (0.0007024)
END	-0.0299703 (0.0186179)
SERV	0.0218881 (0.02540101)
IND	-0.0304267 (0.0281496)
_CONST	-0.3180321*** (0.1129569)
Vif	1.25
Teste Chow	F (247,669) = 3.38***
Teste Breush Pagan	chibar2 = 77.13 ***
Teste Hausman	chi2 = 15.91 ***
Teste Wooldridge	F (1,178) = 0.386
Teste Likelihood	chi2(247) = -2381.30

Fonte: dados da pesquisa

No estudo foram propostas duas *proxies* para medir o desempenho das empresas da amostra, ROA (retorno sobre os ativos) e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido). O modelo considerando a variável ROE como dependente não passou no teste de significância global ao nível de 10%, mesmo após logaritmização da variável e exclusão dos extremos. Nesse contexto, procedeu-se à estimativa dos parâmetros e ajuste do modelo com base exclusivamente no ROA.

Primeiramente foi estimado o modelo de regressão no tipo *Pooled*, que não foi o mais adequado, conforme indicado pelo Teste de Chow (comparação entre Pooled e Efeitos Fixos). O teste de Breusch-Pagan (comparação entre *Pooled* e Efeitos Aleatórios) confirmou a previsão de que o *Pooled* não seria o ideal, e que o modelo a ser estimado deveria ser com efeitos aleatórios. Wooldridge (2002) ressalta a não utilização do modelo de efeitos fixos na presença de variáveis *dummy* tendo em vista que essas não oscilam no tempo. Nesse sentido, mesmo pela indicação do teste de Hausman para efeitos fixos, procedeu-se a estimativa por efeitos aleatórios.

O modelo não apresentou problemas de multicolinearidade, autocorrelação ou heterocedasticidade. Apenas as variáveis tamanho (TAM) e a constante (_CONST) foram significativas para explicar o desempenho dessas empresas. À medida que a empresa cresce em

termos de patrimônio passa a ter autonomia para assumir maiores riscos e para realizar maiores investimentos, o que, nessa amostra foi indicado como atributo que favorece o desempenho. Contrariando a relação esperada, para essa amostra a idade da empresa não apresentou evidências estatísticas de que influencia o desempenho da empresa quando medido pelo ROA. A *dummy* para o setor de comércio foi omitida durante a estimativa para evitar o problema da multicolinearidade perfeita, e deve ser interpretada na constante (GUJARATI; PORTER, 2011). Ao analisá-la infere-se que para a amostra estudada, as empresas pertencerem ao setor do comércio influencia negativamente o seu desempenho, em comparação as empresas dos setores industriais e de serviços.

A variável adicionada ao modelo a fim de captar o efeito da gestão familiar no desempenho das empresas foi significativa ao nível de 1% indicando que a gestão familiar influencia positivamente o desempenho das empresas. Os principais achados desse trabalho corroboram com parte dos estudos anteriores realizados em âmbito internacional. Anderson e Reeb (2003) encontraram evidências de que as empresas familiares integrantes da bolsa de valores americana apresentam desempenho superior as não familiares, o que é também uma evidência dessa pesquisa, dado que a gestão familiar apresentou evidências estatísticas que melhora o desempenho da entidade.

Não obstante, os resultados da pesquisa de Maury (2006) com empresas da Europa Ocidental demonstraram que o controle familiar ativo na empresa aumenta significativamente a rentabilidade da organização. Sraer e Thesmar (2007) e Martínez, Stohr e Quiroga (2007), com empresas francesas e chilenas, respectivamente, também encontraram resultados similares, ratificando o desempenho superior das empresas familiares quando comparadas as não familiares. Considerando esses estudos, nota-se que os achados estão em consonância com os encontrados internacionalmente. Todavia, no cenário nacional, tem-se o estudo de Goes, Martins e Machado Filho (2017) evidenciando que as empresas familiares, por adotarem um maior de grau de conservadorismo, produzem resultados inferiores. Ao contrário, Lunardi *et al* (2017) evidenciam que empresas familiares apresentam melhores indicadores de desempenho, tais como ROA, EVA, MVA e ROE.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou analisar a influência da gestão familiar no desempenho das sociedades anônimas de capital fechado do Estado do Espírito Santo a partir de informações do período de 2012 a 2016. Como metodologia optou-se pela análise de dados em painel com a estimativa do modelo de Mínimos Quadrados Generalizados. Os resultados demonstraram, de forma geral, que a gestão familiar contribui positivamente para o desempenho das empresas.

A revisão dos estudos anteriores revela que não há um resultado consolidado sobre a temática, sendo, assim, inúmeros estudos com resultados similares e dissimilares aos dessa pesquisa. Nesse contexto, esse estudo mostra-se como uma contribuição na busca de uma consolidação do que representam as empresas fechadas e quais variáveis são significativas na determinação de sua performance financeira.

Dentre as limitações que permeiam esse estudo, tem-se a amostra e tempo de análise, não podendo ser expandidas para outros contextos, dado que se trata de uma amostragem não-probabilística. Além disso, tem-se a complexidade da coleta de dados de empresas fechadas tendo em vista um menor nível de exigência quando comparadas às sociedades anônimas de capital aberto. Sugere-se para futuras pesquisas, a replicação do estudo em outras regionalidades, estudos comparativos e que se baseiem em uma metodologia mais robusta a fim de compreender melhor a realidades dessas companhias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AFONSO, A. S.; BORTOLON, P.M.; ZANOTELI, E.J.; SANTOS JUNIOR, J.L. Determinantes do nível de *disclosure* obrigatório de companhia de capital fechado. In: **X Congresso Anpcont**, 4 a 7 de junho de 2016, Ribeirão Preto – SP. Disponível em: <<http://congresso.anpcont.org.br/x/files/2016-05/cue337.pdf>> Acessado em: 13 fev, 2019.
- ALLOUCHE, J.; AMANN, B.; JAUSSAUD, J.; KURASHINA, T. 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, 2008.
- ALMEIDA, D. M.; FLACH, L (2018). Propriedade familiar e desempenho empresarial: evidências de empresas brasileiras que compõem o índice IBRX100 da BM&FBOVESPA. In: **X Congresso Anpcont**, 9 a 12 de junho de 2018, João Pessoa – PB. Disponível em: <http://www.anpcont.org.br/pdf/2018_CUE33.pdf> Acessado em: 05 jun, 2019.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, 58(3), 1301-1328, 2003.
- ANDERSON, R. C., DURU, A., REEB, D. M. Investment policy in family controlled firms. **Journal of Banking & Finance**, 36(6), 1744-1758, 2012.
- ANDRES, C. Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership. **Journal of Corporate Finance**, 14(4), 431-445, 2008.
- BAIN, D. The top 500 family businesses in the world. **EY Family Business yearbook**, 2015, 183-187, 2015.
- BARONTINI, R.; CAPRIO, L. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. **European Financial Management**, 12(5), 689-723, 2006.
- BENNEDSEN, M.; NIELSEN, K. M.; PÉREZ-GONZÁLEZ, F.; WOLFENZON, D. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. **The Quarterly Journal of Economics**, 122(2), 647-691, 2007.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, 18(43), 9-19, 2007.
- CHUA, J. H.; CHRISMAN, J. J.; SHARMA, P. Defining the family business by behavior. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 23(4), 19-39, 1999.
- CRONQVIST, H.; NILSSON, M. Agency costs of controlling minority shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38(4), 695-719, 2003.

MORAES FILHO, A. C. T.; BARONE, F. M.; OLIVEIRA PINTO, M. A produção científica em empresas familiares: um enfoque conceitual. **Revista de Administração Pública**, 45(6), 1971-1991, 2011.

DEGENHART, L.; VOGT, M.; KAVESKI, I. D. S.; FANK, O. L.; SCARPIN, J. E. Análise dos fatores determinantes do desempenho das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa do setor de consumo cíclico. **ConTexto**, 16(33), 74-89, 2016

DONNELLEY, R. G. A empresa familiar. **Revista de Administração de Empresas**, 7(23), 161-198, 1967.

EUROPEAN FAMILY BUSINESSES (2017). Family Business Statistics. Disponível em: <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/publications/5/29/Family-Business-Statistics>. Acessado em: 14 jun.2018.

FAMILY FIRM INSTITUTE (2017). Global Data Points. Disponível em: <<https://www ffi.org/page/GlobalDataPoints?>> Acessado em: 14 jun.2018.

FÁVERO, L. P. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, 10(1), 2013.

FILATOTCHEV, I.; LIEN, Y. C.; PISSSE, J. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. **Asia Pacific Journal of Management**, 22(3), 257-283, 2005.

FITÓ, M. À.; MOYA, S.; ORGAZ, N. The debate on rented assets capitalization: The economic impact on family firms. **Journal of Family Business Strategy**, 4(4), 260-269, 2013.

GARCIA-CASTRO, R.; AGUILERA, R. V. Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry. **Journal of Family Business Strategy**, 5(1), 85-96, 2014.

GOES, T. H. M.; MARTINS, H. H.; MACHADO FILHO, C. A. P. Desempenho financeiro de empresas com características familiares: análise de empresas brasileiras listadas na BM&F. **REGE-Revista de Gestão**, 24(3), 197-209, 2017.

GONÇALVES, J. S. R. C. As empresas familiares no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, 40(1), 7-12, 2000.

GUJARATI, D. N; PORTER, D. C. **Econometria básica** (5a ed.). Porto Alegre: McGraw Hill Brasil, 2011.

HERNÁNDEZ-TRASOBARES, A; GALVE-GÓRRIZ, C. Diversification and family control as determinants of performance: A study of listed business groups. **European Research on Management and Business Economics**, 23(1), 46-54, 2017.

IBRAHIM, H.; SAMAD, F. A. Corporate governance mechanisms and performance of public-listed family-ownership in Malaysia. **International Journal of Economics and Finance**, 3(1), 105, 2011.

JIMÉNEZ, M. C. R.; MARTOS, M. C. V.; JIMÉNEZ, R. M. Organizational harmony as a value in family businesses and its influence on performance. **Journal of Business Ethics**, 126(2), 259-272, 2015.

KOWALEWSKI, O.; TALAVERA, O.; STETSYUK, I. Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland. **Family Business Review**, 23(1), 45-59, 2010.

LAKATOS, E. M; MARCONI, M. D. A. **Metodologia Científica**. 2^a edição. São Paulo: Editora Atlas AS, 1995.

LODI, J. B. **A empresa familiar**. Livraria Pioneira Editora, 1986.

LUNARDI, M. A.; BARBOSA, E. T.; JUNIOR, M. M. R.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, 5(1), 94-112, 2017.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura**. Centro de estudos Macroeconómicos e Previsão, faculdade de Economia do Porto, 2000.

MARTÍNEZ, J. I.; STÖHR, B. S.; QUIROGA, B. F. Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. **Family Business Review**, 20(2), 83-94, 2007.

MAURY, B. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, 12(2), 321-341, 2006.

MCCONAUGHEY, D. L.; PHILLIPS, G. M. Founders versus descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding family controlled firms. **Family Business Review**, 12(2), 123-131, 1999.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. **Family Business Review**, 19(1), 73-87, 2006.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I.; LESTER, R. H.; CANNELLAJR, A. A. Are family firms really superior performers?. **Journal of Corporate Finance**, 13(5), 829-858, 2007.

MINICHILLI, A.; CORBETTA, G.; MACMILLAN, I. C. Top management teams in family-controlled companies: ‘familiness’, ‘faultlines’, and their impact on financial performance. **Journal of Management Studies**, 47(2), 205-222, 2010.

MIRALLES-MARCELO, J. L.; DEL MAR MIRALLES-QUIRÓS, M.; LISBOA, I. The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. **Journal of Family Business Strategy**, 5(2), 156-168, 2014.

NG, C. Y. An empirical study on the relationship between ownership and performance in a family-based corporate environment. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 20(2), 121-146, 2005.

OMAKI, E. T. Recursos Intangíveis e Desempenho em Grandes Empresas Brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho

financeiras. **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 29, 2005.

ORO, I. M., BEUREN, I. M., & HEIN, N. Análise da eficiência de empresas familiares brasileiras. **RAE-eletrônica**, 8(2), 2009.

PIRES, V. C. D. F. **A performance das empresas familiares em momentos de crise**. 2016. (Dissertação, Instituto Politécnico de Leiria).

RANDØY, T.; DIBRELL, C.; CRAIG, J. B. (2009). Founding family leadership and industry profitability. **Small Business Economics**, 32(4), 397-407, 2009.

SACRISTÁN-NAVARRO, M.; GÓMEZ-ANSÓN, S.; CABEZA-GARCÍA, L. (2011). Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence. **Family Business Review**, 24(1), 71-93, 2011.

SANTOS, J. T. V. D. **Impacto do controle e gestão familiares sobre a performance das empresas: um estudo sobre indústrias de médio porte**. 2016. (Dissertação, Fundação Getúlio Vargas).

SCARPIN, J. E.; ALMEIDA, D. M.; MACHADO, D. G. Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares e não familiares que compõem o índice ibrx-100 da BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, 4(2), 93, 2012.

SCIASCIA, S.; MAZZOLA, P. Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. **Family Business Review**, 21(4), 331-345, 2008.

SHARMA, P.; CARNEY, M. Value creation and performance in private family firms: Measurement and methodological issues, 2012.

SHYU, J. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, 7(4), 397-411, 2011.

SILVA, F.; MAJLUF, N. Does family ownership shape performance outcomes?. **Journal of Business Research**, 61(6), 609-614, 2008.

STANLEY, L. J.; HERNÁNDEZ-LINALES, R., LÓPEZ-FERNÁNDEZ, M. C.; KELLERMANN, F. W. A Typology of Family Firms: An Investigation of Entrepreneurial Orientation and Performance. **Family Business Review**, 2019.

SRAER, D.; THESMAR, D. Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. **Journal of The European Economic Association**, 5(4), 709-751, 2007.

TEIXEIRA, N. M. D.; AMARO, A. G. C. Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor—um estudo de caso. **Revista Universo Contábil**, 9(4), 157-178, 2013.

TSAO, C. W.; CHEN, S. J.; LIN, C. S.; HYDE, W. Founding-family ownership and firm performance: The role of high-performance work systems. **Family Business Review**, 22(4), 319-332, 2009.

VARGAS, S. B. D.; DIEHL, C. A.; AYRES, P. R. R.; MONTEIRO, A. F. Indicadores não-financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios de administração de empresas de telecomunicações. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, 11(1), 2016.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value?. **Journal of financial Economics**, 80(2), 385-417, 2006.

WANG, K. T.; SHAILER, G. Family ownership and financial performance relations in emerging markets. **International Review of Economics & Finance**, 51, 82-98, 2017.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge: MIT Press, 2002.

YU, A.; LUMPKIN, G. T.; SORENSEN, R. L.; BRIGHAM, K. H. The landscape of family business outcomes: A summary and numerical taxonomy of dependent variables. **Family Business Review**, 25(1), 33-57, 2012.