

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO**

**GABRIEL MEDAGLIA VOELCKER**

**UMA ANÁLISE DA TOMADA DE RISCO EM FIRMAS FAMILIARES**

**Porto Alegre**

**2018**

GABRIEL MEDAGLIA VOELCKER

**UMA ANÁLISE DA TOMADA DE RISCO EM FIRMAS FAMILIARES**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Clea Beatriz Macagnan

Porto Alegre

2018

## Dados Internacionais de Catalogação na Publicação - CIP

V873a Voelcker, Gabriel Medaglia  
Uma análise da tomada de risco em firmas  
familiares / Gabriel Medaglia Voelcker. -- 2018.  
93 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do  
Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em  
Ciências Contábeis, Porto Alegre, RS, 2018.  
Orientadora: Clea Beatriz Macagnan.

1. Firma familiar. 2. Tomada de risco. 3. Tomada de  
decisão. I. Macagnan, Clea Beatriz, orient. II. Título.

CDU 658.012.2

GABRIEL MEDAGLIA VOELCKER

**UMA ANÁLISE DA TOMADA DE RISCO EM FIRMAS FAMILIARES**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Aprovado em (dia) (mês) (ano)

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Cristiano M. Costa – UNISINOS

---

Prof. Dr. Roberto Decourt – UNISINOS

---

Prof. Dr. Daniel Vancin– UNISINOS

---

Prof. Dr. Guilherme Kirch – UFRGS

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos que de alguma maneira contribuíram para o meu desenvolvimento nestes dois anos de mestrado. Primeiramente, agradeço minha família, especialmente meus pais e irmã, por serem fonte de apoio, cobrança e inspiração para os meus estudos. Gostaria de agradecer aos meus amigos pela paciência e compreensão neste período, principalmente pelas minhas ausências. E claro, gostaria de agradecer à minha excepcional namorada, Marina, por me motivar e compartilhar dos momentos desta jornada.

Agradeço também à minha orientadora, Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan, pelo aconselhamento, ajuda e contribuições ao realizar este trabalho. Sou muito grato pela presteza e envolvimento durante todo este processo, que com certeza não teria sido o mesmo sem a sua orientação. Sou eternamente grato ao Prof. Dr. Jairo Procianoy, por toda a orientação que recebi no período de trabalho em conjunto, sendo um divisor de águas na minha formação acadêmica, da qual ainda colho frutos e absorvo sabedoria. Gostaria de agradecer também ao Prof. Dr. Daniel Vancin por toda a paciência e conhecimento dispendidos neste processo. Agradeço também a todos professores membros do nosso PPG, que em muito contribuíram para o meu desenvolvimento neste período de mestrado.

Faço questão de agradecer aos meus colegas do curso: Caciano, Carlos, Davi, Luis Felipe, Mariana, Mateus, Matheus, Thobias e Vinícius, entre outros, por todo o companheirismo e conhecimento compartilhado, que tornaram esta experiência muitos mais divertida e enriquecedora. Agradeço também a John Williams, Jeremy Soule, Joe Keery, Stephen Bruner, Stephen Dubner, Roger Bennett, Michael Davies e Kevin Parker pela companhia nas inúmeras horas de trabalho requeridas pelo processo. Agradeço também aos inúmeros pesquisadores e economistas que serviram de inspiração e apoio para cada incursão acadêmica desbravada nos últimos dois anos.

## RESUMO

O presente trabalho aborda a relação estatística entre firmas familiares e tomada de risco. Procura-se contribuir para a crescente literatura em firmas familiares ao realizar uma revisão da literatura das características que as distinguem de firmas não familiares, buscando inovar ao pesquisar um construto pouco trabalhado com este tipo de firma: a tomada de risco. Revisa-se a literatura sobre ambos construtos, utilizando pressuposto teórico e trabalhos empíricos para formular-se a hipótese de pesquisa: firmas familiares são mais avessas à tomada de riscos do que firmas não familiares. Esta hipótese é testada empiricamente através procedimentos econométricos em uma amostra de 1188 observações. Utiliza-se uma amostra com particularidades relevantes, contemplando as firmas listadas na bolsa de valores do Brasil, que compõem um dos maiores mercados mundiais com concentração acionária. Realiza-se dois testes para diferença de médias entre firmas familiares e firmas não familiares, os testes T e Mann-Whitney. Após verificada que a diferença estatística nas variáveis entre os dois tipos de firma existe, busca-se testar a hipótese utilizando um teste de Mínimos Quadrados Ordinários. Para robustez, são utilizados testes de dados em painel com efeitos aleatórios. Em todas as regressões rodadas observa-se um efeito negativo da presença familiar na tomada de risco das firmas. Conclui-se que os resultados corroboram a hipótese de que firmas familiares seriam mais avessas à tomada de riscos que firmas não familiares.

**Palavras-chave:** Firmas familiares. Tomada de risco. Tomada de decisão.

## ABSTRACT

The present work analyses the relationship between family firms and risk-taking. It seeks to contribute to the growing literature on family firms by reviewing the literature on the characteristics that distinguish them from non-family firms, aiming to innovate by approaching a less-used construct for this type of firm: risk-taking. The literature on both constructs is reviewed, using theoretical and empirical works to develop the research hypothesis: family firms are more averse to risk-taking than non-family firms. This hypothesis is tested empirically through econometrics procedures in a sample with 1188 observations. A sample with relevant particularities is used, consisting in the firms listed in the Brazilian stock market, which is one of the biggest markets in the world with shareholder concentration. Two testes are performed to test if the average of the variables behave differently between family and non-family firms: T and Mann-Whitney. After verifying that there is a statistical difference between the two types of firm, it is tested the hypothesis using a Ordinary Least Squares test. For robustness, random effects tests with panel data are performed. In all regressions the presence of family firms negatively affect risk-taking. Thus, it can be concluded that family firms seem to be less prone to risk-taking than non-family firms

**Key-words:** Family firms. Risk-taking. Decision making.

**LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Definições da Variável de Interesse .....	53
Figura 2 – Correlação das Variáveis .....	64



## LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Teste de Hipótese .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 2 - ROA .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 3 – Tomada de Risco .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 4 - Desempenho .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 5 - Tamanho .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 6 - Conselheiros .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 7 - Externos .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 8 - Oportunidades.....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 9 - Liquidez.....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 10 - Idade .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 11 - Introdução .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 12 - Crescimento .....	57
Equação 13 – Maturação .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 14 - Declínio .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
Equação 15 - Retorno .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas.....	62
Tabela 2 – Proporção das Firms Familiares Classificando por Fam1 .....	65
Tabela 3 – Teste T .....	65
Tabela 4 – Teste Mann-Whitney .....	66
Tabela 5 – Teste de Hipótese: Mínimos Quadrados Ordinários.....	68
Tabela 6 – Revisão Empírica .....	89
Tabela 7 – Dados em Painel com Efeitos Aleatórios.....	90

**LISTA DE SIGLAS**

B3	Brasil Bolsa Balcão
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FCF	Fluxo de Caixa de Financiamento
FCI	Fluxo de Caixa de Investimentos
FCO	Fluxo de Caixa de Operações
FF	Firmas Familiares
FNF	Firmas Não Familiares
IFRS	International Financial Reporting Standards
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MW	Mann-Whitney
OE	Orientação Empreendedora
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PSF	Patrimônio Socioemocional Familiar
ROA	Return On Assets

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>14</b>
<b>1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa</b> .....	<b>16</b>
<b>1.2 Objetivos</b> .....	<b>17</b>
1.2.1 Objetivo Principal .....	17
1.2.2 Objetivos Específicos .....	17
<b>1.3 Justificativa e Relevância</b> .....	<b>17</b>
<b>1.4 Delimitação do Tema</b> .....	<b>19</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	<b>21</b>
<b>2.1 Firmas Familiares</b> .....	<b>21</b>
2.1.1. Estruturação das Firmas .....	21
2.1.2. Emergência da Literatura Sobre Firma Familiar .....	23
2.1.3. Classificação da Firma Familiar .....	25
2.1.4. Características .....	30
2.1.4.1. Patrimônio Familiar.....	30
2.1.4.2. Manutenção do Status Familiar.....	34
<b>2.2. Tomada de Risco</b> .....	<b>38</b>
2.2.1. Preferências de Risco dos Administradores.....	39
2.2.2. Tomada de Decisão de Risco .....	41
<b>2.3. Revisão de Trabalhos Empíricos e Formulação da Hipótese</b> .....	<b>43</b>
2.3.1. Trabalhos Empíricos de Aversão a Tomada de Riscos.....	44
2.3.2. Trabalhos Empíricos de Propensão a Tomada de Riscos.....	46
2.3.3. Formulação da Hipótese .....	47
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>48</b>
<b>3.1. Modelos Econométricos</b> .....	<b>48</b>
<b>3.2. Variável Dependente</b> .....	<b>50</b>
<b>3.3. Variáveis Independentes</b> .....	<b>51</b>
3.3.1. Presença Familiar .....	51
3.3.2. Variáveis de Controle .....	53
<b>3.4. População e Amostra</b> .....	<b>58</b>
<b>4 RESULTADOS</b> .....	<b>61</b>
<b>4.1. Estatísticas Descritivas</b> .....	<b>61</b>
4.1.1. Análise da Amostra Completa .....	61

4.1.2. Análise da Amostra Completa .....	64
<b>4.2. Teste de Hipótese.....</b>	<b>67</b>
<b>4.3. Análise dos Resultados .....</b>	<b>67</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>73</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>76</b>
<b>APÊNDICE A – TABELA COMPARATIVA DA REVISÃO EMPÍRICA .....</b>	<b>89</b>
<b>APÊNDICE B – TESTES DE ROBUSTEZ.....</b>	<b>90</b>
<b>.....</b>	<b>90</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Firmas surgem da iniciativa de empreendedores que, quando prosperam, contratam profissionais para a administração e, com isso, dão sustentabilidade às mesmas (de Vries, 1993). Berle e Means (1932) apontaram que o crescimento do empreendimento seria oportunizado pela estruturação de capital da firma como sociedade anônima. Essa, por sua vez, estabelece a separação entre controle e propriedade, o que possibilita a emergência diversos tópicos de pesquisa, como conflitos de interesse, assimetria de informação e preferências de risco (Jensen e Meckling, 1976).

O contexto analisado por Berle e Means (1932) não foi universal, mas sim as firmas listadas no mercado americano na época. Vale destacar que, embora a dispersão de capital ainda seja predominante no mercado de capitais americano, existem firmas listadas com controle familiar, como Walmart e Ford, por exemplo (Anderson e Reeb, 2003 e Bertrand e Schoar, 2006). Segundo as pesquisas de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e Morck (2007) a problemática apresentada por Berle e Means (1932), em que as firmas teriam uma grande dispersão acionária e o controle concentrado em poucos administradores, não se revelou dominante em alguns outros mercados. Estes trabalhos mostraram como o controle das firmas concentra-se cada vez mais na posse de famílias e do Estado, no período que correspondeu à composição da amostra do estudo. No mercado de controle privado, a maioria das firmas do mundo são controladas por seus fundadores, suas famílias ou herdeiros (Burkart, Panunzi e Shleifer, 2003).

No Brasil, as firmas familiares representam mais de 90% da totalidade do mercado (Laruccia, Matias e Passos, 2015). Isto indica o poder econômico e social deste perfil de organização e o papel que esta desempenha no sistema econômico do país (Moura, Franz e Cunha, 2015). Por este motivo, pesquisas recentes passaram a dar mais atenção organizações classificadas como familiares e às motivações das famílias empresárias (Borges, Lescura e Oliveira, 2009; Belmonte e Freitas, 2013; Tres, Serra e Ferreira, 2014 e Costa, Galdi e Motoki, 2014).

Quando o acionista controlador da firma é uma família ou integrantes de uma família, possibilita-se que família empresária participe ativamente das decisões tomadas para a mesma (de Vries, 1993). Isto ocorreria pois os membros da família, independentemente de seu grau de envolvimento executivo no negócio, teriam uma

visão diferenciada sobre a firma quando comparada aos dos administradores da mesma (Schulze, Lubatkin e Dino, 2003). Sua propriedade e seu envolvimento influenciam as decisões tomadas pela firma de maneira particular, acarretando uma outra dinâmica de relações (Casillas, Moreno e Barbero, 2011).

Dentre as decisões mais importantes que uma firma deve realizar está a tomada de risco. O risco é objeto de estudo de pesquisadores da área de economia, finanças e contabilidade há décadas, possuindo implicações nas mais diversas esferas (John et al., 2008 e Zyphur et al., 2009). Risco é definido para a tomada de decisões como a incerteza associada ao retorno que uma escolha propicia (Fama e Jensen, 1983 e March e Shapira, 1987). É esperado que o tomador de decisão, neste caso o administrador da firma, seja avesso ao risco. Isto é, dadas duas alternativas de investimento de igual retorno, o administrador escolhe aquela em que há menor risco (Fama e MacBeth, 1973). Assim configura-se um ponto ótimo da tomada de risco por parte do tomador de decisão. Porém este ponto ótimo pode diferir de acordo com as preferências dos administradores (Jensen e Meckling, 1976 e Palich e Bagby, 1995). A tomada de risco representa todas as decisões envolvendo risco que os administradores tomam, não focando em um tipo de risco específico, como risco tributário, por exemplo (John et al., 2008 e Faccio, Marchica e Mura, 2011).

No século XX, diversas teorias confrontaram a noção econômica clássica de que os tomadores de decisão seriam maximizadores de utilidade (von Neumann e Morgenstern, 1944). Os estudos sobre tomada de risco buscam entender os incentivos a que responde o tomador de decisão e como estes podem variar de acordo com uma gama de fatores (Amihud e Lev, 1981 e Zyphur et al., 2009). No caso das firmas, o administrador seria influenciado por suas preferências pessoais (Fama e Jensen, 1983). Este construto teórico foi formalizado na Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976), que aborda diversas repercussões da separação entre controle e propriedade. Dentre elas, encontra-se as preferências por risco dos administradores (Eisenhardt, 1989), que se comportam de maneira diferente caso estes também sejam proprietários da firma (no caso, famílias empresárias) e não profissionais externos cujo vínculo seja apenas administrar a firma.

Considerando o exposto, o tema de pesquisa deste estudo é a relação entre firmas familiares e tomada de risco. A próxima subseção contextualiza e apresenta o problema de pesquisa, seguido pelos objetivos dessa pesquisa. Aborda-se então a justificativa e relevância do tema e por fim apresenta-se a delimitação do tema.

## 1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa

A comparação entre inúmeros fatores que podem ser diferenciados entre firmas familiares e não familiares compõe expressiva parte da literatura sobre firmas familiares. A firma familiar caracteriza-se não apenas pela presença acionária por parte da família mas também pelo seu envolvimento na administração. Dadas as particularidades que afetam a estrutura de uma firma familiar é esperado que o comportamento e os interesses dos membros da família empresária interfiram nas decisões corporativas tomadas pela firma (Chrisman et al., 2012).

Dentre as decisões corporativas encontra-se a tomada de riscos. Risco é normalmente definido na literatura financeira como a probabilidade do retorno de um investimento desviar do seu retorno esperado (Sharpe, 1964). Assume-se que a tomada de riscos compreende todas as decisões que o administrador deve realizar, sem distinguir entre os tipos de riscos a que a firma está exposta (John et al 2008 e Faccio, Marchica e Mura, 2011).

Ao tomar decisões, o administrador realiza um trade-off entre risco e retorno esperado (Fama e MacBeth, 1973). Assume-se que o ponto ótimo desta escolha seja aquele em que dado um certo nível de retorno esperado, nenhuma outra configuração de escolhas possua um risco menor. Destaca-se também o estudo de Fama e Jensen (1983) que analisa o comportamento dos administradores quando há uma separação entre controle e propriedade. Este estudo diferencia entre dois tipos de administrador: o que participa do processo decisório, mas não obtém o retorno residual da decisão que realiza e aquele que recebe o retorno residual. O primeiro seria mais propenso a assumir riscos do que o segundo. Neste caso há uma diferenciação entre o tipo de administrador que toma decisões, e não o tipo de firma.

Quando a firma é familiar, a tomada de risco buscando um ponto ótimo é feita por um administrador que compartilha dos lucros e prejuízos da mesma, o que impactaria na sua renda pessoal e, conseqüentemente, no seu comportamento (Agrawal e Mandelker, 1987). Isto ocorre pois é esperado que quando uma família possui concentração acionária relevante de uma firma ela envolva-se na administração da firma (Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). Existem duas abordagens sobre a relação entre firma familiar e tomada de risco. A primeira defende que quanto maior for o envolvimento da família com a firma, mais cautela será empregada nas decisões (McConaughy, Matthews e Fialko, 1998). A segunda defende que um



alinhamento entre administração e propriedade encoraja a firma a correr riscos em busca do retorno que é compartilhado (Zahra, 2005).

A primeira abordagem é atestada por pesquisas que concluem que firmas familiares possuem uma postura conservadora ao lidar com tomada de riscos quando comparadas com firmas não familiares (de Vries, 1993; Aronoff e Ward, 1997; Sharma, Chrisman e Shua, 1997 e Chen e Hsu, 2009). Firmas com controle familiar tomariam decisões mais conservadoras, motivadas por uma variedade de incentivos e características dos administradores, mesmo que isso representasse menos ganhos imediatos (de Vries, 1993; Astrachan e Jaskiewicz, 2008). Em contrapartida, outras pesquisas defendem que famílias empresárias apresentam um comportamento propenso à tomada de riscos, fundamentando que sem exposição a riscos há menor perspectiva de crescimento e retorno dos negócios.

Considerando o exposto, formula-se a questão que norteia este estudo: as firmas familiares tomam menos risco do que firmas não familiares? Baseando-se na fundamentação até aqui proposta, a próxima seção apresenta o objetivo principal e os objetivos específicos da pesquisa.

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Principal**

Analisar se as firmas familiares de capital aberto tomam menos risco que firmas não familiares.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- a) Identificar a presença familiar na estrutura das firmas.
- b) Mensurar o grau de tomada de risco das firmas.
- c) Comparar comportamento de firmas familiares e firmas não familiares.

## **1.3 Justificativa e Relevância**

O trabalho busca agregar à literatura sobre firma familiar e tomada de risco. Contribui para a literatura de firmas familiares ao fazer uma revisão das características que as diferenciam de firmas não familiares e interpretando sua aversão a risco. Este

estudo diferencia-se dos trabalhos revisados por analisar a relação da firma familiar com a tomada de risco, enquanto a maioria dos trabalhos anteriores prima por analisar o impacto da presença familiar no desempenho da firma. Especificamente para o caso brasileiro, esta é uma lacuna a ser preenchida, uma vez que compreende um dos maiores mercados de capital aberto do mundo com presença relevante de concentração acionária (Borges, Lescura e Oliveira, 2009). As firmas familiares representam uma parcela significativa do mercado brasileiro (Laruccia, Matias e Passos, 2015), também mantendo relevância dentre as firmas do mercado de ações (Leal, da Silva e Valadares, 2002; da Silva, 2004 e Costa, Galdi e Motoki, 2014).

Estudos revisados analisam a relação de firmas familiares com risco sob uma ótica diferente da empregada pelo presente trabalho. Chen e Hsu (2009) estudaram o risco em firmas familiares, porém focando na relação destas com a independência do conselho administrativo. Zahra (2005) analisou a tomada de risco em firmas familiares, correlacionando-a com o período em que o administrador está no controle da firma. May e Cooper (1995) estudou a relação entre preferências pessoais do administrador e suas decisões com o negócio. Dentre estas características, analisou-se o impacto de possuir patrimônio pessoal do administrador investido na firma, porém sem a distinção se este é membro da família empresária controladora da firma. Costa, Galdi e Motoki, (2014) analisaram se a presença familiar na administração cria ou destrói valor para as firmas brasileiras. Para isso, desenvolveram um índice que mensura a presença familiar na alta administração e analisaram seu impacto no valor da firma, concluindo que membros da família destroem valor da firma. Estes trabalhos trazem contribuições relevantes para a literatura, mas não abordam o efeito específico da presença familiar na tomada de riscos, lacuna esta que o presente trabalho procura preencher.

A relevância deste trabalho também está em procurar agregar conhecimento útil tanto para agentes internos quanto externos à firma. No âmbito interno, gerando análises sobre o impacto da presença familiar nas decisões de tomada de risco, o que é útil tanto para o auto-conhecimento de membros da família empresária como para os administradores que lidam com eles. Procura-se analisar a abordagem da família em certas decisões e a repercussão disto para firma. No impacto externo à firma, pesquisando os desdobramentos dessas decisões nos diversos agentes que lidam com ela. Isto agregaria conhecimento aos quase 600.000 investidores ativos na B3 (Brasil Bolsa Balcão S.A.), bolsa de valores do Brasil, que se interessam pelo perfil

das firmas listadas que eles podem investir. Também concerne a administradores profissionais que decidem ou não aceitar uma posição em uma firma familiar, já alinhando suas expectativas com o perfil que podem esperar da firma. Também diferencia-se ao gerar insights sobre o mercado brasileiro, que possui um volume e um valor de negociação relevante em termos internacionais, enquanto a literatura revisada tem dedicado-se a analisar mercados com menor concentração acionária e maior proteção ao acionista, como o americano e o inglês (Berle e Means, 1932 e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999).

#### **1.4 Delimitação do Tema**

O presente trabalho implica em algumas limitações a respeito do conteúdo abordado. A pesquisa analisa o perfil das firmas *ex ante* às decisões referentes a riscos por elas tomadas. Interpreta-se as características da família empresária em relação a tomada de risco pela firma. Após esta escolha, está fora do escopo avaliar as consequências da tomada de risco optada pelas firmas ou a implicação desta em possíveis alterações no perfil da firma, sejam estas para risco ou presença familiar. Por isso, não se avalia outros indicadores que são utilizados na análise de firmas, como por exemplo, medidores de desempenho. Também, pela escolha de *proxy* utilizada para tomada de risco, outras medidas de tomada de risco como, por exemplo, o Beta ( $\beta$ ) (Sharpe, 1964) ou Vega (Rau e Xu, 2013) não foram consideradas para este trabalho.

Também não compete ao trabalho abordar qual seria o nível de risco ótimo das firmas. Entende-se que os méritos desta discussão são subjetivos uma vez que depende dos interesses envolvidos. Não se avalia também o histórico familiar das firmas, pois analisa-se o impacto da presença familiar em um momento específico e sua repercussão em um período de quatro anos. É de interesse apenas classificar as firmas como familiares ou não, sem qualquer distinção sobre há quanto tempo existe uma família empresária envolvida com a firma ou analisar um nível de participação ou envolvimento familiar na firma. Também não se distingue sobre qual a geração da família empresária está participando ativamente da firma.

O trabalho utiliza o conceito de firma familiar sem abordar o conceito de família. Assume-se como família aquilo que está previsto na legislação brasileira: "união

estável entre o homem e a mulher como entidade familiar, devendo a lei facilitar sua conversão em casamento” (Brasil, 1988).

São analisadas apenas firmas de capital aberto listadas no mercado de capitais brasileiro, obrigadas pela regulação vigente a divulgar periodicamente os dados necessários para a análise neste trabalho. Não se estuda firmas familiares de capital fechado pois se entende que estas comportam-se de maneira distinta às de capital aberto e também pela dificuldade de coletar dados sobre estas, sendo que mesmo quando obtíveis, existe uma dificuldade de comparabilidade do material entre firmas. Além disso, a padronização das informações que são divulgadas pelo mercado brasileiro disponibiliza a coleta das mesmas, tanto para firmas familiares quanto para não familiares, o que permite a comparabilidade entre elas. Firmas que tenham divulgado parcialmente os dados necessários para a aplicação da metodologia não foram incluídas na análise.

Os dados coletados compreendem o período após a adoção das normas internacionais de contabilidade International Financial Reporting Standards (IFRS) no Brasil. Dados anteriores ao período de 2010 a 2017 não foram coletados pela dificuldade de obter-se os formulários de referência na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) antes de 2010. Outra limitação que a análise sobre firmas familiares implica é que ao escolher uma definição de firma familiar, deixa-se de utilizar outros conceitos que definem firma familiar. Existem outras perspectivas, não abordadas aqui, que em outros trabalhos definem se a firma é familiar ou não. Pode-se exemplificar o interesse de realizar a sucessão da família (Zahra, 2003 e Smith, 2016) e a capacidade de determinar quem ocupa certas posições no organograma da firma (Miller e Le Breton-Miller, 2005 e Martínez-Ferrero, Rodríguez-Ariza e Bermejo-Sánchez, 2012). Por fim, havendo uma classificação sobre o tipo de controle das firmas, familiar ou não, não é de interesse do trabalho analisar o conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários (La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer, 1999).

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

A revisão da literatura aborda os construtos sobre firmas familiares e tomada de risco que formulam a hipótese a ser testada na metodologia. Na seção sobre firmas familiares, aborda-se a estruturação das firmas, a definição de firma familiar, o envolvimento da família empresária na firma e suas características. Na seção sobre tomada de risco, descreve-se as preferências de risco dos administradores, o processo de tomada de decisão nas firmas e tomada de decisões e risco. Por fim, indica-se trabalhos que relacionaram construtos de firmas familiares e tomada de risco e revisa-se a literatura empírica para formular a hipótese.

### **2.1 Firmas Familiares**

#### **2.1.1. Estruturação das Firmas**

Uma firma é composta por um conjunto de contratos que estabelecem o que é esperado da relação entre o administrador e aqueles que se comprometem a lhe entregar um serviço ou produto (Coase, 1937). O administrador é responsável por coordenar os esforços produtivos e alocar os recursos disponíveis da maneira que lhe convir. Ele é quem deve tomar as decisões que eventualmente resultam na prosperidade ou declínio da firma. A firma surgiu de sua orientação empreendedora que inicialmente decidiu despender seu tempo, capital e esforços em uma atividade que ele considerasse rentável (Miller, 1983).

A dinâmica da origem da firma é descrita em detalhes em de Vries (1993). Inicialmente, um ou mais empreendedores decidem investir seu tempo e capital em um empreendimento que julgam capaz de obter sucesso. Quando este prospera, contrata pessoas para ajudar a produzir tudo que seu comprador demanda. Com o desenvolvimento do negócio, torna-se necessário que mais pessoas participem da cadeia produtiva da firma, que se expande até que o seu fundador passe a apenas administrá-la. Em dado momento e por algum motivo, o fundador busca um ou mais sucessores a quem delegar a administração. Estas pessoas podem ser profissionais externos à família, que tenham ou não participado da criação e manutenção da firma, como podem ser membros da família.

Assim, firmas que decidem abrir seu capital e, com isso, englobar novos acionistas em suas relações, alteram sua dinâmica se comparadas ao que a teoria neoclássica pressupunha (Coase, 1937). O que era um negócio administrado e possuído por apenas poucos proprietários, pode tornar-se uma firma com grande número de acionistas e com representantes na gestão que podem possuir interesses próprios em detrimento dos interesses até então norteadores das decisões dos poucos proprietários. Segundo a teoria neoclássica, a propriedade e o controle de uma firma eram atributos inseparáveis. A administração da firma estava centrada em um ou poucos indivíduos, comumente uma família (La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999). Porém, com o desenvolvimento dos mercados de capitais surgiu a possibilidade de separação entre propriedade e controle. Berle e Means (1932) foram pioneiros em identificar que o advento da sociedade anônima como forma de estruturar as firmas revolucionaria os pilares da teoria neoclássica: controle e propriedade. Estes não eram mais indivisíveis, o que alteraria as relações de mercado de capitais. Com a evolução e disseminação do mecanismo acionário no século XIX e início do século XX, os proprietários, conhecidos como acionistas, mudaram sua relação com a firma. O que era antes constituído por uma associação de proprietários que tomava suas decisões em condições supervisionadas pelo Estado transitava para um arranjo em que diversos acionistas contribuem seu capital às escolhas de um controle centralizado.

Neste novo modelo, os acionistas investiram seu capital na firma com a expectativa de obter retornos, sem envolver-se com a gestão da mesma, transformando a estrutura dos negócios. Essa mudança estabeleceu-se por dois aspectos. O primeiro foi pela mudança da estrutura de propriedade que antes era de posse de um pequeno número de indivíduos e alterou-se a ponto de ser constituída por uma quantidade muito maior de acionistas. Segundo, criou-se a possibilidade do controle ser exercido pelos administradores, que realizam as decisões de tomada de risco da firma, deixando de concentrar as funções até então clássicas do(s) proprietário(s) da(s) mesma(s). Esta ruptura ocorreu gradualmente até ser reconhecida como uma concentração maior de controle na posse de poucos administradores e uma dispersão maior da propriedade entre diversos acionistas. Com esta centralização do controle, verticalizaram-se as decisões que englobam toda a cadeia produtiva. Esta revolução instituiu que a administração dos ativos físicos migrasse do controle do(s) proprietário(s) para o de administradores contratados.

No decorrer do Século XX, o sistema de sociedade anônima estabilizou-se, tendo iniciado em firmas de interesse público e estando hoje presente nos mais diversos segmentos. Em 1932, Berle e Means analisaram o mercado americano e argumentaram que todos agentes do mercado são impactados pela sociedade anônima, seja diretamente (sendo seus empregados, administradores ou acionistas) ou indiretamente (adquirindo seus produtos). O seu trabalho considerava a sociedade anônima uma instituição do mercado e não vislumbrava um limite de até onde esta ordem poderia expandir-se.

A partir da década de 90, pesquisadores começaram a atentar para o fato que o controle acionário em outros países não era tão disperso quanto anteriormente suposto, a partir de evidências que se diferenciavam da realidade apontada por Berle e Means (1932). Em diversos países a propriedade e o controle dos negócios continuavam concentrados em posse de grupos seletos, como uma família ou o governo (La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999 e Morck, 2007). Estes controladores tomam as decisões que decidem que caminho a firma trilhará, manifestando-se em escolhas como: a opção pela distribuição de dividendos ou pelo investimento em projetos, por exemplo. É importante entender o perfil e os interesses dos controladores pois estes impactam diretamente nas suas decisões (Fernandez e Nieto, 2006).

O objeto de estudo deste trabalho é um subgrupo das firmas: as familiares (Zahra, 2007 e Naldi et al., 2007). Ao concentrar as decisões administrativas e a propriedade das firmas, as famílias empresárias garantem um poder efetivo de decisão para gerar valor e patrimônio para os acionistas (Steier, 2003 e Laffranchini e Braun, 2014). Estas famílias estão sujeitas a um grupo de características que influenciam sua orientação empreendedora, sendo pesquisadas de forma específica (Gallo e Vilaseca, 1996). A próxima seção aborda a importância e as implicações do status de firma familiar, bem como revisa abordagens de pesquisa sobre o tópico.

### 2.1.2. Emergência da Literatura Sobre Firma Familiar

Embora a firma familiar exista há muito tempo (Colli, 2003), seu reconhecimento como organização diferenciada é mais recente (Poutziouris, Smyrnios e Klein, 2008). A produção científica sobre firmas familiares surgiu na

América do Norte em 1953, com a publicação de alguns poucos trabalhos (Hoy e Sharma, 2006).

Entretanto, foi apenas no final da década de 80 e no início da de 90 que se institucionalizou o estudo de firma familiar. Neste período, surgiram organizações e periódicos acadêmicos com o objetivo específico de abordar este tópico (Handler, 1989; Casillas e Acedo, 2007 e Poutziouris, Smyrniotis e Klein, 2008). A fundação da Wharton Family Business Program da Universidade da Pensilvânia em 1982 e do Family Firm Institute em 1986 configuraram-se como iniciativas de reconhecimento e institucionalização de firmas com características familiares. Dele, o Family Business Review estrutura-se como um periódico focado em publicar estudos sobre firmas familiares. O foco das publicações sobre firmas familiares então iniciou a transitar para incursões acadêmicas. Desde então, acumulou-se uma produção acadêmica crescente sobre o tópico (Neubauer e Lank, 1998 e Moores, 2009).

No Brasil, Borges, Lescura e Oliveira (2009) mapearam a produção científica do tema até então, atestando que esta começou a avolumar-se apenas a partir de 1999. Segundo a revisão bibliométrica realizada pelos autores, o tema vem ganhando prestígio e progredindo em termos de volume e profundidade das pesquisas, reforçando sua relevância para pesquisadores de diversas áreas. Uma das perspectivas motivantes e diferenciadas desta linha de pesquisa é sua constante proximidade com a prática, o que ocorre com maior frequência do que em outras disciplinas (Hoy e Sharma, 2006). Borges, Lescura e Oliveira (2009) apontam que as principais temáticas da pesquisa de firmas familiares no âmbito internacional são o processo sucessório, a dinâmica entre família e firma, estratégia e práticas de gestão, formação de ciclos de vida, seu crescimento e desenvolvimento, distinções entre firmas familiares e não-familiares, cultura organizacional e desempenho.

O principal paradigma desta linha de pesquisa é entender quais influências impactam, direta ou indiretamente, membros de uma família empresária envolvidos em uma firma (Moores, 2009). A recência dos estudos deve-se à falta de identidade das abordagens ao tema bem como a oportunidade de aprofundar as pesquisas. O escopo bastante amplo e os distintos focos de pesquisa dificultam o surgimento e consolidação de construtos unânimes de pesquisa, com alguns enfoques permanecendo subjetivos (Poutziouris, Smyrniotis e Klein, 2008). Casillas e Acedo (2007) fizeram uma revisão da literatura e concluíram que há uma dispersão de enfoques nesta linha de pesquisa, bem como a ausência de trabalhos considerados



seminais que influenciem a literatura subsequente. Pode-se atribuir a responsabilidade disto ao caráter jornalístico presente nos primeiros trabalhos sobre firmas familiares, que gradualmente tem sido substituído por abordagens de causa e efeito sustentadas por dados empíricos (Poutziouris, Smyrniotis e Klein, 2008).

Para a produção nacional, é indicado que sucessão, estratégia, modelos de gestão, profissionalização, cultura, aprendizagem, representações sociais e empreendedorismo figuram entre os principais temas publicados. Esta diversidade de assuntos evidencia a diversidade de problemas que podem ser pesquisados, mas também uma falta de foco que dificulta a contribuição teórica. Borges, Lescura e Oliveira (2009) atentam também para a discrepância de aplicação de métodos quantitativos entre a literatura internacional e nacional no assunto. Um dos principais debates sobre firma familiar é qual a definição de firma familiar, que é abordada na subseção seguinte.

### 2.1.3. Classificação da Firma Familiar

Um dos desafios da literatura em firmas familiares é determinar os critérios que caracterizam uma firma como familiar (Handler, 1989; Kontinen e Ojala, 2010 e Neubauer e Lank, 2016). A imagem de uma firma familiar é comumente associada a uma organização de estrutura diminuta (Miller, Steier e Le-Breton Miller, 2003 e Tauer, 2013), especialmente porque as mesmas representam a principal forma de estruturação de negócios em diversos países do mundo (Gersick, 1997; Astrachan, 2003; Colli et al., 2003; e Van Den Heuvel et al., 2006), inclusive no Brasil (Machado, Galdi e Motoki, 2014 e Laruccia, Matias e Passos, 2015). Pesquisas atestam a presença de famílias empresárias também como controladoras de firmas de grande porte (Daily e Dollinger, 1992; La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999; Anderson e Reeb, 2003 e Bertrand e Schoar, 2006).

Definir o que é uma firma familiar é uma etapa de grande relevância, sendo este o primeiro passo para entender seu funcionamento (Litz, 1995). Além disso, uma definição clara de firma familiar permite uma melhor escolha e padronização dos dados utilizados. Por exemplo, a afirmação de que 90% das firmas do Brasil são familiares (Laruccia, Matias e Passos, 2015) depende, claramente, da definição de o que é firma familiar. A definição serve não apenas para elaborar um raciocínio das características que definem a firma familiar, mas para facilitar a amostragem e

aplicação da metodologia em trabalhos empíricos como o presente. A literatura revisada não apresenta consenso sobre requisitos que uma vez preenchidos configuram uma organização como firma familiar (Handler 1989 e Kontinen e Ojala 2010). O que existe é uma série de características que tangenciam esta definição, aqui revistas para obter a definição a ser utilizada de firma familiar nesta pesquisa.

Litz (1995) aborda duas dimensões que podem ser utilizadas para definir a firma como familiar ou não. A primeira argumenta que a definição depende do nível de concentração de propriedade da família empresária e também do nível de envolvimento na administração. Este enfoque deriva diretamente da linha de pesquisa implementada por Berle e Means (1932). Neste caso, uma firma familiar seria aquela em que a família empresária concentra tanto o controle acionário quanto o administrativo. A segunda dimensão implica continuidade, isto é, a intenção da família em regredir ou avançar seu envolvimento com a firma. A subjetividade desta dimensão dificulta sua mensuração, pois depende do interesse de participação tanto dos membros atualmente ativos da família empresária quanto dos seus herdeiros, o que nem sempre é claro, inclusive para os próprios envolvidos.

Uma das grandes contribuições do trabalho de Litz (1995) é procurar integrar as duas dimensões, considerando que a definição de firma familiar pode levar a uma análise dinâmica. Porém, é importante distinguir o que é propriedade e o que é envolvimento na administração da firma, pois estas duas identidades definem e influenciam o funcionamento da firma familiar (Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). É comum que exista um certo grau de envolvimento da família fundadora no negócio (Auken e Werbel, 2006; Zahra, 2005; Chen e Hsu, 2009; Bonilla, Sepulveda e Carvajal, 2010; Casillas, Moreno e Barbero, 2011; Memili, Chrisman e Chua, 2011; Muñoz-Bullón e Sanchez-Bueno, 2011; Martínez-Ferrero, Rodríguez-Ariza e Bermejo-Sánchez, 2012; Huybrechts, Voordeckers e Lybaert, 2012; Landry, Fortin e Calimaci, 2013; Machado, Galdi e Motoki, 2014; Pukall e Calabrò, 2014; Bassetti, Dal Maso e Lattanzi, 2015; Li e Daspit, 2016; Avrichir, Meneses e dos Santos, 2016; Baek, Cho e Fazio, 2016 e Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). Também, é importante diferenciar os tipos de envolvimento possíveis. Este pode ser um vínculo acionário, profissional ou em uma capacidade de conselheiro. O grau de envolvimento de membros da família empresária, em cada uma destas capacidades, ajuda a configurar a dinâmica em que a firma familiar opera (Bornholdt, 2000).

Jia (2017) utiliza como definição a presença de fundadores da firma ou seus descendentes na alta administração ou no conselho. Anderson e Reeb (2003) definem a firma como familiar utilizando medidas proporcionais e absolutas de concentração acionária. Segundo os trabalhos revisados em Pukall e Calabrò (2014), a maioria dos estudos utiliza um percentual acionário mínimo que configura a presença familiar, além do envolvimento profissional de ao menos um membro da família no negócio (Graves e Thomas, 2006; Claver, Rienda e Quer, 2008 e Abdellatif, Amann, e Jaussaud, 2010). O desafio em definir um percentual acionário mínimo que configura a firma como familiar é que este tipo de balizador possui aplicabilidades diferentes para cada contexto institucional. Este percentual é utilizado como ponto de corte para definir se o controle efetivo é da família, porém é possível controlar a família com percentuais de concentração acionária distintos de acordo com os arranjos institucionais que concernem à firma. Algumas definições são mais rígidas, buscando tornar o controle familiar incontestável (Villalonga e Amit, 2006). Martínez-Ferrero, Rodríguez-Ariza e Bermejo-Sánchez (2012) utilizam como definição para firma familiar aquela em que a família empresária concentra propriedade o suficiente para determinar a composição do conselho de administração, quem será o CEO, quando pelo menos um integrante da alta administração da firma é membro da família e quando há intenção de realizar a transição para sucessão familiar.

Chen, Chen e Shevlin (2012) categorizam as firmas familiares como aquelas em que os membros da família empresária fundadora mantém posições no conselho de administração, na alta administração e concentram uma parcela considerável de patrimônio da firma. Define-se como firma familiar em Miller e Le Breton-Miller (2005) aquelas em que a família concentra propriedade o suficiente para determinar os integrantes do conselho de administração, além da posição de CEO e outros executivos da alta administração.

Sobre a dimensão de continuidade, Smith (2016) destaca a relevância de entender as intenções da família no que diz respeito à sucessão. Ela utiliza a definição de que uma firma familiar é gerida com o objetivo de perseguir a visão de negócio de uma coalizão dominante, a família empresária, de uma maneira que seja sustentável através de gerações. Basu et al. (2009) argumenta, de maneira semelhante, que uma das principais características das firmas familiares é a sua abordagem de longo prazo. Isso implica o interesse em preservar a concentração acionária possuída, sua participação ativa na administração e no conselho administrativo, além de determinar

suas estratégias e objetivos quando a sucessão ocorrer. A manutenção do negócio entre gerações permite que se atinjam objetivos específicos da família (Memili, Chrisman e Chua, 2011). Miller e Le Breton-Miller (2005) consideram inerente às firmas familiares a intenção de transmitir a firma para as próximas gerações.

Gomez-Mejía et al. (2007) buscam, em seu estudo, diferenciar os três estágios em que as firmas familiares podem ser classificadas. O primeiro estágio ocorre quando a família fundadora encontra-se presente como controladora e detentora da propriedade da família. O segundo define-se quando estas funções são desempenhadas por membros da família que não participaram da fundação. O terceiro estágio é caracterizado por quando a família possui participação acionária, porém a administração é realizada por profissionais que não fazem parte da família empresária. O que permite inferir que as firmas familiares diferenciam-se, entre outros motivos, por fatores temporais. Estas diferenças manifestam-se nas decisões com implicações práticas que as firmas devem tomar, o que torna sua identificação relevante.

A definição de firma familiar empregada em cada estudo é influenciada por: a disponibilidade de informações com as quais se possa trabalhar, o ambiente institucional e econômico que se encontram as firmas e os objetivos da pesquisa. Por exemplo, um trabalho pode apenas buscar analisar o impacto de presença familiar no conselho, na alta administração ou na posição de CEO, não procurando entender outros aspectos que ajudam a definir o que são as firmas familiares.

Considerando o propósito da presente pesquisa, a principal definição de firma familiar é alinhada com controle e participação ativa na administração por parte da família empresária (Litz, 1995 e Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). Isto significa que se assume: a concentração de propriedade por si só não é suficiente para classificar uma firma como familiar, mas também é necessário que a família empresária também interfira em alguma função administrativa, por exemplo, como conselheiro. Como analisa-se as firmas familiares de capital aberto, o controle é representado pelo percentual de concentração acionária em propriedade da família empresária. Entende-se ser inviável estipular um percentual acionário que configure uma firma como familiar e, mesmo que isto fosse possível, não o suficiente para caracterizar uma firma como familiar uma vez que a família precisa participar ativamente de suas decisões para que ela possa ser classificada como firma familiar. A definição

metodológica de firma familiar é abordada em detalhe na subseção da metodologia que trata da variável independente de interesse.

Optou-se por incluir a participação na administração por parte da família como critério para classificar uma firma como familiar pois considera-se que apenas a concentração acionária seria insuficiente para isso. Em outras palavras, na medida que a família detém parte significativa do controle familiar, é esperado que participe ativamente de seu negócio (Anderson e Reeb, 2003; Basu et al., 2009 e Muñoz-Bullón e Sanchez-Bueno, 2011) e de várias maneiras (Casillas, Moreno e Barbero, 2011 e Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). Membros da família podem engajar-se com o negócio como acionistas, administradores, CEO e conselheiros, entre outros. Dependendo do tipo de envolvimento a influência por eles exercida é diferente. O envolvimento das famílias empresárias podem influenciar a orientação empreendedora (OE) das firmas (Short et al., 2009).

A OE deriva do trabalho anteriormente citado de Miller (1983), em que se define como o comportamento que compele o administrador a inovar no mercado e assumir riscos, numa tentativa de destacar-se entre seus competidores. No caso de firmas familiares, a OE é ainda mais crítica para as decisões tomadas pela administração porque ela contribui para a sobrevivência do negócio entre gerações. A literatura de firmas familiares atesta a existência de diferenças entre firmas familiares e não familiares no que diz respeito à OE (Kellermanns et al., 2008). Estas diferenças motivam a análise de como as firmas familiares tomam decisões diferentemente. Elas são a manifestação de características particulares às famílias empresárias quando assumem posições de participação ativa na firma, como conselheiro ou CEO, por exemplo.

Sobre o envolvimento familiar nas firmas, Acedo e Casillas (2005) realizaram uma análise sobre internacionalização de firmas familiares e, para isso, separaram as firmas em quatro escalas de envolvimento da família com a organização. Utilizando definições próprias e baseando-se em conceitos de envolvimento da família na administração da firma, sua concentração de propriedade e sucessão, eles organizaram os grupos: 1) firmas não-familiares; 2) firmas com pouco envolvimento familiar; 3) firmas com considerável envolvimento familiar; e 4) firmas familiares absolutas. O estudo utilizou algumas características para definir a qualificação das firmas em cada uma das categorias. Os fatores levados em consideração foram a concentração acionária da família, a presença de membros da família empresária na

alta administração da firma e a presença de membros da segunda geração em capacidades profissionais dentro da firma. Para este trabalho, não existe distinção entre a firma ser muito familiar ou pouco familiar. É de interesse apenas separar dicotomicamente as firmas entre familiares ou não, o que é aprofundado no capítulo que aborda a metodologia empregada.

Resume-se o envolvimento familiar na firma como inevitável, o que pode implicar a manifestação das particularidades da família empresária em um comportamento diferente como administradores. A próxima seção aborda estas particularidades.

#### 2.1.4. Características

A presente seção analisa as características particulares que se manifestam em firmas familiares pela presença e envolvimento da família empresária. Estudos recentes abordam as diferenças entre as firmas familiares, sugerindo que estas configuram um grupo bastante heterogêneo (Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016; Avrichir, Meneses e dos Santos, 2016; e Li e Daspit, 2016). Estas particularidades influenciam o comportamento dos seus membros nos diversos âmbitos em que atuam, podendo ser: no controle acionário, no conselho de administração e na alta administração, entre outros momentos da dinâmica da firma familiar. As características abordadas são divididas em dois grupos: patrimônio familiar e manutenção do status familiar da firma.

##### 2.1.4.1. Patrimônio Familiar

O patrimônio familiar compreende o retorno que a firma fornece à família empresária. Este retorno pode ser tanto material, correlacionado com a concentração acionária e o ganho monetário que a firma possibilita (Pukall e Calabrò, 2014), como pode ser imaterial, através do Patrimônio Socioemocional Familiar (PSF), que preza pelos laços afetivos entre família e firma (Gomez

-Mejía et al., 2007). Esta seção aborda as seguintes características: concentração do patrimônio familiar financeiro, o Patrimônio Socioemocional Familiar e o relacionamento intra-familiar.

A concentração de patrimônio financeiro familiar consiste no alinhamento de patrimônio entre firma e família empresária (Arrondo-García, Fernández-Méndez e Menéndez-Requejo, 2016). Em outras palavras, seria a concentração do patrimônio da família no investimento da firma familiar em detrimento de outras possibilidades de investimento. Isso aconteceria sempre que houvesse um comprometimento em garantir a sobrevivência da firma, existe uma tendência da família concentrar seus recursos na firma (Baek, Cho e Fazio, 2016). Na medida em que a firma configurar-se em uma das partes mais essenciais e demandantes de tempo da vida da família empresária, essa tenderia a concentrar sua posição de investimento na firma, mais do que outros administradores ou investidores (Pukall e Calabrò, 2014).

Esta posição de patrimônio não diversificada da família empresária resulta em uma postura diferenciada em relação às decisões tomadas (Huybrechts, Voordeckers e Lybaert, 2012). A família empresária é o acionista com maior potencial de perda, seja em termos de retorno ou do próprio patrimônio investido na firma. Isto acontece, pois, há uma concomitância entre a posição econômica da firma e da família empresária. Esta situação agrava-se ainda mais quando a família empresária consiste em apenas um indivíduo, como, por exemplo: o fundador da firma (Basu et al., 2009 e Arrondo-García, Fernández-Méndez e Menéndez-Requejo, 2016).

Toda decisão tomada pela família empresária é conectada com o patrimônio familiar, o que influencia as atividades que a firma engaja-se (Memili, Chrisman e Chua, 2011). A concentração de patrimônio da família na firma auxilia em criar relações de longo prazo com os outros acionistas e com clientes (Memili et al., 2010). Com um patrimônio, não diversificado, investido predominantemente na firma, espera-se que a motivação da família empresária em criar um legado para a sua imagem e para as gerações subsequentes seja maior do que a de, por exemplo, administradores sem capital investido na firma (Chen e Hsu, 2009). Esta concentração de patrimônio facilita o alinhamento de interesses dos acionistas, de modo que decisões sejam tomadas com menos conflito e burocracia (Carrasco-Hernandez e Sánchez-Marín, 2007). Quando o CEO da firma é membro da família empresária, é esperado que ele possua um menor nível de remuneração se comparado com equivalentes não familiares, preferindo que o dinheiro que lhe seria destinado seja reinvestido na firma (Carrasco-Hernandez e Sánchez-Marín, 2007). A concentração de patrimônio também aumenta a capacidade de monitorar o negócio da família empresária, participando mais ativamente das decisões do que outros tipos de acionistas (Braun

e Sharma, 2007). Resume-se a posição acionária da família empresária como pouco diversificada, concentrando-se na firma familiar e conseqüentemente alinhada com o desempenho financeiro desta.

A segunda característica das firmas familiares, no que diz respeito ao patrimônio familiar, é o Patrimônio Socioemocional Familiar (PSF), que são os aspectos não financeiros da firma que atendem às necessidades afetivas da família com sua firma (Gomez-Mejia et al., 2007). Isso significa dizer que a família integrante da firma possui objetivos que não estão relacionados ao desempenho econômico da firma, podendo inclusive ser priorizados ao crescimento e lucratividade da firma (Cater e Justis, 2009). A perda do PSF implica em perda de status reconhecido na sociedade e no núcleo familiar, sentimento de fracasso perante as expectativas familiares e decréscimo do vínculo com o negócio. O PSF manifesta-se de várias maneiras, exemplificando-se a identificação com a firma ou o altruísmo entre membros da família empresária (Schulze, Lubatkin e Dino, 2003).

A família tende a possuir necessidades diferenciadas em relação a firma, como: identidade com a mesma, perpetuação de uma dinastia que podem trazer qualidades e características que impactam o desempenho, além de preocupação com seu prestígio e reputação (Patel e Chrisman, 2013). Pode-se chegar até o nível de sacrificar o desempenho financeiro da firma em prol da manutenção do PSF (García-Ramos e García-Olalla, 2011 e Chrisman e Patel, 2012).

O Patrimônio Socioemocional Familiar é compartilhado por todos membros da família empresária, mas cada um possui sua relação própria com a firma. Gerações mais antigas tendem a valorizar mais o PSF por possuírem um vínculo afetivo com a firma há mais tempo (Arrondo-García, Fernández-Méndez e Menéndez-Requejo, 2016). Eles também possuem maior capacidade de influência dentro da família, o que é muito valorizado especialmente quando refletido na perpetuação da dinastia familiar (Gomez-Mejía et al., 2007; Berrone et al., 2012 e Baek, Cho e Fazio, 2016). Essa transmissão de valores e harmonia familiar é o que desenvolve o PSF, encorajando a perpetuação deste (Memili, Chrisman e Chua, 2011). Resumindo a função do PSF, assume-se que a família o utiliza também como referência de desempenho da firma além de resultados econômicos.

A última característica abordada é o relacionamento entre membros da firma familiar. Independente da geração em que se encontram, estas relações influenciam a maneira como decisões estratégicas são tomadas em firmas familiares (Sharma,



Chrisman e Shua, 1997; Cater e Justis, 2009 e Short et al., 2009). Esta é outra particularidade conferida às firmas familiares que as distingue de firmas não-familiares. Entende-se como positivo para o funcionamento do negócio que as famílias facilitem a comunicação e desburocratizem algumas relações, permitindo uma flexibilidade ímpar à sua operação (Miralles-Marcelo, Mira-lles-Quirós e Lisboa, 2014).

A sobreposição de interesses entre os âmbitos familiar e profissional da família empresária pode acarretar desdobramentos positivos e/ou negativos para a relação familiar. Se o relacionamento for positivo, laços de afeto e confiança permitem um comportamento diferenciado na administração da firma. Por exemplo, a ameaça de comportamento oportunista é considerada menor por conta do vínculo em comum que os membros da família empresária possuem e pelo compartilhamento de expectativas (Memili, Chrisman e Chua, 2011). Além disso, mecanismos informais baseados no afeto entre membros da família empresária surgem como substitutos a algumas ferramentas formais existentes no meio corporativo, como obrigações contratuais (Gomez-Mejia et al., 2001). A abordagem pessoal ao negócio que estes vínculos propiciam emerge positivamente na forma de uma flexibilidade única (Muñoz-Bullón e Sanchez-Bueno, 2011). Com uma estrutura organizacional menos burocrática e mais informal, administra-se e monitora-se o trabalho com mais proximidade e conhecimento do que um administrador de fora da família empresária conseguiria. Isto permitiria que a firma adapte-se a novas situações com maior rapidez, menos rigidez e mais competitividade. Essas relações permitem estruturas de governança menos idiosincráticas e menor diferenciação hierárquica entre níveis de administração (Carrasco-Hernandez e Sanchez-Marín, 2007), com a alta administração sendo um grupo mais coeso e homogêneo do que em firmas não familiares (Short et al., 2009).

Em contrapartida, os interesses distintos de cada membro da família empresária e sua relação longeva pode catalisar conflitos internos (Jayantilal, Jorge e Palacios, 2016). A firma familiar é especialmente exposta ao conflito pelos interesses particulares que as partes envolvidas possam ter com os familiares ou com o negócio e o histórico de suas relações. Dependendo de sua gravidade, eles podem lesar a harmonia da família e dificultar a continuidade da firma. Estes conflitos podem ser motivados tanto por desavenças pessoais, como por exemplo inveja entre irmãos, quanto por dissonâncias profissionais, como um membro discordar em como o processo de sucessão é dirigido. A competição interna entre membros da família pode prejudicar o convívio intra-familiar, assim como em famílias empresárias que já

estejam em gerações mais avançadas, a eventual relação entre parentes já não tão próximos pode levar a rugas (Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). Problemas profissionais entre parentes por vezes são colegas de trabalho podem levar a um estresse nas relações pessoais. Estas desavenças acabam impactando na maneira como a família empresária toma decisões, podendo ser difícil chegar-se a consensos e então alterando o rumo de algumas escolhas (Cabrera-Suárez et al., 2014).

De modo a perpetuar estas relações patrimoniais, outras relações são estabelecidas visando à manutenção do status familiar na dinâmica da firma. Estas características são abordadas na próxima seção.

#### 2.1.4.2. Manutenção do Status Familiar

A manutenção do Status Familiar configura-se no interesse da família empresária em perpetuar sua relação com a firma. Esta noção dialoga com o conceito de continuidade que Smith (2016) aborda. Esta definição aborda firma familiar como uma organização gerida com o objetivo de perseguir a visão de longo prazo de uma coalisão dominante, a família empresária, de uma maneira que seja sustentável pela família através de gerações. Isto se manifesta de três principais maneiras, que se comunicam, mas são abordadas individualmente: orientação de longo prazo, sucessão e retenção de controle da firma.

A primeira, orientação de longo prazo, consiste em firmas familiares possuírem um horizonte mais enfático no que diz respeito aos objetivos de longo prazo do que firmas não familiares (Casillas, Moreno e Barbero, 2009 e Pukall e Calabrò, 2014). Isso implica que suas decisões são tomadas pensando na sua continuidade e não apenas buscando um retorno de curto prazo, como várias firmas de capital aberto são pressionadas a operar (de Vries, 1993). Quando poucos acionistas concentram uma parcela considerável da propriedade, existe uma gama de oportunidades de investimento e a firma tende a focar-se no longo prazo (Hoopes e Miller, 2006).

O principal propósito da orientação de longo prazo é garantir a sobrevivência da firma (Martínez-Ferrero, Rodríguez-Ariza e Bermejo-Sánchez, 2012). É esperado que a probabilidade de sobrevivência aumente com a participação e o envolvimento de membros da família empresária no negócio, uma vez que seu nível de comprometimento é maior do que o de administradores profissionais e conselheiros externos (Stafford, Danes e Haynes, 2013). Este comprometimento aumenta a chance

de sobrevivência da firma no longo prazo, o que constitui numa capacidade adaptiva particular a este tipo de firma.

Esta perspectiva mais longínqua influencia também a maneira como membros da família empresária administram a firma (Lim, Lubatkin, e Wiseman, 2010). É esperado que as firmas familiares possuam mais capital paciente, isto é, capital investido por acionistas com uma menor possibilidade de ser liquidado em um futuro próximo (Habbershon e Williams, 1999 e Lim, Lubatkin e Wiseman, 2010). Isto ocorre na medida em que exista um alinhamento de interesses entre família empresária e firma (Huybrechts, Voordeckers e Lybaert, 2012) incentiva relações de lealdade e confiança. Como resultado, defende-se o investimento em objetivos de longo prazo como, por exemplo, pesquisa e desenvolvimento (Chen e Hsu, 2009 e Muñoz-Bullón e Sanchez-Bueno, 2011).

A presença familiar também incentiva sentimentos de altruísmo e estabilidade, inibindo comportamentos oportunistas (Chen e Hsu, 2009). Assim, encoraja-se objetivos de longo prazo e não retornos esporádicos ou de curto prazo, que podem dificultar a continuidade do negócio (Zahra, 2003). Outro aspecto é o de identificação com a firma. Algumas decisões são tomadas por herança, isto é, mantém-se o costume de operar o negócio de certa maneira uma vez que este assim o foi transmitido de uma geração para outra (Smith, 2016). Estes sentimentos prezam pela sobrevivência da firma como uma fonte de orgulho familiar.

A orientação de longo prazo afeta a liderança da firma de várias maneiras. O interesse em perpetuar o negócio com a família empresária, participando ativamente dele, faz com que os líderes da firma planejem inclusive o momento em que não atuarão mais nesta (Arrondo-García, Fernández-Méndez e Menéndez-Requejo, 2016). Dentre os objetivos de longo prazo está a intenção de passar o controle adiante, no momento em que a geração atual não estiver mais apta a administrar a firma (Revilla, Pérez-Luño e Nieto, 2016). Como é comum que o interesse entre firmas familiares seja de que este permaneça na família (Basu et al., 2009), planeja-se outra peculiaridade presente nas firmas familiares: a sucessão (Cater e Justis, 2009). A sucessão familiar é a segunda característica que influencia as famílias empresárias a manter seu status com a firma. Firmas familiares tentam, frequentemente, preservar o negócio à próxima geração (Ward, 1997; Zellweger, 2007 e Baek, Cho e Fazio, 2016). A sucessão familiar consiste na geração incumbente deixar de participar ativamente nas suas funções na estrutura da firma e ser sucedida por seus herdeiros

(Chrisman et al., 2003). Este processo desenvolve-se em um longo período, configurado por uma série de eventos (Handler, 1994). A geração ativa pode estimular a participação de seus sucessores na firma, gradualmente envolvendo-os, através da indicação para posições importantes na estrutura da firma, estágios de verão, facilitando a ocupação de car-gos part-time, incluindo-os em reuniões e conversando sobre a firma com eles (Cater e Justis, 2009). Nesta relação há uma transferência de conhecimento entre as gerações, em que a sucessora aprende sobre os valores, regras e passado da firma e da geração incumbente, que atua como mentora (Casillas, Moreno e Barbero, 2011). Esta troca cria um comprometimento afetivo, que leva os membros da família empresária a buscar carreiras de longo prazo dentro de sua firma (Irving, Marcus e Sharma, 2007).

O processo de sucessão é mais importante em firmas familiares do que em firmas não familiares pois possui uma ligação mais forte com a sobrevivência da firma (Rubenson e Gupta, 1996 e Cater e Justis, 2009). A nova liderança pode ser relativamente diferente, mesmo vindo da mesma família empresária, principalmente por ter outro histórico e outras motivações.

A sucessão é importante também para a geração ativa, não apenas para a sucessora (Jayantilal, Joge e Palacios, 2016). Após anos de trabalho e esforço na firma familiar, ela prioriza a sobrevivência da firma entre gerações como um objetivo especial (Smith, 2016). Membros da família empresária acabam priorizando a continuidade do negócio ao invés de consumir a riqueza por ele gerada durante suas vidas (Zahra, 2005; Kim, Kim e Lee, 2008 e Chang et al., 2010).

Considerando o poder de decisão que a geração incumbente possui, ela é responsável pela escolha do (s) seu (s) sucessor (es). Analisa-se características como desenvoltura interpessoal (Motwani, Levenburg, Schwarz, e Blanson, 2006), pensamento estratégico (Cater e Justis, 2009), capacidade profissional em contabilidade, gestão de pessoas e administração operacional (DeNoble, Ehrlich, e Singh, 2007) e a capacidade de comunicar-se, motivar e influenciar pessoas (Waldman, Siegel e Javidan, 2006). Outra parte crítica do processo de sucessão é o momento em que ele ocorre. Em alguns casos, o incumbente começa o processo de sucessão ao gradualmente delegar responsabilidades e decisões aos sucessores, como se estivesse testando-os e/ou preparando-os (Handler, 1990). Neste caso, a geração no controle aceita que eventualmente não estará mais no controle e prepara-se para a inevitável sucessão. Em outros casos, os incumbentes optam em não lidar

com a sucessão, agindo como se fossem imortais e não precisassem de sucessores (Bjuggren e Sund, 2001) ou determinam que vão morrer ainda participando ativamente na firma (Howorth e Ali, 2001). Em outros casos, mesmo tendo saído oficialmente da posição que ocupava, mantém-se atuante, lesando a capacidade de administrar o negócio dos sucessores (Levinson, 1971 e Davis e Harveston, 2001). Outra possibilidade, mais radical, de como a sucessão pode ocorrer, é quando a geração incumbente falece inesperadamente (Bornholdt, 2000 e Tauer, 2013).

Além do possível dano causado ao negócio, os herdeiros encontram-se em posição delicada pois a sucessão ocorre em condições não ideais, provavelmente não planejadas, não podendo recorrer à geração anterior para aconselhamento, inclusive não possuindo conhecimento prévio da firma. Por fim, outra possibilidade particular à sucessão em firmas familiares é a opção dos incumbentes em retirar o controle administrativo da família empresária, incorporando administradores à firma que não sejam integrantes da família empresária (Avrichir, Meneses e dos Santos, 2016). Isto ocorre pela inaptidão ou desinteresse da nova geração em administrar a firma ou pelo interesse dos incumbentes em procurar outros administradores com capacidades de profissionalizar a firma em dimensões que eles não julgam possíveis se seus herdeiros o fizessem. Neste caso, a família empresária limita sua participação na firma como acionista majoritário e ocupando cargos no conselho administrativo.

A terceira característica da manutenção do status familiar da firma é a retenção do controle. Como já exposto anteriormente, uma parte integrante da definição de firma familiar é o controle que as famílias empresárias possuem (Anderson e Reeb, 2003 e Martínez-Ferrero, Rodríguez-Ariza e Bermejo-Sánchez, 2012). Além de possuir o controle, é do interesse das famílias empresárias a manutenção do mesmo (Gomez et al., 2007; Chen e Hsu, 2009 e Cucculelli, Breton-Miller e Miller, 2016). Famílias controladoras atribuem um valor ao controle da firma de modo a dificultar decisões que levariam à sua perda (Gomez-Mejia et al., 2007; Kotlar et al., 2015 e Bandiera et al., 2015). A relevância desta característica traduz-se nas decisões das famílias empresárias, que sempre evitam a dissipação do controle mesmo que isso leve a um processo de seleção adversa. Voordeckers, Gils e den Heuvel (2007) argumentam que as famílias empresárias podem prezar mais pela retenção do controle do que pelo próprio desempenho da firma.

O desejo por reter controle influencia também a maneira como a firma relaciona-se com seu ambiente de mercado (Sirmon e Hitt, 2003 e Fernandez e Nieto,

2006). Por conta do risco de perder o controle, as firmas familiares podem estar menos dispostas a recorrer a capital externo, o que pode limitar a distribuição de dividendos e busca maximizar a disponibilidade de recursos internos da firma (Miller, Breton-Miller e Lester, 2011). O desejo e o impacto por retenção de controle é potencializado quando membros da família empresária ocupam posições administrativas na firma (Ben-Amar e André, 2006). Resume-se a retenção de controle como um fator condicionante de decisões da família empresária no sentido em que estas evitam a dispersão de suas ações.

Este capítulo abordou o primeiro construto da pesquisa, firmas familiares. Após fazer uma revisão de sua definição e características, endereça-se o segundo construto da pesquisa: tomada de risco.

## **2.2. Tomada de Risco**

Risco como objeto de estudo dos economistas tem sido pesquisado há décadas, com sua origem podendo ser traçada desde Markowitz (1952) e Sharpe (1964). O conceito de risco mais amplamente utilizado é o de a probabilidade de o retorno de um investimento diferir do retorno esperado. A presença de incertezas as quais o administrador não consegue prever ou controlar expõe a firma ao risco. Frequentemente tomam-se decisões em cenários de incerteza. Para que estas atinjam um ponto ótimo, busca-se uma posição eficiente em que dado um nível de retorno, não é possível estar exposto a um risco menor (Fama e MacBeth, 1973).

Como notado anteriormente, o administrador é responsável por coordenar os esforços produtivos e alocar os recursos disponíveis de maneira que lhe permita maximizar o lucro (Coase, 1937). Neste âmbito, rotineiramente ele deve tomar decisões dentre um conjunto de alternativas. Os riscos se fazem presentes em todos os cenários que envolvam incerteza sobre o retorno esperado. Na formulação clássica, uma decisão é considerada mais arriscada quando seus retornos em potencial possuem maior variância (Markowitz, 1952 e Sharpe, 1964). Além disso, é assumido que os tomadores de decisão sejam avessos ao risco. Isto é, existindo duas alternativas de igual retorno, opta-se por aquela que possui menor risco, *ceteris paribus*. Porém, é esperado que quanto maior o risco, maior a possibilidade de retorno (Smith e Stulz, 1985). Ao decidir entre várias alternativas, o administrador age de acordo com suas motivações, expectativas e incentivos (Atkinson, 1957). O seu perfil

impacta na tomada de risco, que compreende o conjunto de decisões que o administrador da firma deve tomar recorrentemente na dinâmica de funcionamento da firma (Faccio, Marchica e Mura, 2011). Esta seção dedica-se a abordar como funciona a tomada de risco em firmas e o impacto das preferências do tomador de decisão neste processo.

### 2.2.1. Preferências de Risco dos Administradores

O presente trabalho foca em analisar as preferências sobre risco dos administradores sob algumas particularidades. Jensen e Meckling (1976) estruturaram este problema sob uma nova ótica: a Teoria da Agência, que se tornou referência em lidar com situações em que um principal (que possui o controle acionário) delega o poder de decisão para um agente (o administrador). A literatura deste tópico analisa as preferências de risco de três grandes grupos que possuem relações com a firma: os administradores, os acionistas e os credores. O presente trabalho foca em analisar a relação dos administradores. Em um primeiro momento, assume-se que os administradores, cujo capital humano responde por sua única fonte de renda, não diversificam seus ativos, estando mais expostos à riscos de acordo com o desempenho da firma (Amihud e Lev, 1981). Para evitar ou mitigar a possibilidade de perder esta fonte de renda, eles procuram projetos para a sua firma que envolvam menos risco, como a aquisição de outras firmas, por exemplo. Logo, administradores tendem a preferir incorrer em menos riscos para a firma, o que implicaria na preservação de sua posição.

Aprofundando esta análise, Agrawal e Mandelker (1987) acrescentam outras duas fontes de renda para os administradores: as suas respectivas participações acionárias na firma e seus ativos não relacionados com a firma. Logo, os incentivos dos administradores em relação à tomada de risco dependeriam de outros fatores que o seu capital humano. No que diz respeito à sua posição na firma, eles possuiriam um posicionamento contrário à projetos de alto risco por aumentar sua vulnerabilidade à uma saída da sua posição. Em contrapartida, um maior risco pode ocasionar um maior retorno acionário. Por isso suas preferências de risco dependeriam de como estão alocadas suas fontes de renda. Estas preferências manifestam-se em diversas decisões estudadas por desdobramentos da Teoria da Agência quando abordada a noção de preferência de risco dos administradores, como, por exemplo, o alinhamento

de interesses de funcionários com a firma quando estes são remunerados com ações (Barney, 1988).

Tão importante quanto entender o impacto da separação entre controle e propriedade é compreender os desdobramentos de quando o proprietário também administra a firma, uma vez que essa configuração é comum em diversos países, como o Brasil (La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, 1999 e Laruccia, Matias e Passos, 2015). Em muitos casos em que isso ocorre, o grupo que concentra o controle e propriedade é uma família. Neste caso, assume-se que o envolvimento familiar na firma influencia as preferências sobre tomada de risco. Na seção de revisão de trabalhos empíricos identifica-se os comportamentos de aversão e propensão a risco das firmas familiares.

A relevância das preferências de risco dos administradores torna-se mais nítida ao analisar-se o processo de tomada de decisão na estrutura das firmas. Fama e Jensen (1983) analisam as etapas que compõem o processo decisório nas firmas. Eles estabelecem que cada organização possui contratos responsáveis por estabelecer o destino do retorno residual da firma e os passos da tomada de decisão entre agentes. Dependendo de como os contratos são estruturados, limita-se a quantidade de risco que os agentes podem escolher que a firma assuma.

O processo de tomada de decisão é então dividido em quatro etapas: iniciação, ratificação, implementação e monitoramento. A iniciação consiste em propor como serão utilizados os recursos e estruturados os contratos. A ratificação escolhe as iniciativas que serão implementadas. A implementação executa as decisões ratificadas. O monitoramento mede o desempenho das decisões que os agentes realizaram. As funções de iniciação e implementação propostas pelo trabalho são combinadas para formar o conceito de gestão de decisões. As funções de ratificação e monitoramento por sua vez formam o controle de decisões.

Separar o processo de decisão nestas quatro etapas contribui para o entendimento de como os tipos de administrador são afetados por cada parte do processo. O estudo volta-se a estudar dois tipos de firma: aquelas em que o administrador toma decisões, mas não incorre nos riscos e ganhos da firma e aquelas em que ele compartilha do retorno residual. No primeiro tipo, o processo decisório separa a gestão de decisões e o controle de decisões. No segundo tipo, o mesmo agente participa em todo o processo, tendo de arcar com o resultado residual de suas decisões. É esperado então um comportamento diferente do agente de acordo com a



sua participação na firma. Para isso, é importante entender a quais incentivos o agente tomador de decisão responde.

### 2.2.2. Tomada de Decisão de Risco

Na linha de pesquisa que aborda risco é comum deparar-se com estudos sobre o comportamento dos agentes em relação à tomada de risco (Palich e Bagby, 1995 e Coles, Daniel e Naveen, 2006). O risco para a tomada de decisões refere-se à incerteza probabilística dos retornos derivados de uma escolha (March e Shapira, 1987). Esta seção aborda os incentivos catalisadores das decisões sob a ótica do agente econômico.

O estudo sobre tomadas de decisão envolvendo risco foi inicialmente abordado em 1738 pelo matemático suíço Daniel Bernoulli quando este estudou a reação de indivíduos a propostas de apostas. Ele foi o primeiro a estudar aquilo que se tornaria a Teoria de Maximização da Utilidade, tendo notado que nem sempre as pessoas buscavam obter o maior ganho monetário possível quando tomavam decisões afetadas por incertezas, mas sim maximizar a sua utilidade (Bernoulli, 1738). A utilidade representaria, em termos econômicos, a satisfação pessoal do agente.

No Século XX, von Neumann e Morgenstern (1944) reacenderam o interesse no tópico quando reformularam a Teoria de Maximização da Utilidade. Desde então, esta teoria tem estado presente nos estudos sobre risco e tomada de decisões que envolvem risco (Zyphur et al., 2009). Arrow (1952) e Allais (1953) incorporaram a noção de risco a ideias econômicas clássicas. Eles mudaram o conceito de tomada de decisão ao identificar o risco como um fator determinante nas decisões que os agentes econômicos tomam. Estes devem tomar cada decisão dentre um conjunto de alternativas, de acordo com suas motivações, expectativas e incentivos (Atkinson, 1957). Este comportamento varia de acordo com a caracterização econômica do agente tomador de decisões. Particularidades podem predispor alguns a serem mais avessos a riscos, enquanto outros prefeririam incorrer mais riscos em busca de maiores retornos.

O agente maximizador de utilidade é conhecido como Homo Economicus, que em teorias econômicas representa o humano como consistentemente racional e com interesses próprios, sempre procurando o ponto ótimo de alocação para os seus objetivos (Thaler e Sunstein, 2008). Este ponto ótimo é baseado no seu conceito de

utilidade. A racionalidade econômica pressupõe que uma vez exposto a todas alternativas de escolha, o agente é capaz de ordená-las por suas preferências. Assumir que o agente é perfeitamente racional implica que ele possuiria um conhecimento econômico preciso e abrangente, diferentemente do que se verifica empiricamente. Este conceito foi extensivamente aplicado por estudos de natureza econômica nas mais diversas análises.

Com o avanço da ciência econômica, inconsistências no pressuposto da racionalidade dos agentes passaram a ser ressaltadas em diversas linhas de pesquisa. Vários fatores que fazem com que o ser humano não aja de acordo com o comportamento racional maximizador de utilidade foram identificados e com isso o conceito passou a receber críticas. Uma das linhas de pesquisa que mais se destacou por criticar o conceito de maximização da utilidade foi a Economia Comportamental, que expõe como o ser humano sistematicamente não consegue controlar como decisões, as quais são contraditórias e não maximizadoras de utilidade (Kahneman e Tversky, 1979 e Kahneman, Knetsch e Thaler, 1991). Além de sistematicamente diferirem do agente racional clássico, o comportamento dos indivíduos também diferiria entre si de acordo com as particularidades de cada um (Smith e Stulz, 1985; Guay, 1999 e Kuang e Qin, 2013).

O processo de tomada de decisão é então influenciado por fatores além da maximização de utilidade e exteriores ao âmbito econômico. Isto permite traçar perfis e analisar padrões de comportamento. Pesquisas que analisam decisões sob a ótica da tomada de risco buscam entender como os agentes possuem um comportamento diferente dependendo das suas alternativas de decisão e características. Estas podem variar desde traços pessoais (Bertrand e Schoar, 2003; Lemmon, Roberts e Zender, 2008 e Andreou, Philip e Robesjek, 2016) à maneira como a firma é estruturada (Chen e Vann, 2017). Por exemplo, Malmendier, Tate e Yan (2011) observaram como CEOs que cresceram durante a Grande Depressão possuíam maior aversão a endividar-se e optavam por financiar a firma internamente.

Adicionando à linha de pensamento que defende que as diferenças entre agentes impactariam suas decisões, verificou-se que a maneira destes de avaliar risco em cenários reais difere daquela proposta na Teoria da Maximização da Utilidade (March e Shapira, 1987). Primeiramente porque não se avalia a incerteza presente nos resultados positivos como risco. Avaliar as possibilidades de ganho é visto como escolher dentre opções atrativas, enquanto associa-se risco apenas a perdas e

resultados negativos. Segundamente, risco é mais comumente associado à quantidade que pode ser perdida do que à distribuição dos retornos possíveis. Isto pode ser associado ao conceito de aversão a riscos, pois os agentes são mais propensos a ser avessos a perdas do que valorizadores de ganhos quando ambos são de mesma magnitude (Kahneman e Tversky, 1974). Dependendo da quantidade envolvida, avalia-se as escolhas como arriscadas ou não. Terceiramente, nem sempre os agentes possuiriam interesse de quantificar o risco. MacCrimmon e Wehrung (1986) entrevistaram administradores para analisar suas mensurações de risco, verificando que poucos limitavam-se a examinar a maximização de ganhos, a minimização de perdas e a minimização de variância dos investimentos.

Estes desvios da teoria abrem interpretação para a subjetividade da decisão, o que torna ainda mais relevante entender o agente que a toma e seus incentivos. Esta heterogeneidade dos agentes também está presente nos tomadores de decisões em firmas de capital aberto. Estes podem ser diferentes por vários fatores, ressaltando-se o tipo de propriedade e controle da firma (Fernandez e Nieto, 2006). A próxima seção revisa trabalhos empíricos sobre o comportamento perante tomada de risco de firmas familiares e elabora a hipótese de pesquisa.

### **2.3. Revisão de Trabalhos Empíricos e Formulação da Hipótese**

A presente seção dedica-se a elaborar a hipótese de pesquisa baseando-se na revisão de trabalhos empíricos que abordam firmas familiares e tomada de risco. A propensão a assumir risco das firmas familiares tornou-se objeto de estudo a partir do momento em que se começou a abordar firmas familiares como um tipo de organização diferenciada (Poutziouris, Smyrniotis e Klein, 2008). Primeiramente, porque a administração e a propriedade não são necessariamente separadas (Fama e Jensen, 1983 e Gallo e Vilaseca, 1996). Segundamente porque a natureza da firma familiar a predispõe a algumas peculiaridades (Naldi et al., 2007). Trabalhos empíricos que tratam de tomada de risco indicam que a preferência por risco varia consideravelmente de acordo com o contexto em que as firmas se encontram (March e Shapira, 1987).

A propensão a aceitar riscos depende da relação entre as alternativas disponíveis e das aspirações do tomador de decisão. Para isso, é importante comparar as pesquisas de diversos contextos, o que é um desafio, dado que existe

uma carência de pesquisas que analisam a propensão de firmas familiares de assumir risco (Memili et al., 2010). Dentre estes poucos estudos, coletou-se insights sobre a propensão de risco das firmas familiares, porém com evidências contraditórias, não sendo possível atingir um consenso se firmas familiares possuem maior ou menor aversão a risco que não familiares (Huybrechts, Voordeckers e Lybaert, 2012).

Uma linha de pesquisa empírica atribui às firmas familiares o caráter de aversão a riscos. Dada a concentração de patrimônio da família empresária investido na firma, esta opta por priorizar a sobrevivência da firma no longo prazo sobre eventuais oportunidades empreendedoras que compreendam risco. Também contribuindo para a aversão a riscos está a preservação do patrimônio socioemocional familiar, que compreende uma série de objetivos não econômicos (Laffranchini e Braun, 2014). Em contrapartida, outra linha de pesquisa empírica defende que famílias empresárias estimulam o comportamento inovador para obter vantagens competitivas, maximizar o retorno para o acionista e garantir a longevidade da firma. Para isso, é inevitável engajar-se com iniciativas que envolvam risco. A linha tênue que separa os objetivos econômicos e não econômicos nas firmas familiares é o que torna difícil prever as tendências de risco deste tipo de empreendimento (Gomez-Mejía et al., 2007).

As próximas duas seções abordam estudos empíricos sobre aversão e propensão a risco das firmas familiares, respectivamente.

### 2.3.1. Trabalhos Empíricos de Aversão a Tomada de Riscos

A presente seção aborda os trabalhos que defendem que firmas familiares possuem maior propensão à tomada de riscos. Naldi et al. (2007) avaliam a relação entre risco e desempenho da firma, identificando que o primeiro exerce uma influência negativa no segundo. Utilizando uma amostra de firmas suecas, verificou-se que firmas familiares possuem uma maior aversão ao risco do que firmas não familiares, inclusive quando já envolvidas em atividades empreendedoras.

Chen e Hsu (2009) analisaram a propensão a assumir riscos de firmas ativas na bolsa de valores de Taiwan. O trabalho avalia a relação entre propriedade familiar, independência do conselho e investimentos em P&D. Alinhado com a noção de que proprietários investem seu dinheiro de maneira mais eficiente, a pesquisa indica que firmas familiares gastam menos com P&D, o que sinalizaria uma postura de aversão a tomada de riscos.

Estudando a tomada de risco via inovação de produtos, Anderson, Duru e Reeb (2012) analisaram a relação entre propriedade familiar e investimento corporativo, mais especificamente investimentos de longo prazo. Dividindo investimentos de longo prazo entre gastos com P&D e gastos de capital, observou-se que firmas familiares tendem a investir mais em ativos fixos do que em projetos de P&D. Testes adicionais verificaram que firmas familiares recebem menos citações de patentes por dólar investido em P&D do que firmas não familiares. Os resultados indicam que todas as categorias de firmas familiares prefeririam adotar posturas de menor risco.

Chrisman et al. (2014) analisaram como o envolvimento familiar influencia inovação. Avaliou-se a habilidade e a vontade de inovar dos administradores, distinguindo firmas familiares de não familiares. Verificou-se que as firmas familiares possuíam maior habilidade, porém menor interesse, de envolver-se em inovações tecnológicas, contribuindo para a literatura de que firmas familiares seriam mais avessas a riscos do que firmas não familiares.

Sciascia, Mazzola e Kellermanns (2014) utilizaram uma amostra de 233 firmas italianas para analisar se a relação entre administração familiar e lucratividade é positiva ou negativa em firmas familiares. Baseando-se na perspectiva de patrimônio socioemocional familiar e da concentração de capital da família empresária na firma, verificou-se que quanto maior o investimento familiar na firma, menor seria a propensão a tomada de riscos desta.

Avrichir, Meneses e dos Santos (2016) comparam firmas familiares administradas por membros da família empresária ou administradores profissionais externos. Pressupondo que um risco assumido pela firma é um risco assumido pela família, é esperado que firmas familiares administradas por membros da família empresária sejam mais avessas a riscos, uma consequência da cultura familiar e do patrimônio socioemocional familiar. Analisando o processo de internacionalização de firmas brasileiras, identificou-se que quanto maior for a presença familiar no processo decisório da firma, maior seria a aversão a riscos.

Cucculelli, Le-Breton Miller e Miller (2016) buscaram analisar em seu estudo a adoção de produtos novos e diferentes da linha de produção vigente, o que configuraria uma maior tomada de risco. Utilizando como amostra 220 firmas italianas, eles verificaram que a presença familiar em mecanismos de governança inibia o comportamento de risco das firmas. Apesar de famílias empresárias não inibirem a

introdução de novos produtos, é verificado que sua aversão a riscos limitava a sua frequência.

Estes trabalhos exemplificam a abordagem de aversão a riscos das firmas familiares. A próxima seção aborda os trabalhos que trabalham com a noção de propensão a riscos das firmas familiares.

### 2.3.2. Trabalhos Empíricos de Propensão a Tomada de Riscos

Diversas pesquisas trabalharam a noção de que firmas familiares tendem a assumir mais riscos por conta de suas particularidades. Esta seção aborda alguns destes trabalhos e seus achados

Zahra, Hayton e Salvato (2004) analisam quatro dimensões organizacionais de firmas familiares e não familiares para entender como estes dois tipos de firmas diferem em relação às suas orientações empreendedoras. Utilizando uma amostra de 536 firmas americanas, a pesquisa verificou que há uma orientação empreendedora mais forte em firmas familiares, o que as tornaria mais propensas a tomar de riscos.

Zahra (2005) utilizou a Teoria da Agência para testar se a tomada de risco ocorreria de maneira diferente em 209 firmas americanas. O alinhamento de interesses entre administração e propriedade promoveria o comportamento tomador de riscos, pois o administrador incorreria nos ganhos residuais. Os resultados indicam que a presença familiar estimularia o comportamento empreendedor e propenso a riscos, porém quando o CEO da firma encontra-se em um mandato longo, o efeito é contrário.

Gomez-Mejía et al. (2007) buscaram questionar a noção de que firmas familiares seriam mais avessas a riscos ao analisar suas decisões utilizando como referência o seu Patrimônio Socioemocional Familiar. Utilizando uma amostra de 1.237 firmas produtoras de azeite de oliva espanholas, aponta-se indícios que as firmas familiares possuiriam uma maior propensão a assumir riscos quando entendem que seu PSF está ameaçado.

Memili et al. (2010) avaliaram a influência da família empresária na percepção dos investidores sobre a tomada de riscos da firma familiar. Utilizando construtos de identidade organizacional, buscou-se verificar se a orientação empreendedora familiar em tomar riscos mantém-se através de gerações, perpetuando um comportamento

propenso a assumir riscos. Os resultados indicam que a alta expectativa que a família possui com seu negócio promoveria a tomada de risco.

Chrisman e Patel (2012) testaram se firmas familiares investem menos em Pesquisa e Desenvolvimento do que firmas não familiares. Este é considerando um investimento arriscado pois além de inovador muitas vezes pode ser descartado durante o processo ou não apresentar um resultado condizente com as expectativas iniciais. Utilizando uma amostra de 964 firmas americanas durante o período de 1998 a 2007, verificaram que firmas familiares com desempenho recente negativo aumentam seus gastos em P&D, o que configuraria uma maior tomada de riscos.

Patel e Chrisman (2013) estudam como firmas familiares realizam investimentos em P&D, assumindo que firmas familiares possuiriam uma maior propensão a assumir riscos. Utilizando uma amostra de 847 firmas durante um período de 10 anos, os resultados indicam que firmas familiares tomam posições de maior investimento em inovação tanto quanto o seu desempenho está abaixo quanto quando este está acima das expectativas da família empresária.

Os estudos exemplificam achados da linha de pesquisa que defende que as firmas familiares são propensas a riscos, contrabalançando os achados que favorecem a aversão a riscos. Um resumo comparativo, dos trabalhos empíricos aqui revisados, estão expostos na Tabela 6, que se encontra no Apêndice A. Tendo realizado uma revisão empírica com as duas abordagens, a próxima seção elabora a hipótese de pesquisa.

### 2.3.3. Formulação da Hipótese

Levando em consideração os trabalhos empíricos revisados e a nítida divergência entre eles no que tange a postura perante risco das firmas familiares, formula-se a seguinte hipótese:

***Firmas familiares são mais avessas à tomada de riscos do que firmas não familiares.***

Os seguintes estudos apontaram uma relação negativa entre presença familiar e tomada de riscos: Naldi et al. (2007), Chen e Hsu (2009), Anderson, Duru e Reeb (2012), Chrisman et al. (2014), Sciascia, Mazzola e Kellermanns (2014), Avrichir, Meneses e dos Santos (2016) e Cucculelli, Le-Breton Miller e Miller (2016).

### 3 METODOLOGIA

Esta seção apresenta a metodologia utilizada neste trabalho. São abordados os testes econométricos empregados, as definições de variável dependente e das variáveis independentes, separadas entre de interesse e de controle. Por fim, descreve-se a população, a amostra utilizada e o tratamento dos dados.

#### 3.1. Modelos Econométricos

Esta seção apresenta os modelos econométricos empregados na presente pesquisa. Os dois primeiros testes são utilizados para testar a diferença de médias entre firmas familiares e não familiares. Estes são: o Teste T e o Teste de Mann-Whitney. Após, dois testes foram rodados para o teste da hipótese: a regressão de Mínimos Quadrados Ordinários, complementados pelos testes de robustez. Todos os cálculos econométricos são realizados no *software* Stata.

O primeiro cálculo econométrico realizado é o Teste T (Bussab e Morettin, 2003 e Davidson e MacKinnon, 2004). O objetivo do teste é verificar se as variáveis comportam-se de maneira estatisticamente distinta de acordo com o status da firma: familiar ou não. O teste assume que o valor médio dos dois grupos é igual. A rejeição da hipótese nula sugeriria indícios de que os valores médios das variáveis analisadas seriam diferentes entre firmas familiares e não familiares. Um dos conceitos do Teste T é que ele utiliza variáveis com distribuição normal, configurando um teste paramétrico.

De maneira complementar, realiza-se o teste de Mann-Whitney (MW), não paramétrico, para comparar as médias das variáveis (Siegel, 1975). Ele possui o mesmo objetivo do Teste T porém desconsidera parte dos pressupostos deste último. Aqui é utilizado como apoio para embasar os resultados estatísticos que comparam os grupos de firmas familiares e não familiares encontrados pelo Teste T.

O terceiro procedimento econométrico é um modelo de regressão do tipo Mínimos Quadrados Ordinários e tem por objetivo testar a hipótese de pesquisa (Davidson e MacKinnon, 2004). Para isso, roda-se o modelo especificado na Equação 1, em que diversas características das firmas são controladas com o objetivo de isolar o efeito da presença familiar na tomada de risco das firmas.



$$\begin{aligned} \text{Tomada de Risco}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Familiar}_t + \beta_2 \text{ Desempenho}_t + \beta_3 \text{ Tamanho}_t + \\ & \beta_4 \text{ Conselheiros}_t + \beta_5 \text{ Externos}_t + \beta_6 \text{ Oportunidades}_t + \beta_7 \text{ Liquidez}_t + \beta_8 \text{ Idade}_t + \beta_9 \\ & \text{Retorno}_t + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

Onde:

$\text{Tomada de Risco}_t$  = tomada de risco das firmas no período t.

$\beta_0$  = constante.

$\beta_1$  a  $\beta_9$  = os betas ( $\beta$ ) da equação são os parâmetros que a regressão procura estimar.

$\text{Familiar}_t$  = variável que indica a presença familiar na firma no período t.

$\text{Desempenho}_t$  = variável que representa o desempenho da firma no período t.

$\text{Tamanho}_t$  = variável que representa o tamanho da firma no período t.

$\text{Conselheiros}_t$  = variável que representa os conselheiros da firma no período t.

$\text{Externos}_t$  = variável que representa a proporção de conselheiros externos da firma no período t.

$\text{Oportunidades}_t$  = variável que representa as oportunidades de investimento da firma no período t.

$\text{Liquidez}_t$  = variável que representa a liquidez da firma no período t.

$\text{Idade}_t$  = variável que representa o ciclo de vida da firma no período t.

$\text{Retorno}_t$  = variável que representa o retorno acionário da firma no período t.

$\varepsilon$  = termo erro da regressão.

O  $\beta_1$  é o parâmetro de interesse da pesquisa, indicando a relação entre presença familiar e tomada de risco. Se este for negativo, indicará que a presença familiar impactaria negativamente a variável dependente, que é a tomada de risco, e consequentemente que a firma familiar seria avessa a tomar riscos. O oposto também é verificável, ou seja, caso o parâmetro seja positivo, firmas familiares seriam propensas à tomada de risco. Este é o modelo base, complementado por mais sete regressões de MQO, com outras *proxies* que reestruturam algumas das variáveis independentes utilizadas.

Além do teste de MQO, para verificar a hipótese, são realizados testes de robustez, buscando validar e sustentar os resultados. Estes compreendem um teste de dados em painel com efeitos aleatórios. Estes realizam alterações na metodologia

empregada, trocando o modelo de regressão do MQO por um modelo de dados em painel com efeitos aleatórios.

As próximas seções descrevem em detalhe cada uma das variáveis utilizadas.

### 3.2. Variável Dependente

Esta seção propõe a definição metodológica da variável dependente, que busca expressar o nível de tomada de risco das firmas. A medida empírica de tomada de risco aqui utilizada baseia-se nos trabalhos de John et al. (2008), Faccio, Marchica e Mura (2011) e Martins (2016). Mede-se a volatilidade do retorno sobre ativos (Return on Assets, doravante ROA) em um período de quatro anos, isto é, de  $t$  a  $t+3$ . O racional utilizado para calcular-se o ROA é apresentado na Equação 2.

$$ROA_t = EBITDA_t / \text{Ativo Total}_t \quad (2)$$

Onde:

$EBITDA_t$  = indica os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*) da firma.

$\text{Ativo Total}_t$  = Ativo total da firma no ano  $t$ .

Assume-se que a configuração da firma em  $t$  implica nas decisões que influenciam os níveis de tomada de risco no período seguinte e, por isso, avalia-se a volatilidade do ROA nos três anos subsequentes ao período  $t$  da firma. Para controlar-se efeitos de cada indústria, utiliza-se o ROA médio de cada segmento industrial presente na B3 no período analisado. A caracterização da indústria utilizada foi aquela definida pela B3. Subtrai-se do ROA de cada firma o ROA médio de cada indústria no mesmo período, para então calcular-se o desvio padrão dessa diferença utilizando os valores entre  $t$  e  $t+3$  (John et al., 2008 e Faccio, Marchica e Mura, 2011). Além de remover a influência das particularidades de cada indústria, isto gera uma medida de tomada de risco particularmente focada nas decisões tomadas pela firma. A Equação 3 indica como é calculada a medida de tomada de risco utilizando o ROA.

$$\text{Tomada de Risco}_t = \sigma (ROA_{[t,t+3]}, \text{ajustado por indústria})$$

Onde:

Tomada de Risco $_t = \sigma$  (ROA $_{[t,t+3]}$ , ajustado por indústria)

A escolha por esta construção de variável que representa tomada de risco neste trabalho é um diferencial da pesquisa. Trabalhos anteriores que estudaram firmas familiares e tomada de risco utilizaram, majoritariamente, Pesquisa e Desenvolvimento como *proxy* para tomada de risco (Chen e Hsu, 2009). Na próxima seção, são abordadas as variáveis independentes, separadas entre de interesse e de controle.

### 3.3. Variáveis Independentes

#### 3.3.1. Presença Familiar

A variável independente de interesse da pesquisa é a que define se a firma é familiar ou não. Para isso, é utilizada uma variável dummy que assume o valor 1 se a firma for considerada familiar e 0 se não o for. Para ser classificada como familiar, uma firma deve atender a certos critérios e características em conformidade com as noções previamente abordadas na revisão da literatura.

Primeiramente, são estipulados dois critérios para classificar a firma como familiar. Apenas as firmas que atendem a ambos critérios são consideradas familiares. O primeiro critério é que a firma possua ao menos um membro da família empresária como acionista controlador. A definição de o que é controle acionário pode variar de acordo com o contexto que a firma está inserida, podendo, por exemplo, ser específica à firma ou dependente do mercado em que esta se encontra. Como argumentado anteriormente na revisão da literatura, há uma dificuldade em estipular um percentual acionário que categoriza os acionistas como controladores. Por isso, opta-se em utilizar o critério da CVM, discriminado nos Formulários de Referência que cada firma divulga quais são os acionistas controladores<sup>1</sup>.

---

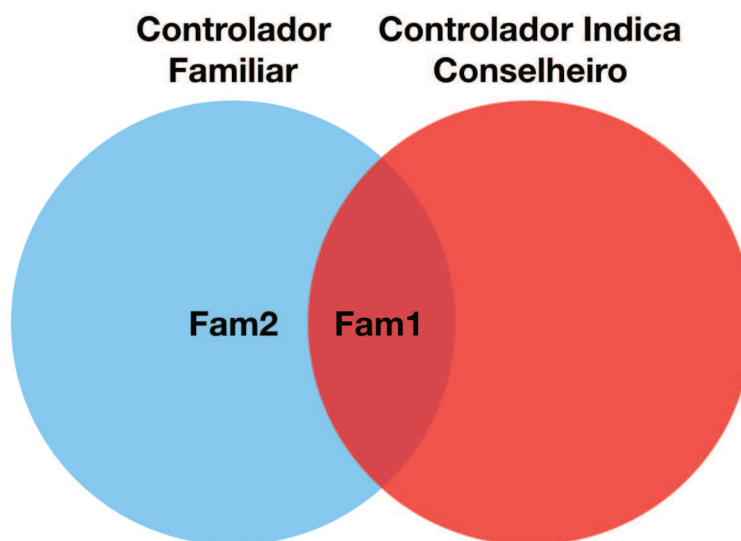
<sup>1</sup> Cada firma divulga em seus formulários de referência, seção 15.1/15.2, a sua posição acionária, discriminando quais acionistas são considerados controladores (B3, 2018).

O segundo critério exige que o controlador da firma tenha indicado ao menos um membro para o conselho administrativo naquele período. Alinhada com a noção de que não basta possuir concentração acionária de uma família empresária para a firma ser considerada familiar, assume-se que é necessário também que haja envolvimento ativo na firma. Por isso, utiliza-se as informações disponíveis sobre quem são os membros do conselho administrativo da firma, discriminando se e quais membros foram indicados pelo controlador. O conselho administrativo participa ativamente do processo de tomada de decisão, como descrito em Fama e Jensen (1983). Este é responsável por tomar decisões estratégicas da firma e monitorá-las, e, por isso, a participação de membros indicados pela família empresária influenciaria decisões impactantes no futuro da firma (Anderson e Reeb, 2004 e Chen e Hsu, 2009). Esclarece-se que o membro do conselho não precisa necessariamente ser membro da família empresária, mas sim indicado por ela. Ele representaria os interesses da família empresária nas reuniões do conselho de administração. Como explicado anteriormente, decisões estratégicas da firma são tomadas no conselho, escolhendo o rumo que a empresa toma. A presença de membros que representem os interesses da família empresária implicaria na manifestação de características da família empresária.

Baseando-se no trabalho de Villalonga e Amit (2006) buscou-se organizar em uma variável um indicador de presença familiar que manifestasse os dois âmbitos acima citados, doravante referida como Fam1. Logo, resume-se que para uma firma ser considerada familiar ela precisa: possuir um controlador, ou mais, que seja membro da família empresária e possuir um membro indicado por esta família no conselho administrativo.

Porém, como também abordado previamente, a definição de firma familiar é ampla e não possui consenso. Por isso, elabora-se outra variável que busca expressar o status familiar da firma: Fam2. Esta é menos rígida do que Fam1, com apenas um critério: possuir ao menos um membro da família empresária como acionista controlador. Assumindo que firmas familiares possuam um comportamento diferenciado em relação a firmas não familiares, é esperado que o efeito seja menos pronunciado ao utilizar uma variável que seja menos restritiva das características familiares (Villalonga e Amit, 2006). A Figura 1 ilustra a relação entre as duas estruturações da variável de interesse.

Figura 1 – Definições da Variável de Interesse



Fonte: Elaboração própria.

O círculo vermelho representa aquelas firmas que possuem controle familiar no período  $t$ . O círculo azul representa aquelas firmas em que um controlador indicou ao menos um membro para o conselho de administração em  $t$ . A Figura 1 ilustra como as duas classificações utilizadas para firmas familiares interagem entre si. Nela, esclarece-se como a definição de Fam1 é mais restritiva do que Fam2, sendo a primeira um subgrupo da segunda.

### 3.3.2. Variáveis de Controle

Uma série de variáveis são incluídas no cálculo econométrico para controlar o efeito de outros fatores que influenciam a tomada de risco das firmas. Estas são descritas nesta subseção.

A primeira variável busca controlar o desempenho da firma, doravante chamada de Desempenho (Zahra, 2005; Faccio, Marchica e Mura, 2011; Cucculelli, Le Breton-Miller e Miller, 2016 e Procianny e Vancin, 2016). Assume-se que um histórico recente bem-sucedido inibiria os administradores de procurarem atividades empreendedoras arriscadas dada sua satisfação com a situação da firma. Em contrapartida, firmas com um desempenho recente positivo tendem a possuir os recursos necessários para poder tomar decisões arriscadas. Além disso, firmas que publicamente apresentam bons resultados possuem maior tendência a atrair parceiros

para novas oportunidades de negócio. Esta variável foi mensurada segundo a equação 4.

$$\text{Desempenho}_t = \text{LL}_t / \text{PL}_t \quad (4)$$

Onde:

$\text{LL}_t$  = indica o lucro líquido em t.

$\text{PL}_t$  = indica o patrimônio líquido em t.

A segunda variável que busca-se controlar é o tamanho da firma, referida como Tamanho (Sathe, 2003, Zahra 2005; Chrisman e Patel, 2012 e Vancin e Procianoy, 2016). Esta é incluída pois assume-se que quanto maior a firma, maior a probabilidade de ela resistir a mudanças e inovações. Organizações sujeitam novas ideias, especialmente mudanças radicais, a análises meticolosas e demoradas, o que pode acabar freando mudanças de rumo. Porém, em firmas maiores, com mais respaldo para inovar, a orientação empreendedora tende a ser mais encorajada. Além disso, firmas maiores possuem mais conexões e contatos, o que as permite formar alianças estratégicas e intensificar atividades de maior risco. A medida aqui utilizada para mensurar Tamanho é demonstrada na equação 5.

$$\text{Tamanho}_t = \log (\text{AT}_t) \quad (5)$$

Onde:

$\log (\text{AT}_t)$  = indica o logaritmo natural do Ativo Total da firma em t.

Procura-se controlar características do conselho de administração pois entende-se que suas particularidades impactam nas decisões de tomada de risco das firmas uma vez que estas dependem de sua aprovação (Goodstein, Gautam e Boeker, 1994 e Zahra et al., 2000). Por isso, foram elaboradas duas variáveis que procuram capturar características do conselho de administração. A primeira busca controlar o número de conselheiros que o conselho possui. É considerado mais difícil tomar decisões arriscadas quando o quórum que decide é maior.

Dois métodos são empregados para mensurar este fator. O primeiro constitui a variável doravante chamada Conselheiros, que avalia o número absoluto de conselheiros.

Esta variável é obtida através da equação 6.

$$\text{Conselheiros}_t = n^\circ \text{Conselheiros}_t \quad (6)$$

Onde:

$n^\circ \text{Conselheiros}_t$  = indica o número de conselheiros ativos e suplentes da firma em t.

Assumindo que o efeito do número de conselheiros da firma não é linear, elabora-se outra metodologia para controlar o efeito de número de conselheiros para tomada de risco. Primeiramente, ordena-se em ordem crescente as firmas pelo seu respectivo número de conselheiros. Então, separa a amostra em quartis de acordo com o número de conselheiros, nomeando-os Quartil 1, Quartil 2, Quartil 3 e Quartil 4. Como ao dividir em quatro quartis todas as firmas da amostra são contempladas, utiliza-se o Quartil 4 como referência para as outras três variáveis. Utiliza-se três variáveis *dummy* com os referidos nomes de quartil para então identificar a circunstância de cada firma.

Outra característica que se procura controlar do conselho é a presença de membros externos, variável doravante chamada de Externos (Hayward e Hambrick, 1997; Anderson e Reeb, 2004 e Chen e Hsu, 2009). Esta característica influencia o quanto se monitora a administração e permite a inclusão de visões de membros alheios à rotina da firma. Sua presença pode servir como mecanismo de governança para resolver conflitos de tomada de decisão assim como evitar expropriação de recursos por parte da família. Seu cálculo é especificado na Equação 7.

$$\text{Externos}_t = \text{Externos}_t / \text{Conselheiros}_t \quad (7)$$

Onde:

$\text{Externos}_t$  = número de conselheiros externos que a firma possui em t.

Utiliza-se também uma variável para expressar as oportunidades de investimento, doravante chamada de Oportunidades (Smith e Stulz, 1985; Kammler e Alves, 2009 e Belkhir e Chazi, 2010). Argumenta-se que quanto mais oportunidades de investimento, mais a firma tenderia a envolver-se com novos projetos e teria respaldo para tomar risco. Para o cálculo desta variável foi utilizada o Q de Tobin defasado, que a equação 8 busca expressar.

$$\text{Oportunidades}_t = (\text{Valor de Mercado}_t + \text{Dívidas}_t) / \text{Ativo Total}_t \quad (8)$$

Onde:

$\text{Oportunidades}_t$  = oportunidades de investimento em t.

$\text{Valor de Mercado}_t$  = valor de mercado da firma em t.

$\text{Dívidas}_t$  = as dívidas da firma em t.

Outra variável de controle é a que compreende a liquidez das firmas, doravante referida como Liquidez (Hoskisson e Johnson, 1992; Chen e Hsu, 2009; Muñoz-Bullón e Sanchez-Bueno, 2011 e Avrichir, Meneses e dos Santos, 2016). Entende-se que ela possui um impacto na tomada de risco pois a disponibilidade de capital da firma influencia a sua posição na tomada de risco. Naturalmente espera-se que quanto mais liquidez a firma possuir, mais predisposta ela estará a tomar riscos, e vice-versa. A equação 9 aborda seu cálculo.

$$\text{Liquidez}_t = \text{Fluxo de Caixa}_t / \text{Ativo Total}_t \quad (9)$$

Onde:

$\text{Fluxo de Caixa}_t$  = indica o fluxo de caixa no período t.

Busca-se também controlar o ciclo de vida de cada firma. Com isto, controla-se as diferenças do estágio de desenvolvimento em que a firma se encontra, uma vez que é esperado que o nível de tomada de risco diminua com a idade da firma. Também controla fatores como maturação de produtos e curvas de aprendizado e experiência.

São utilizadas duas variáveis (Dickinson, 2011 e Faccio, Marchica e Mura,



2011). A primeira variável que busca controlar esta relação denomina-se Idade e seu cálculo está representado na Equação 10.

$$\text{Idade}_t = t - \text{Fundação} \quad (10)$$

Onde:

Fundação = indica em que ano a firma foi fundada.

Outra metodologia que busca captar o ciclo de vida utiliza uma metodologia derivada de Dickinson (2011). Utiliza-se dados sobre os fluxos de caixa de operações (FCO), de investimentos (FCI) e de financiamento (FCF). De acordo com o valor de cada uma destas três variáveis, classifica-se o ciclo de vida em que a firma se encontra entre: Introdução, Crescimento, Maturação, Declínio e Reorganização. Utiliza-se variáveis *dummy* para identificar cada um destes estágios no modelo de regressão, que assumem o valor 1 quando o critério de cada variável é correspondido. Seus cálculos estão explicitados nas Equações 11, 12, 13 e 14.

$$\text{Introdução}_t = \text{FCO} < 0, \text{FCI} < 0 \text{ e } \text{FCF} > 0. \quad (11)$$

$$\text{Crescimento}_t = \text{FCO} > 0, \text{FCI} < 0 \text{ e } \text{FCF} > 0. \quad (12)$$

$$\text{Maturação}_t = \text{FCO} > 0, \text{FCI} < 0 \text{ e } \text{FCF} < 0. \quad (13)$$

$$\text{Declínio}_t = \text{FCO} < 0, \text{FCI} > 0 \text{ e } \text{FCF} \geq 0 \text{ ou } \leq 0. \quad (14)$$

Complementando, todas as configurações dos três fluxos de caixa não captadas pelas equações 11, 12, 13 e 14 são captadas pela variável Reorganização. Assim como a variável Quartil 4, esta variável foi utilizada como referência.

Outro fator que se controla é o retorno das ações, doravante chamado Retorno (Kuang e Qin, 2013 e Elsilã, 2015). Considerando as ações de uma firma na B3 historicamente podem ser preferenciais ou ordinárias, optou-se por calcular o retorno daquele que possuísse maior volume de negócios em cada período t. Seu cálculo busca controlar efeitos do mercado de ações sobre a firma. Seu cálculo está representado na Equação 15.

$$\text{Retorno}_t = ( P \text{ Ação}_t / P \text{ Ação}_{t-1} ) - 1 \quad (15)$$

Onde:

$\text{Retorno}_t$  = indica o Retorno da ação da firma em t.

$P \text{ Ação}_t$  = preço da ação da firma em t.

$P \text{ Ação}_{t-1}$  = preço da ação da firma em t-1.

Por fim, buscou-se controlar o ano de cada observação por meio de variáveis *dummy*. Para isso, inclui-se uma variável para cada ano da amostra. O ano de 2010 foi utilizado como referência.

A próxima seção aborda a coleta de todas variáveis descritas.

### 3.4. População e Amostra

A amostra utilizada contém as firmas de capital aberto do mercado acionário brasileiro, a B3, ativas em algum período entre 2010 e 2017. Os dados foram coletados a partir de 2010 pois foi a partir deste período que o Brasil aderiu ao International Financial Reporting Standards (IFRS), possibilitando a obtenção de informações padronizadas. Nenhuma firma que não fosse de capital aberto foi incluída na amostra coletada pela dificuldade de comparabilidade entre as informações que esta poderia divulgar e aquelas que a B3 requer a divulgação de cada firma aberta. Todas informações utilizadas foram coletadas de duas fontes de dados.

A primeira consiste nos Formulários de Referência que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) disponibiliza (B3, 2018). Utilizou-se as informações contidas nas seções 12 e 15, que contém dados sobre Assembléia e Administração, e Controle e

Grupo Econômico, respectivamente. Tratando os dados no *software* estatístico RStudio, que utiliza programação em R, organizou-se as informações sobre as famílias empresárias. Nele mecanizou-se a coleta de dados, obtendo, via o pacote GetDFPData (Perlin, Kirch e Vancin, 2018), todas informações necessárias dos Formulários de Referência. Cruzou-se as informações sobre cada acionista e conselheiro indicado para obter-se a variável que denota se a firma é familiar ou não.

O restante das variáveis foi coletado no *software* Economática. Como para obter a variável dependente é necessário coletar o ROA dos três anos posteriores, analisa-se as firmas no período de 2010 a 2014. Para efeitos ilustrativos, como eram disponíveis apenas os dados até 2017, 2014 é o último ano que pode ser analisado, uma vez que a variável dependente necessita dos dados de  $t$  a  $t+3$ , o que compreenderia os anos de 2014 a 2017. Como previamente explicitado na seção que aborda a variável dependente, utiliza-se o critério de tipo de indústria da B3. Para simplificação do trabalho, todos os dados coletados com sua cotação em reais (R\$) foram divididos por 1.000, para aliviar a magnitude dos cálculos.

Buscando manter uma consistência entre os dados utilizados, foram desconsideradas todas observações que possuíam um Ativo Total inferior a R\$ 20 milhões (Villalonga e Amit, 2006). Também foram desconsideradas todas observações que não possuíam dados completos de valor de mercado. Por fim, winsoriza-se todas as informações coletadas antes do cálculo de cada variável ao nível de 2,5%, com o intuito de excluir possíveis *outliers* da amostra (Acharia, Almeida e Campello, 2007).

O tratamento dos dados foi realizado em três programas diferentes. Para obtenção e primeiro tratamento dos dados sobre firmas familiares, utilizou-se o R. Os dados obtidos no Economática foram organizados no Microsoft Excel. Uma vez obtidas e tratadas todas informações das duas bases de dados, consolidou-se o material em uma só base utilizando o R. Esta base foi exportada para uma base de dados em um formato que pudesse ser manipulado no Stata. No Stata foram realizados ajustes finais que permitissem que os testes econométricos fossem rodados.

O presente capítulo abordou todo o ferramental que permite o teste empírico da hipótese de pesquisa. Tendo descrito o funcionamento econométrico do trabalho, o próximo capítulo expõe os resultados.



## 4 RESULTADOS

Este capítulo apresenta os resultados do trabalho. Primeiramente, aborda-se as estatísticas descritivas da amostra como um todo. Após, distingue-se firmas familiares de não familiares, realizando os testes T e Mann-Whitney para diferença de médias. Analisa-se então os resultados dos testes de Mínimos Quadrados Ordinários e por fim os resultados dos testes de robustez.

### 4.1. Estatísticas Descritivas

Esta seção apresenta as estatísticas descritivas e a análise de correlação das variáveis que compõem a amostra. Analisa-se os dados em duas etapas distintas: avaliando a amostra como um todo e discriminando as firmas entre firmas familiares e não familiares. Estas duas análises são abordadas nas duas subseções a seguir.

#### 4.1.1. Análise da Amostra Completa

A amostra completa contém 1188 observações. Todas as variáveis encontram-se winsorizadas ao nível de 2,5%, exceto, naturalmente, as variáveis *dummy*. As estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas estão apresentadas na Tabela 1.

As observações da variável dependente concentram-se em valores próximos a zero. É de interesse dos administradores, avessos a riscos, que este valor seja o menor possível, pois quanto menor o valor do desvio padrão do ROA nos quatro anos que contemplam a observação, menor a tomada de risco assumida pelas firmas. Observa-se que a média dos valores é 0,601, superior à mediana e inclusive ao valor que delimita o terceiro quartil, dada a existência de valores de proporções maiores que conseqüentemente elevam a média e o desvio padrão da variável.

A variável Tamanho, por ser uma função logarítmica, apresenta valores proporcionalmente próximos. Observa-se um valor médio de 5,996 e a mediana de 6,238. A variável Desempenho apresenta valor médio de -0,007 e mediana de 0,089. Algumas observações apresentam uma magnitude de Lucro Líquido considerável frente ao valor do Patrimônio Líquido, seja positivo ou negativo. Por isso, esta variável possui valores proporcionalmente díspares da média. O valor de corte do primeiro

quartil indica que a maioria dos valores para esta variável são positivos. O valor do desvio padrão indica que o segundo e o terceiro quartil inteiro encontram-se dentro de um desvio padrão.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

<b>Estatística</b>	<b>Tomada de Risco</b>	<b>Tamanho</b>	<b>Desempenho</b>	<b>Conselho</b>	<b>Externos</b>
<b>Mín.</b>	0,004	0,699	-56,110	1	0,000
<b>1° Q.</b>	0,046	5,549	0,006	7	0,000
<b>Mediana</b>	0,077	6,238	0,089	13	0,034
<b>DP</b>	1,898	1,290	2,444	9	0,124
<b>Média</b>	0,601	5,996	-0,007	14,270	0,093
<b>3° Q.</b>	0,388	6,724	0,185	19	0,167
<b>Máx.</b>	28,180	8,899	29,476	52	1
<b>Estatística</b>	<b>Oportunidades</b>	<b>Liquidez</b>	<b>Idade</b>	<b>Retorno</b>	
<b>Mín.</b>	0,000	-21,000	0	-84,270	
<b>1° Q.</b>	0,381	0,018	13	-14,905	
<b>Mediana</b>	0,718	0,083	31	0,000	
<b>DP</b>	2,671	1,217	29	1,417	
<b>Média</b>	1,180	-0,072	37,63	2,147	
<b>3° Q.</b>	1,220	0,143	57	11,131	
<b>Máx.</b>	57,819	3,174	144	502,311	

Fonte: Elaboração própria.

*“Mín” representa o valor mínimo da variável; “1°Q” representa o valor que separa o primeiro quartil do segundo; “Mediana” é o valor que separa a metade inferior da superior da amostra; “DP” representa o desvio padrão da variável; “Média” representa o valor médio da variável; “3° Q” representa o valor que separa o terceiro quartil do quarto; “Máx” representa o valor máximo da variável.*

Sobre a variável Conselheiros, observou-se que todas as firmas da amostra possuem ao menos um conselheiro. Várias firmas possuem apenas um conselheiro, enquanto o Duratex em 2010 apresenta o maior número de conselheiros: 52. Em média, as firmas possuem 14,27 conselheiros, contando ativos e suplentes, com uma mediana de 13. Os valores do 1o quartil, da média e do 3o quartil permitem inferir quais os valores de corte para a metodologia alternativa que busca controlar o impacto do número de conselheiros. O primeiro quartil contempla as firmas que possuem de um a sete conselheiros, o segundo quartil de sete até 13, o terceiro de 13 a 19 membros e o quarto de 19 até o previamente citado máximo de 52. Dentre os conselheiros, em média um a cada 12 são externos à firma aproximadamente, o que configura uma predominância de conselheiros que já fazem parte da dinâmica da firma. No mínimo 25% das firmas não apresentam membros externos no seu conselho. Conselhos formados majoritariamente por membros externos são um regime de exceção. Isto configuraria uma maior possibilidade de aprovação de tomada de risco (Chen e Hsu, 2009).

A variável Oportunidades possui média de 1,18, superior à mediana de 0,718. Esta discrepância proporcional provavelmente ocorreria por um avolumamento de

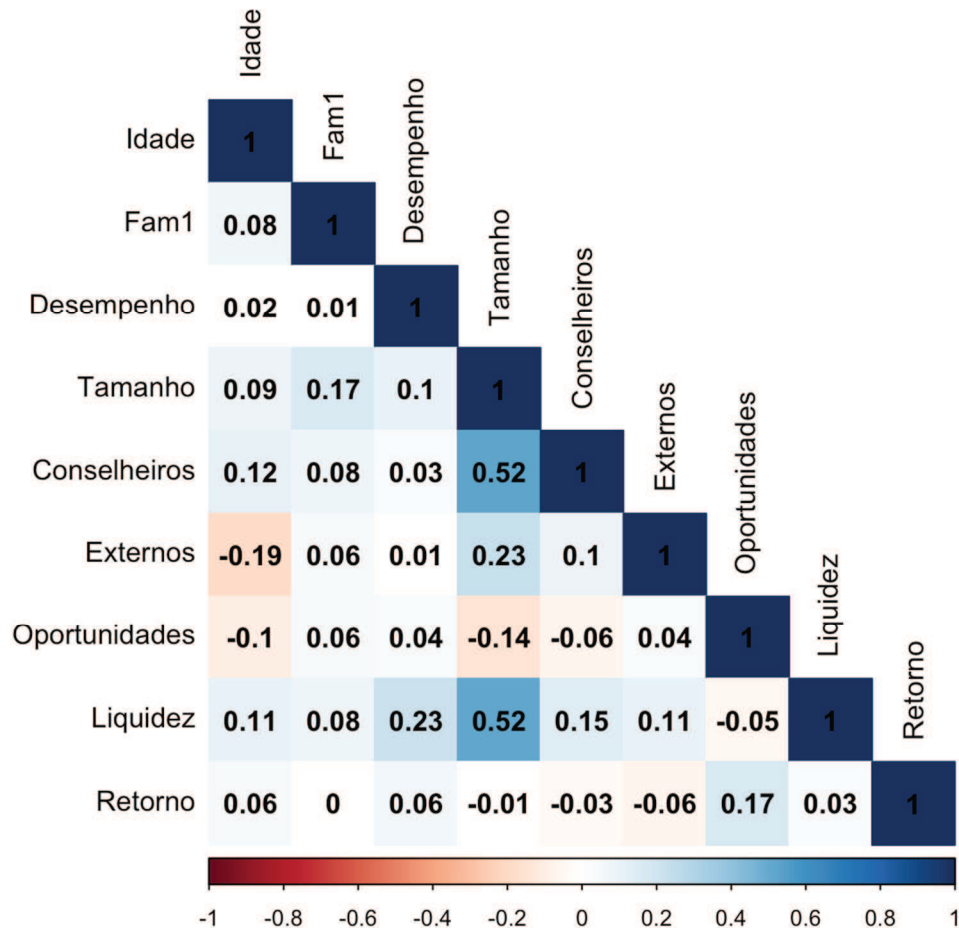
observações na cauda direita desta distribuição, o que influencia no desvio padrão observado. Por fim, é possível inferir que mais firmas possuem valores positivos que negativos para suas oportunidades de investimento. A variável Liquidez é uma entre duas variáveis que possui média negativa de toda amostra, com o valor de -0,072. Isto indicaria que no período analisado as firmas encontraram dificuldades financeiras consideráveis. Mesmo com a winsorização, alguns valores proporcionalmente se destacam, sejam estes positivos ou negativos. Sua mediana atesta que a maioria das firmas teve uma liquidez positiva no período.

As firmas em média apresentam uma idade de 37,63 anos, o que implica sob a ótica familiar que o fundador já teria idade para possuir sucessores. O valor mínimo de 0 anos de uma firma é explicado pela segmentação de algumas firmas, que no ano em que foram reestruturadas já se encontravam negociadas na Bovespa. Dados os valores avançados de idade de algumas firmas, o valor do desvio padrão apresenta magnitude maior do que a média. A variável Retorno representa um comportamento da firma perante o mercado. Em média, firmas apresentaram um retorno de 1,33% por ano. A mediana encontrada de zero é explicada pelas ações de baixa liquidez que não apresentam o volume de negócios captado pelo Economática no período em que se calcula o retorno. O menor retorno em um ano chegou a ser de -94,27%, isto é, uma ação que em um ano reteu apenas 5,73% do seu valor inicial (OSX, em 2013). Por outro lado, destaca-se o crescimento de 502,31% da PET Manguinhos em 2010.

Tendo analisado cada variável individualmente, avalia-se a correlação entre elas. Isto é feito com o objetivo de evitar que duas ou mais variáveis do modelo captem o mesmo fenômeno ao tentar explicar a tomada de risco. Isto comprometeria a capacidade preditiva do modelo (Silver, 2000). A figura 2 apresenta a matriz de correlação das variáveis.

Não possuindo nenhuma variável com índice de correlação acima de 0,52, assume-se que os níveis de correlação não indicam multicolinearidade. Todas estas variáveis permanecem incluídas nos testes econométricos.

Figura 2 – Correlação das Variáveis



Fonte: Elaboração própria.

#### 4.1.2. Análise da Amostra Completa

Esta subseção realiza uma análise que diferencia as firmas entre familiares e não familiares, segundo a definição empregada na revisão da literatura, enquanto a metodologia utilizada está descrita na seção das variáveis independentes. Das 1188 observações da amostra, 431 são referentes a firmas familiares de acordo com o critério da variável Fam1. Isto indica que 36,28% das firmas da amostra são familiares. A proporção entre firmas familiares e não familiares em cada ano coletado está ilustrada pela Tabela 2.



Em todos anos da amostra visualiza-se uma predominância de firmas não familiares, que em todos anos da amostra possuem uma representatividade superior à 60% das firmas analisadas. Para comparar o comportamento entre firmas familiares não familiares realiza-se o primeiro teste econométrico do trabalho, o Teste T, que busca verificar diferença de médias entre os dois grupos. Este teste assume que as populações comparadas possuem distribuição normal, o que inviabiliza a metodologia para todas as variáveis *dummy* empregadas. Por isso, analisou-se as variáveis: Tamanho, Desempenho, Conselho, Externos, Oportunidades, Liquidez, Idade e Retorno. A Tabela 3 apresenta os resultados para o Teste T.

Tabela 2 – Proporção das Firmas Familiares Classificando por Fam1

<b>Ano</b>	<b>Firmas Familiares</b>	<b>% FF</b>	<b>Firmas Não Familiares</b>	<b>% FNF</b>	<b>Total</b>
2010	92	39,48%	141	60,52%	233
2011	78	33,62%	154	66,38%	232
2012	77	32,22%	162	67,78%	239
2013	93	38,91%	146	61,09%	239
2014	91	37,14%	154	62,86%	245
<b>Total</b>	<b>431</b>	<b>36,28%</b>	<b>757</b>	<b>63,72%</b>	<b>1188</b>

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 3 – Teste T

<b>Variáveis</b>	<b>Médias FF</b>	<b>Médias FNF</b>	<b>p-valor</b>
<b>Tamanho</b>	6,234	5,736	0,000
<b>Desempenho</b>	0,081	0,061	0,538
<b>Conselho</b>	14,789	13,299	0,005
<b>Externos</b>	0,099	0,075	0,001
<b>Oportunidades</b>	1,249	0,730	0,002
<b>Liquidez</b>	0,051	-0,109	0,000
<b>Idade</b>	41,2661	36,3662	0,004
<b>Retorno</b>	0,0458	0,3249	0,879

Fonte: Elaboração própria.

Como indicado pela Tabela 3, observa-se que seis variáveis possuem diferenças estatísticas significantes entre os valores médios das firmas familiares e das não familiares quando avaliadas pelo p-valor. As variáveis Tamanho, Liquidez, Oportunidades, Idade, Conselheiros e Externos apresentaram uma diferença média a uma significância estatística de 1%. Estes resultados corroboram a literatura revisada que trata firma familiar como uma organização diferenciada (Gallo e Vilasecca, 1996; Kellermanns et al., 2008; Poutziouris, Smyrniotis e Klein, 2008 e Borges, Lescura e Oliveira, 2009). Isto indicaria que firmas familiares são maiores, possuem maiores

conselhos e maior representação de conselheiros externos, possuem maiores oportunidades de investimento, maior liquidez e são mais velhas.

Em contrapartida, dentre todas variáveis, apenas duas não apresentam diferenças significativas entre as médias das firmas familiares e não familiares. Para a variável Retorno, as médias de firmas familiares e não familiares foram de 0,045 e 0,324, o que com um p-valor de 0,878 não poderiam ser consideradas estatisticamente diferentes. O mesmo ocorre para a variável desempenho, que com o valor médio de 0,081 para firmas familiares e 0,061 para firmas não familiares, não podem ser consideradas estatisticamente diferentes com um p-valor de 0,537.

O segundo teste para comparar as médias das firmas familiares e não familiares é o teste de Mann-Whitney. Como explicitado na Metodologia, este é um teste não paramétrico que assume que a distribuição da variável analisada não seja normal. Os resultados deste teste estão na Tabela 4.

Tabela 4 – Teste Mann-Whitney

Variáveis	Ranksum FF	Ranksum FNF	Z
<b>Tamanho</b>	223.125	343.454	0,000
<b>Desempenho</b>	197.794	368.786	0,863
<b>Conselho</b>	378.717	191.061	0,090
<b>Externos</b>	214.726	355.051	0,000
<b>Oportunidades</b>	208.720	357.860	0,035
<b>Liquidez</b>	204.611	361.969	0,211
<b>Idade</b>	223.653	346.125	0,000
<b>Retorno</b>	194.678	375.099	0,341

Fonte: Elaboração própria.

Dentre as variáveis analisadas, quatro apresentaram comportamento estatisticamente diferente entre firmas familiares e não familiares, sustentando o resultado encontrado pelo Teste T. As variáveis que encontraram diferenças são: Tamanho, Externos, Oportunidades e Idade. Todas estas variáveis também apresentaram diferenças estatísticas no Teste T. Porém, no Teste MW, quatro variáveis não apresentaram diferenças estatísticas que rejeitassem a hipótese nula: Desempenho, Conselho, Liquidez e Retorno. Destas, duas apresentaram diferenças estatísticas no Teste T mas não no Teste MW: Conselho e Liquidez.

## 4.2. Teste de Hipótese

Esta seção apresenta os resultados do teste que busca verificar a hipótese de pesquisa. Utilizando o método de Mínimos Quadrados Ordinários explicitado na seção sobre Modelos Econométricos, buscou-se analisar a relação entre presença familiar e tomada de risco. São realizadas oito regressões de MQO, variando as configurações das variáveis que expressam presença familiar, tamanho do conselho e ciclo de vida da firma. Estes resultados estão expostos na tabela 5.

Como anteriormente introduzido na metodologia, o coeficiente da variável de interesse indica qual a relação entre firmas familiares e tomada de risco. Nas oito regressões verificou-se coeficientes negativos, o que indicaria que a presença familiar influenciaria negativamente a tomada de risco. Ou seja, apresentariam indícios que firmas familiares são mais conservadoras ao tomar risco do que firmas não familiares. Estes resultados são significantes ao nível de 1%.

Destaca-se também que entre as oito variáveis de controle do trabalho, quatro possuem significância estatística. Com o objetivo de dar sustentação a este resultado, foram realizados testes de robustez, que utilizam outra metodologia econométrica. Estes estão apresentados no Apêndice B. A principal distinção a ser feita do teste de MQO é a metodologia, que emprega um teste com dados em painel e efeitos aleatórios. As configurações de variáveis permanecem as mesmas, o que gera oito regressões distintas para análise.

## 4.3. Análise dos Resultados

Esta seção propõe-se a analisar os resultados encontrados pelos testes econométricos. Primeiramente, a subseção de estatísticas descritivas verificou que existe uma predominância de observações que contemplam firmas não familiares. Buscou-se verificar, através dos testes T e Mann-Whitney, a possibilidade de existirem diferenças estatísticas no comportamento das variáveis quando distinguidas entre firmas familiares e não familiares. Os resultados indicariam que firmas familiares apresentam variáveis com valores estatisticamente distintos de firmas não familiares. Estes resultados corroboram a noção de que firmas familiares comportam-se de maneira peculiar, justificando seu estudo como um subgrupo ao estudo de firmas (Gallo e Vilaseca, 1996 e Chua, Chrisman e Sharma, 1999). Suas particularidades

são destacadas já nos testes de diferença de médias, que apontam algumas particularidades das firmas familiares. Estas tenderiam a ser maiores, com um conselho de administração maior, maior presença de membros externos, teriam mais oportunidades de investimento, maior liquidez e seriam mais antigas que firmas não familiares. Apenas duas variáveis, Desempenho e Retorno, não apresentam diferença estatística entre os valores de firmas familiares e firmas não familiares.

Tabela 5 – Teste de Hipótese: Mínimos Quadrados Ordinários

Variáveis	Regressões - Mínimos Quadrados Ordinários							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Fam1	-99.34*** (-5.40)	-99.31*** (-5.46)	-93.05*** (-5.12)	-93.48*** (-5.21)				
Fam2					-89.72*** (-4.82)	-87.28*** (-4.74)	-83.51*** (-4.54)	-81.59*** (-4.49)
Desempenho	0.05 (1.39)	0.03 (0.90)	0.02 (0.63)	0.01 (0.21)	0.04 (1.33)	0.03 (0.85)	0.02 (0.57)	0.01 (0.16)
Tamanho	-0.16*** (-5.64)	-0.07** (-2.29)	-0.11*** (-3.69)	-0.02 (-0.72)	-0.16*** (-5.63)	-0.08** (-2.37)	-0.11*** (-3.67)	-0.02 (-0.77)
Conselheiros	1.32** (2.29)		1.13** (1.96)		1.27** (2.18)		1.07* (1.86)	
Quartil 1		168.12*** (5.43)		171.41*** (5.64)		163.42*** (5.26)		167.32*** (5.49)
Quartil 2		34.47 (1.26)		50.61* (1.87)		32.15 (1.17)		48.76* (1.80)
Quartil 3		13.63 (0.53)		27.49 (1.08)		11.32 (0.44)		25.67 (1.01)
Externos	-0.50 (-1.64)	-0.41 (-1.34)	-0.41 (-1.35)	-0.33 (-1.12)	-0.51* (-1.68)	-0.42 (-1.38)	-0.42 (-1.37)	-0.34 (-1.14)
Oportunidades	0.01 (0.47)	0.03 (0.87)	-0.01 (-0.19)	0.01 (0.23)	0.01 (0.43)	0.02 (0.82)	-0.01 (-0.24)	0.00 (0.17)
Liquidez	-0.32*** (-9.32)	-0.30*** (-8.81)	-0.27*** (-7.22)	-0.26*** (-6.96)	-0.32*** (-9.32)	-0.30*** (-8.81)	-0.27*** (-7.22)	-0.26*** (-6.97)
Idade	-1.47*** (-5.28)	-1.29*** (-4.64)			-1.50*** (-5.37)	-1.32*** (-4.77)		
Introdução			-241.91*** (-7.29)	-229.11*** (-6.98)			-245.43*** (-7.38)	-233.14*** (-7.08)
Crescimento			-186.61*** (-6.25)	-170.48*** (-5.77)			-189.22*** (-6.33)	-173.62*** (-5.86)
Maturação			-183.15*** (-6.43)	-168.80*** (-5.99)			-184.90*** (-6.48)	-170.89*** (-6.05)
Declínio			-109.22** (-2.37)	-106.53** (-2.35)			-113.33** (-2.46)	-110.43** (-2.43)
Retorno	0.01 (0.31)	0.01 (0.18)	0.02 (0.41)	0.01 (0.29)	0.01 (0.31)	0.01 (0.19)	0.02 (0.42)	0.01 (0.30)
2011	-29.56 (-1.05)	-27.53 (-0.99)	-34.50 (-1.24)	-32.92 (-1.20)	-28.75 (-1.02)	-26.51 (-0.95)	-33.92 (-1.22)	-32.14 (-1.17)
2012	-36.29 (-1.30)	-40.15 (-1.45)	-52.91* (-1.91)	-56.40** (-2.07)	-34.89 (-1.25)	-38.34 (-1.39)	-51.89* (-1.87)	-55.05** (-2.01)
2013	16.42 (0.58)	24.24 (0.87)	-6.58 (-0.24)	3.38 (0.12)	17.22 (0.61)	24.94 (0.90)	-6.35 (-0.23)	3.48 (0.13)
2014	30.61 (1.09)	40.56 (1.46)	1.08 (0.04)	12.77 (0.46)	31.55 (1.12)	41.42 (1.49)	1.30 (0.05)	12.87 (0.46)
Constante	1,055.53*** (21.87)	734.85*** (6.74)	1,808.07*** (13.80)	1,399.75*** (8.78)	1,045.74*** (21.51)	734.35*** (6.69)	1,810.82*** (13.78)	1,410.57*** (8.82)
Observações	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
R <sup>2</sup>	0.2240	0.2475	0.2468	0.2691	0.2201	0.2428	0.2432	0.2648

Mínimos Quadrados Ordinários - Controle por indústria  
valor t entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Fonte: Elaboração própria.

Complementando o Teste T, o teste não paramétrico de Mann-Whitney permite a interpretação de que as firmas são estatisticamente diferentes de acordo com a estatística Z. Os resultados deste teste indicam que quatro variáveis comportam-se de maneira distinta de acordo com a presença familiar nas firmas, a um nível de significância de 5%. Estas características poderiam implicar em uma postura de tomada de riscos diferente para firmas familiares, o que procura-se testar com os próximos testes.

Além dos testes T e Mann-Whitney, buscou-se verificar a hipótese de que firmas familiares seriam mais avessas à tomada de riscos que firmas não familiares. Para isso, utilizou-se o teste de Mínimos Quadrados Ordinários, complementando os resultados com testes de robustez utilizando dados em painel com efeitos aleatórios. Com os resultados encontrados nos testes de Mínimos Quadrados Ordinários pode-se afirmar que existiriam indícios que firmas familiares são mais avessas à tomada de riscos que firmas não familiares. As regressões de 1 a 4 dos testes que utilizam MQO aplicam o critério de Fam1 para a presença familiar. Nos quatro procedimentos o coeficiente apresentado da variável de interesse foi negativo, o que implicaria que a presença familiar ocasionaria uma menor tomada de risco. Estes resultados são significantes a um nível de 1%.

Quando se expande o conceito de firmas familiares para o critério Fam2, os resultados permanecem semelhantes. Os coeficientes apresentados pela variável de interesse nas regressões de 5 a 8 são sempre negativos, sendo, assim como em Fam1, significativos a um nível de 1%. Todas as combinações com Mínimos Quadrados Ordinários apresentam o coeficiente esperado para presença familiar a um nível de significância estatística de 1%, o que corroboraria a hipótese de que firmas familiares seriam mais avessas à tomada de riscos que firmas não familiares.

Analisa-se também as variáveis de controle nos testes de MQO que apresentaram um nível de significância estatística. A variável Tamanho apresentou um impacto negativo na tomada de risco segundo o coeficiente encontrado nas oito regressões. Isso está em linha com a literatura que defende que firmas maiores inviabilizam maior tomada de riscos por conta de sua estrutura, larga e burocrática.

Ao analisar o impacto da quantidade de conselheiros na tomada de risco, as *proxies* Conselheiros e Quartil 1 indicaram significância estatística. Conselheiros, apresentou coeficientes positivos nas quatro regressões em que é empregada, alinhando-se à literatura empírica revisada de propensão à tomada de riscos por parte

das firmas familiares. Estes resultados são significantes a um nível de 5%, nas regressões 1 e 5, e 10%, nas regressões 3 e 7. Analisando as variáveis *dummy* que buscaram expressar esta relação, apenas a variável Quartil 1 apresentou significância estatística, a um nível de 1%.

A variável Externos apresentou nas oito regressões testadas um coeficiente negativo. Isto atestaria que quanto maior o número de conselheiros externos, menor a tomada de risco assumida pela empresa, como atestado na revisão da literatura. Este resultado apresentou significância estatística a um nível de 10%.

A variável Liquidez apresentou coeficiente negativo e significativo a um nível de 1% nas oito regressões testadas. Este resultado contraria a noção de que firmas com maior liquidez possuíam maior propensão à tomada de riscos.

Por fim, busca-se controlar o efeito do ciclo de vida da firma na tomada de risco. A variável Idade apresentou coeficientes negativos nas quatro regressões em que é empregada a um nível de significância estatística de 1%. Ou seja, quanto mais antiga a firma, menor é a tomada de risco esperada. Em contrapartida, de acordo com as variáveis *dummy* que buscaram capturar o ciclo de vida da firma, quanto mais avançado o estágio em que esta se encontra, menor o valor absoluto do coeficiente. Ou seja, menor seria o impacto negativo na tomada de risco.

Analisa-se também os testes de robustez, que utilizaram dados em painel com efeitos aleatórios. Assim como nos testes que utilizaram Mínimos Quadrados Ordinários, estes realizaram oito regressões com diferentes configurações de variáveis. Em nenhuma das regressões o coeficiente da variável de interesse apresentou significância estatística

Interpreta-se também as variáveis de controle que apresentaram significância estatística nos testes de robustez. Diferentemente dos testes de MQO, a variável Desempenho apresenta significância estatística nas oito regressões, sempre a um nível de 5%. Os oito coeficientes apresentados são positivos, o que representaria que quanto melhor o desempenho da firma, maior seria sua tomada de risco.

A variável Tamanho apresentou os oito coeficientes negativos novamente, todos a um nível de significância de 1%. Isto novamente corroboraria a noção que firmas de maior estrutura dificultam uma maior tomada de risco.

A variável que busca expressar o impacto da quantidade de conselheiros na tomada de risco possui resultados diferentes daqueles encontrados no teste de MQO. A única variável que possui significância estatística é a Quartil 3, que possui

coeficiente positivo. Ou seja, firmas no terceiro quartil possuiriam uma maior propensão a tomada de riscos.

A variável Oportunidades apresentou um coeficiente negativo nas oito regressões realizadas como testes de robustez. Isto indicaria que quanto maior forem as oportunidades de investimento de uma firma, menor seria sua tomada de risco esperada.

Ao utilizar controles para o impacto do ciclo de vida da firma na tomada de risco, observa-se significância estatística em algumas circunstâncias. As variáveis *dummy* Introdução e Crescimento apresentaram significância estatística em todas regressões em que foram utilizadas, a um nível de 10% e 5% respectivamente. Em todos os casos o coeficiente foi negativo. A variável Maturação apresentou significância estatística apenas nos testes 4 e 8, a um nível de 10%. Dado o valor do coeficiente nas variáveis *dummy* que expressam o ciclo de vida das firmas, contraria-se a noção da literatura revisada que firmas mais antigas seriam mais avessas à tomada de risco.

Em todas as regressões realizadas o coeficiente da variável que expressa a presença familiar na firma foi negativo. Estes resultados por vezes revelaram-se estatisticamente significante (MQO), mas em outros casos foram estatisticamente insignificantes (dados em painel com efeitos aleatórios). Conclui-se que os testes indicariam uma maior aversão a tomada de riscos por parte das firmas familiares. Diversos fatores poderiam explicar este comportamento.

O primeiro é o fato de que firmas familiares tendem tomar risco de maneira mais eficiente, e por consequência tomariam menos risco proporcionalmente que firmas não familiares. Esta postura seria adotada de modo a minimizar as perdas que podem ser incorridas de um resultado negativo, uma vez que a família compartilharia do retorno residual das decisões (Fama e Jensen, 1983 e Chen e Hsu, 2009).

Outros fatores dificilmente quantificáveis podem motivar este perfil de tomada de risco, como o Patrimônio Socioemocional Familiar. A manutenção da relação afetiva entre membros da família empresária e a firma pode restringir decisões que impliquem tomada de risco. Isso implicaria evitar as decisões que mais expõem o PSF a riscos, mesmo que isso implique em maiores retornos em potencial (Gomez-Mejía et al., 2007 e Cucculelli, Le Breton-Miller e Miller, 2016).

A família empresária também pode evitar tomar riscos pelo alinhamento de patrimônio entre a família e a firma. Estando o retorno financeiro familiar comprometido com o desempenho da firma, as famílias empresárias podem chegar a

tomar decisões de maneira que não se maximize o retorno, mas buscando garantir parte aceitável dele (Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós e Lisboa 2014 e Baek, Cho e Fazio, 2016).



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo contempla as considerações finais do trabalho. O trabalho teve como principal objetivo analisar se as firmas familiares tomariam menos risco que firmas não familiares. Além deste, possui dois objetivos específicos que se comunicam com o principal: identificar a presença familiar na estrutura das firmas e mensurar o grau de tomada de risco nas firmas.

Para tal, realizou-se uma revisão bibliográfica sobre os dois principais construtos trabalhados: firmas familiares e tomada de risco. Esta não apresentou consenso sobre a postura das firmas familiares sobre tomada de risco, o que leva o trabalho a procurar agregar ao tópico estudando um mercado relevante com concentração acionária e abordando um subconjunto de pesquisa diferenciado das firmas familiares: a tomada de risco destas. Isto permitiu a elaboração da hipótese: firmas familiares são mais avessas à tomada de riscos do que firmas não familiares. Para testar a hipótese aplicou-se uma metodologia econométrica, utilizando quatro testes diferentes. Dela derivam-se os resultados analisados que permitem a presente conclusão do trabalho.

Para avaliar o atingimento dos objetivos, revisita-se os resultados encontrados. Primeiramente, o Teste T e o Teste de Mann-Whitney atestaram que as variáveis possuem valores distintos estatisticamente de acordo com a presença familiar nas firmas. Este achado contribuiu para a posição de que firmas familiares comportam-se de maneira diferente, caracterizando-as como um objeto de estudo próprio. Em um segundo momento, testou-se a hipótese de pesquisa. O modelo de Mínimos Quadrados Ordinários apresentou um coeficiente negativo com significância estatística de 1% para todas as regressões realizadas, corroborando a hipótese de que a firma familiar possuiria uma aversão a tomada de riscos maior do que firmas não familiares. Em contrapartida, os testes de robustez com dados em painel com efeitos aleatórios não apresentaram significância estatística para firmas familiares.

Verifica-se que os objetivos propostos foram atingidos, agregando à literatura de firmas familiares e tomada de riscos. Primeiramente, porque desenvolveu-se uma metodologia de classificação de firmas familiares no mercado brasileiro, que é um mercado relevante mundialmente e com concentração acionária. Esta medida buscou contribuir à literatura de definição das firmas familiares, que não apresenta consenso sobre qual o conceito ideal. Contribuiu também ao analisar a tomada de risco da firma

familiar utilizando uma medida diferenciada daquelas encontradas na literatura revisada. Por fim, a conclusão de que firmas familiares possuíam maior aversão à tomada de riscos agrega à linha de pesquisa que assume este tema ao trazer evidências de um mercado pouco estudado. Os *insights* gerados pela pesquisa buscaram agregar à compreensão do comportamento de familiares envolvidos na firma, o que procura ser útil a todos conselheiros e/ou funcionários que lidam com a família empresária. É também interessante para investidores, que ao analisar investimentos em potencial, por exemplo, utilizariam o conhecimento de que algumas firmas são familiares e outras não.

A pesquisa apresenta algumas limitações conceituais e metodológicas que podem servir de orientação para trabalhos futuros. Primeiramente, utilizar uma definição de firma familiar impõe algumas restrições. Todos trabalhos sobre firmas familiares devem utilizar alguma definição sobre estas e ao fazê-lo, podem deixar de contemplar alguns conceitos pertinentes ao objeto de estudo. De maneira oposta, podem utilizar condições de firma familiar em excesso, de modo que exclua do conceito de firma familiar aquelas que em outras definições possam ser familiares. Este trabalho procurou utilizar uma definição coesa e abrangente, considerando os dados e o mercado analisado. Variações da definição, especialmente em outros contextos institucionais, podem ajudar pesquisadores futuros a achar resultados interessantes. O conceito de firma familiar é subjetivo e sujeito à interpretação, podendo ser revisitado com o intuito mais objetivo e decisivo por futuros pesquisadores.

Encoraja-se também que pesquisas futuras procurem utilizar outras maneiras de mensurar a presença familiar. Este trabalho optou por uma variável *dummy*, mas pode-se utilizar também variáveis contínuas, representando, por exemplo, um percentual de o quão familiar é a firma. A relação familiar com sua firma possui muito o que ser abordado, inclusive o impacto de qual a geração que participa ativamente do negócio. Além de definir as firmas familiares, existe também a necessidade de compreender a heterogeneidade existente neste subgrupo de cervejas. Este tipo de trabalho permitiria individualizar as características familiares que impactam a firma.

O presente trabalho escolheu trabalhar o construto tomada de risco e aliá-lo ao construto firma familiar. Porém, a presença familiar pode manifestar-se de outras maneiras. O mais trabalhado é qual o impacto da presença familiar no desempenho da firma, mas existem outros âmbitos em que o impacto da presença familiar possa

ser estudado. Outra sugestão seria a pesquisa de mercados com outras configurações. Historicamente, estudou-se mercados com menor concentração acionária (EUA e Reino Unido, por exemplo), porém com a consolidação de outras economias e bolsas de valores, outros contextos podem gerar conhecimento útil nesta área de pesquisa, especialmente para outros mercados.

## REFERÊNCIAS

- ABDELLATIF, M., AMANN, B., e JAUSSAUD, J. Family versus nonfamily business: A comparison of international strategies. **Journal of Family Business Strategy**, 1, 108-116, 2010.
- ACEDO, F. J., e CASILLAS, J. C. Current paradigms in the international management field: An author co-citation analysis. **International Business Review**, 14 (5), 619-639, 2005.
- ACHARIA, V.V., ALMEIDA, H. e CAMPELLO, M. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. **Journal of Financial Intermediation**, v. 16, p. 515-554, 2007.
- AGRAWAL, A., e MANDELKER., G. N. Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. **The Journal of Finance** 42 (4): 823–37, 1987.
- ALLAIS, M. Le Comportement de l'Homme Rationel devant le Risque, Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. **Econometrica** 21 (4): 503–46, 1953.
- AMIHUD, Y. e LEV, B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. **The Bell Journal of Economics**, 12 (2):605–617, 1981.
- ANDERSON, R.C. e REEB, D.M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500, **The Journal of Finance**, Vol. 58 No. 3, pp. 1301-1327, 2003.
- ANDERSON, R.C. e REEB, D.M. Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms, **Administrative Science Quarterly**, Vol. 49 No. 2, pp. 209-237, 2004.
- ANDERSON, R. C., DURU, A., e REEB, D.M. Investment policy in family controlled firms, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 36 No. 6, pp. 1744-1758, 2012.
- ANDREOU, P. C., PHILIP, D., e ROBESJEK, P. Bank Liquidity Creation and Risk-Taking: Does Managerial Ability Matter?. **Journal of Business Finance & Accounting**, 43 (1-2), 226-259, 2016.
- ARONOFF, C. E., e WARD, J. L. Preparing your family business for strategic change. **Family Business Leadership Series**, 9. Marietta, GA: Business Owner Resources, 1997.
- ARRONDO-GARCÍA, R., FERNÁNDEZ-MÉNDEZ, C., e MENÉNDEZ-REQUEJO, S. The growth and performance of family businesses during the global financial crisis: The role of the generation in control. **Journal of Family Business Strategy**, 7 (4), 227-237, 2016.

ARROW, K. J. The principle of rationality in collective decisions. **Economie Appliquée**, 5, 469-484, 1952.

ASTRACHAN, J. H. Commentary on the special issue: The emergence of a field. **Journal of Business Venturing**, 18, 567-573, 2003.

ASTRACHAN, J. H., e P. Jaskiewicz. Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation. **Family Business Review** 21: 139-149, 2008.

ATKINSON, J. W. Motivational determinants of risk-taking behavior. **Psychological Review**, 64 (6p1), 359, 1957.

AVRICHIR, I., MENESES, R., e DOS SANTOS, A. A. Do family-managed and non-family-managed firms internationalize differently? **Journal of Family Business Management**, 6 (3), 330-349, 2016.

"Formulários de Referência" **Site da B3 - Brasil Bolsa Balcão**. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/s-7-ptb.html?idioma=ptb#1>>. Acesso em: 03 jul. 2018.

BAEK, H. Y., CHO, D. D. e FAZIO, P. L. Family ownership, control and corporate capital structure: an examination of small capitalization public firms. **Journal of Family Business Management**, 6 (2), 169-185, 2016.

BANDIERA, O., GUIISO, L., PRAT, A. e SADUN, R. Matching firms, managers and incentives. **J. Lab. Econ.** 33, 623-681, 2015.

BARNEY, J. B. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. **Strategic Management Journal**, 9 (S1), 71-78, 1988.

BASSETTI, T., DAL MASO, L. e LATTANZI, N. Family businesses in Eastern European countries: How informal payments affect exports. **Journal of Family Business Strategy**, 6 (4), 219-233, 2015.

BASU, N., DIMITROVA, L. e PAEGLIS, I. Family control and dilution in mergers. **Journal of Banking & Finance**, 33 (5), 829-841, 2009.

BELKHIR, M. e CHAZI, A. Compensation vega, deregulation, and risk-taking: Lessons from the US banking industry. **Journal of Business Finance & Accounting**, 37 (9-10), 1218-1247, 2010.

BELMONTE, V. A. B. e FREITAS, W. R. S. Empresas familiares e a profissionalização da gestão: estudo de casos em empresas paulistas. **Revista de Administração da UFSM**, 6 (1), 71-90, 2013.

BEN-AMAR, W. e ANDRE, P. Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. **Journal of Business Finance and Accounting** 33, 517 – 543, 2006.

BERLE, A. e MEANS, G. The modern corporation and private property. New York: **Commerce Clearing House**, 1932.

BERNOULLI, D. Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. Translated into English in **Econometrica**, 22: 22–36, 1954.

BERRONE, P., CRUZ, C., e GÓMEZ-MEJÍA, L. R. Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. **Family Business Review** 25 (3): 258-279, 2012.

BERTRAND, M. e SCHOAR, A. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies Quarterly, **Journal of Economics**, Vol. 118, No. 4, pp. 1169–208, 2003.

BERTRAND, M. e SCHOAR, A. The role of family in family firms. **Journal of Economic Perspectives**, 20 (2): 73–96, 2006.

BJUGGREN, P. e SUND, L. Strategic decision making in intergenerational successions of small- and medium-size family-owned businesses. **Family Business Review**, 14 (1), 11-24, 2001.

BONILLA, C. A., SEPULVEDA, J. e CARVAJAL, M. Family ownership and firm performance in Chile: A note on Martinez et al.'s evidence. **Family Business Review**, 23 (2), 148-154, 2010.

BORGES, A. F., LESCURA, C. e OLIVEIRA, J. D. Empresas familiares: mapeamento da produção científica brasileira no período 1997-2009. **ENEO**, VI, 2010.

BORNHOLDT, W. Governança na empresa familiar: implementação e prática. **Bookman**, 2000.

BRAUN, M. e SHARMA, A. Should the CEO also be chair of the board? An empirical examination of family-controlled public firms. **Family Business Review**, 20 (2), 111-126, 2007.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Publicada no Diário Oficial da União n.191-A, de 5 de outubro de 1988.

BURKART, M., PANUNZI, F. e SHLEIFER, A. Family firms. **Journal of Finance**, 58,5, 2167–202, 2003.

BUSSAB, W. e MORETTIN, P. Estatística Básica. 5ª edição, São Paulo: **Saraiva**, 2003.

CABRERA-SUÁREZ, M. K., DÉNIZ-DÉNIZ, M. D. L. C., e MARTÍN-SANTANA, J. D. The setting of non-financial goals in the family firm: The influence of family climate and identification. **Journal of Family Business Strategy**, 5 (3), 289-299, 2014.

CARRASCO-HERNANDEZ, A., e SÁNCHEZ-MARÍN, G. The determinants of employee compensation in family firms: Empirical evidence. **Family Business Review**, 20 (3), 215-228, 2007.

CASILLAS, J. e ACEDO, F. Evolution of the intellectual structure of family business literature: A bibliometric study of FBR. **Family Business Review**, 20 (2), pp.141-162, 2007.

CASILLAS, J. C., MORENO, A. M., e BARBERO, J. L. A configurational approach of the relationship between entrepreneurial orientation and growth of family firms. **Family Business Review**, 23 (1), 27-44, 2010.

CASILLAS, J. C., MORENO, A. M., e BARBERO, J. L. Entrepreneurial orientation of family firms: Family and environmental dimensions. **Journal of Family Business Strategy**, 2 (2), 90-100, 2011.

CATER, J. J. e JUSTIS, R. The development of successors from followers to leaders in small family firms. **Family Business Review**, 22 (2), 109–124, 2009.

CHANG, E.P., MEMILI, E. e CHRISMAN, J. J. Does Innovation Matter to Achieve Entrepreneurial Success? An Exploratory Study of The INC. 500 Companies. **United States Association for Small Business and Entrepreneurship. Conference Proceedings** (p. 105). United States Association for Small Business and Entrepreneurship, 2010.

CHANG, S., WE, W. e WONG, Y. Family control and stock market reactions to innovation announcements. **British Journal of Management**, 21, 152-170, 2010.

CHEN, H.-L. e HSU, W.-T. Family ownership, board independence, and R&D investment. **Family Business Review**, 22: 347–362, 2009.

CHEN, Y. e VANN, C. E. Clawback provision adoption, corporate governance, and investment decisions. **Journal of Business Finance & Accounting**, 44 (9-10), 1370-1397, 2017.

CHEN, S., CHEN, X., CHEN, Q. e SHEVLIN, T. Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-Family Firms? **Journal of Financial Economics**, 95 : 41-61 2010.

CHRISMAN, J. J., e PATEL, P. C. Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives, **Academy of Management Journal**, Vol. 55 No. 4, pp. 976-997, 2012.

CHRISMAN, J.J., CHUA, J. H. e STEIER, L. P. An introduction to theories of family business. **Journal of Business Venturing**, 18, 441–448, 2003.

CHRISMAN, J.J., CHUA, J.H., PEARSON, A.W. e BARNETT, T. Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. **Entrepreneurship theory and practice**, 36 (2), pp. 267-293, 2012.

CHRISMAN, J. J., MEMILI, E., e MISRA, K. Nonfamily managers, family firms, and the winner's curse: The influence of noneconomic goals and bounded rationality. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 38 (5), 1103-1127, 2014.

CHUA, J. H., CHRISMAN, J. J. e SHARMA, P. Defining the family business by behavior. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 23: 19–39, 1999.

CLAVER, E., RIENDA, L., e QUER, D. Family firms risk perception: Empirical evidence on the internationalization process. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, 15, 457-471, 2008.

COASE R.H. The nature of the firm. **Economica** 1937;6:386–405, 1937.

COLES, J. L.; N. D. DANIEL; e L. NAVEEN. Managerial Incentives and Risk-Taking. **Journal of Financial Economics** 79 (2006): 431–68, 2006.

COLLI, A. The History of Family Business: 1850–2000, Cambridge: **Cambridge University Press**, 2003.

COLLI, A., PÉREZ, P.F. e ROSE, M.B. National determinants of family firm development? Family firms in Britain, Spain, and Italy in the nineteenth and twentieth centuries, **Enterprise and Society**, Vol. 4 No. 1, pp. 28-64, 2003.

COSTA, C. M., GALDI, F. C., e MOTOKI, F. Y. Family management: creating or destroying firm value?. **Economics Bulletin**, 34 (4), 2292-2302, 2014.

CUCCULELLI, M., LE BRETON-MILLER, I., e MILLER, D. (2016). Product innovation, firm renewal and family governance. **Journal of Family Business Strategy**, 7 (2), 90-104, 2016.

DA SILVA, A.L.C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. RAUSP. **Revista de Administração da USP** 39:348 – 361, 2004.

DAILY, C. M., e DOLLINGER, M. J. An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. **Family Business Review**, 5 (3), 117-135, 1992.

DAVIDSON, R., e MACKINNON, J. G. Econometric theory and methods (Vol. 5). New York: **Oxford University Press**, 2004.

DAVIS, P. S., e HARVESTON, P. D. The phenomenon of substantive conflict in the family firm: A cross-generational study. **Journal of Small Business Management**, 39 (1), 14-30, 2001.

DE VRIES, M.F.R.K. The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news. **Organizational dynamics**, v. 21, n. 3, p. 59-71, 1993.



DENOBLE, A., EHRLICH, S., e SINGH, G. Toward the development of a family business self-efficacy scale: A resource-based perspective. **Family Business Review**, 20 (2), 127–140, 2007.

DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, 86 (6), 1969-1994, 2011.

EISENHARDT, K. M. Making fast strategic decisions in high- velocity environments. **Academy of Management Journal**, 32, 543-576, 1989.

ELSILÄ, A. Trade Credit Risk Management: The Role of Executive Risk-Taking Incentives. **Journal of Business Finance & Accounting**, 42 (9-10), 1188-1215, 2015.

FACCIO, M., MARCHICA, M. T. e MURA, R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. **Review of Financial Studies**, 24 (11):3601–3641, 2011.

FAMA, E.F. e JENSEN, M.C. Separation of ownership and control, **Journal of Law and Economics**, Vol. 26 No. 2, pp. 301-325, 1983.

FAMA, E. F., e MACBETH, J. D. Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. **Journal of political economy**, 81 (3), 607-636, 1973.

FERNÁNDEZ, Z., e NIETO, M. J. Impact of ownership on the international involvement of SMEs, **Journal of International Business Studies**, Vol. 37 No. 3, pp. 340-351, 2006.

GALLO, M. A., e VILASECA, A. Finance in family business. **Family Business Review**, 9 (4), 387-401, 1996.

GARCÍA-RAMOS, R., e GARCÍA-OLALLA, M. Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses. **Journal of Family Business Strategy**, 2 (4), 220–231, 2011.

GERSICK, K.E. Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business, **Harvard Business School Press**, Cambridge, MA, 1997.

GOMEZ-MEJIA, L. R., NUNEZ-NICKEL, M. e GUTIERREZ, I. The role of family ties in agency contracts. **Academy of Management Journal**, 44 (1), 81–95, 2001.

GOMEZ-MEJIA, L. R., HAYNES, K. T., NUNEZ-NICKEL, M., JACOBSON, K. J. L., e MOYANO-FUENTES, J. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from spanish olive oil mills. **Administrative Science Quarterly**, 52, 106-137, 2007.

GOODSTEIN, J., GAUTAM, K., e BOEKER, W. The effects of board size and diversity on strategic change. **Strategic Management Journal**, 15 (3), 241-250, 1994.

GRANDO, T. O efeito do controle acionário e da gestão familiar na criação de valor e no desempenho operacional das companhias abertas brasileiras, 2014.

GRAVES, C., e THOMAS, J. Internationalization of Australian family businesses: A managerial capabilities perspective. **Family Business Review**, 19 (3), 207–224, 2006.

GUAY, W. R. The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk: An Analysis of the Magnitude and Determinants. **Journal of Financial Economics** 53 (1999): 43–71, 1999.

HABBERSHON, T. G. e WILLIAMS, M. L. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. **Family Business Review**, 12 (1), pp.1-25, 1999.

HANDLER, W.C., 1989. Methodological issues and considerations in studying family businesses. **Family Business Review** 2 (3), 257–276, 1989.

HANDLER, W.C. Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members. **Entrepreneurship theory and practice**, 15 (1), 37-52, 1990.

HANDLER, W.C. Succession in family business: a review of the research. **Family Business Review** 7 (2), 133–157, 1994.

HAYWARD, M. L., e HAMBRICK, D. C. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. **Administrative science quarterly**, 103-127, 1997.

HOOPES, D. G., e MILLER, D. Ownership preferences, competitive heterogeneity, and family-controlled businesses. **Family Business Review**, 19 (2), 89-101, 2006.

HOSKISSON, R. E., e JOHNSON, R. A. Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and R&D intensity. **Strategic Management Journal**, 13, 625-634, 1992.

HOWORTH, C., e ALI, Z. A. Family business succession in Portugal: An examination of case studies in the furniture industry. **Family Business Review**, 14 (3), 231-244, 2001.

HOY, F. e SHARMA, P. Navigating the family business education maze. Em: POUTZIOURIS, P. Z.; SMYRNIOS, K. X.; KLEIN, S. B. (Org.). Handbook of Research on Family Business. Cheltenham: **Edward Elgar Publishers**, p. 11-24, 2006.

HUYBRECHTS, J., VOORDECKERS, W. e LYBAERT, N. Entrepreneurial risk taking of private family firms: The influence of a nonfamily CEO and the moderating effect of CEO tenure. **Family Business Review**, 26, 161–179, 2013.

IRVING, P. G., MARCUS, J. e SHARMA, P. Examining the behavioral outcomes of family business successor commitment. **Paper presented at the Academy of Management Conference**, Philadelphia, 2007.

JAYANTILAL, S., JORGE, S.F. e PALACIOS, T.M.B. Effects of sibling competition on family firm succession: A game theory approach. **Journal of Family Business Strategy**, 7 (4), 260-268, 2016.

JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIA, N. Tournament incentives and audit fees. **Journal of Accounting and Public Policy**, 36 (5), 358-378, 2017.

JOHN, K., LITOV, L. e YEUNG, B. Corporate Governance and Risk-Taking. **The Journal of Finance**, 63 (4):1679–1728, 2008.

KAHNEMAN, D., e TVERSKY, A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. **Econometrica**, 47, 263–292, 1979.

KAHNEMAN, D., KNETSCH, J. L. e THALER, R. H. Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. **Journal of Economic Perspectives**, 5 (1), 193-206, 1991.

KAMMLER, E. L., e ALVES, T. W. Análise da Capacidade Explicativa do Investimento Pelo Q. **RAE-eletrônica**, 8 (2), 2009.

KELLERMANN, F. W., EDDLESTON, K. A., BARNETT, T. e PEARSON, A. An exploratory study of family member characteristics and involvement: Effects on entrepreneurial behavior in the family firm. **Family Business Review**, 21, 1-14, 2008.

KIM, H., KIM, H. e LEE, P. M. Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments: Evidence from Korean firms. **Organization Science**, 19, 404-418, 2008.

KONTINEN, T. e OJALA, A. The internationalization of family businesses: A review of extant research. **Journal of Family Business Strategy**, 1 (2), 97-107, 2010.

KOTLAR, J., FANG, H., DE MASSIS, A. e FRATTINI, F. Profitability goals, control goals and the R&D investment decision of family and non-family firms. **Journal of Product Innovation Management**, 31 (6), 1128–1145, 2015.

KUANG, Y. F., AND B. QIN. Credit ratings and CEO risk-taking incentives. **Contemporary Accounting Research** 30 (4): 1524–59, 2012.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R.W. Law and finance. **Journal of Political Economy** 106 (6), 1113– 1155, 1998.

LAFFRANCHINI, G., e BRAUN, M. Slack in family firms: evidence from Italy (2006-2010). **Journal of Family Business Management**, 4 (2), 171-193, 2014.

LANDRY, S., FORTIN, A., e CALLIMACI, A. Family firms and the lease decision. **Journal of Family Business Strategy**, 4 (3), 176-187, 2013.

LARUCCIA, M., MATIAS, A. M. J. e DA SILVA PASSOS, B. Motivation as a tool for increasing productivity in family business. **Revista de Micro e Pequenas Empresas e Empreendedorismo da Fatec-Osasco**, 1 (2), 238-262, 2015.

LEAL, R.P.C., DA SILVA, A.L.C. e VALADARES, S.M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea** 6.1 (2002): 7-18.

LEMMON, M. L., ROBERTS, M. R. e ZENDER, J. F. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. **The Journal of Finance**, 63 (4), 1575-1608, 2008.

LEVINSON, H. Conflicts that plague family business. **Harvard Business Review**, pp. 90-98, 1971.

LI, Z. e DASPIT, J. J. Understanding family firm innovation heterogeneity: A typology of family governance and socioemotional wealth intentions. **Journal of Family Business Management**, 6 (2), 103-121, 2016.

LIM, E. N. K., LUBATKIN, M. H. e WISEMAN, R. M. A family firm variant of the behavioral agency theory. **Strategic Entrepreneurship Journal**, 4, 197-211, 2010.

LITZ, R.A. The family business: toward definitional clarity, in Proceedings of the Academy of Management (pp. 100–104), Briarcliff Manor, NY: **Academy of Management**, 1995.

MACCRIMMON, K., e D. WEHRUNG. Taking Risks: The Management of Uncertainty. New York: **The Free Press**, 1986.

MALMENDIER, U., TATE, G. e YAN, J. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. **The Journal of Finance**, 66 (5), 1687-1733, 2011.

MARCH, J. G. e SHAPIRA, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. **Management Science**, 33 (11), 1404–1418, 1987.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **Journal of Finance** 7, 77–91, 1952.

MARTÍNEZ-FERRERO, J., RODRÍGUEZ-ARIZA, L. e BERMEJO-SÁNCHEZ, M. Is family ownership of a firm associated with the control of managerial discretion and corporate decisions? **Journal of Family Business Management**, 6 (1), 23-45, 2016.

MARTINS, H. C. A interdependência entre os conflitos de agência, 2016.

MAY, C., e COOPER, A. Review essay: Personal identity and social change: Some theoretical considerations. **Acta sociologica**, 38 (1), 75-85, 1995.

MCCONAUGHY, D.L., MATTHEWS, C.H. e FIALKO, A.S. Founding family controlled firms: Performance, risk and value. **Journal of Small Business Management**, 39 (1), 31-49, 2001.

MEMILI, E., EDDLESTON, K. A., KELLERMANN, F. W., ZELLWEGER, T. M. e BARNETT, T. The critical path to family firm success through entrepreneurial risk taking and image. **Journal of Family Business Strategy**, 1 (4), pp. 200-209, 2010.

MEMILI, E., CHRISMAN, J. J. e CHUA, J. H. Transaction costs and outsourcing decisions in small-and medium-sized family firms. **Family Business Review**, 24 (1), 47-61, 2011.

MILLER, D. The correlates of entrepreneurship in three types of firms. **Management Science**, 29, 770-791, 1983.

MILLER, D. e LE BRETON-MILLER, I. Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses. Boston: **Harvard Business School Press**, 2005.

MILLER, D., BRETON-MILLER, I. e LESTER, R. Family and lone founder ownership and strategic behavior: Social context, identity, and institutional logics. **Journal of Management Studies**, 48 (1), 1–25, 2011.

MIRALLES-MARCELO, J.L., MIRALLES-QUIRÓS, M.D.M. e LISBOA, I. The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. **Journal of Family Business Strategy** 5.2 (2014): 156-168, 2014.

MOORES, K. Paradigms and theory building in the domain of business families. **Family Business Review**, 22 (2), pp. 167-180, 2009.

MORCK, R. K. (Ed.). A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers. **University of Chicago Press**, 2007.

MOTWANI, J., LEVENBURG, N., SCHWARZ, T. e BLANSON, C. Succession planning is SME's – An empirical analysis. **International Small Business Journal**, 24 (5), 471–495, 2006.

MOURA, G. D. D., FRANZ, L. e CUNHA, P. R. D. Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. **Contaduría y administración**, 60 (2), 423-446, 2015.

MUÑOZ-BULLÓN, F. e SANCHEZ-BUENO, M. J. (2011). The impact of family involvement on the R&D intensity of publicly traded firms. **Family Business Review**, 24 (1), 62-70, 2011.

NALDI, L., NORDQVIST, M., SJÖBERG, K. e WIKLUND, J. Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms. **Family Business Review**, 20 (1), 33-47, 2007.

NEUBAUER, F. e LANK, A.G. *The Family Business: Its Governance for Sustainability*, London: **Macmillan**, 1998.

NEUBAUER, F. e LANK, A.G. *The family business: Its governance for sustainability*. **Springer**, 2016.

PALICH, L.E. e BAGBY, D.R. Using cognitive theory to explain entrepreneurial risk-taking: Challenging conventional wisdom. **Journal of business venturing**, 10 (6), 425-438, 1995.

PATEL, P. C. e CHRISMAN, J. J. Risk abatement as a strategy for R&D investments in family firms. **Strategic Management Journal**, 35 (4), 617-627, 2014.

PERLIN, M., KIRCH, G. e VANCIN, D. *Accessing Financial Reports and Corporate Events with GetDFPdata*, 2018.

POUTZIOURIS, P.A. SMYRNIOS, K.X. e KLEIN, S. *Family Business Research Handbook*. **IFERA e Edward Elgar**, 2008.

PUKALL, T. J. e CALABRÒ, A. The Internationalization of Family Firms: A Critical Review and Integrative Model. **Family Business Review**, 27 (2), pp. 103-125, 2014.

RAU, P. R. e XU, J. How do ex ante severance pay contracts fit into optimal executive incentive schemes? **Journal of Accounting Research**, 51 (3), 631-671, 2013.

REVILLA, A. J., PÉREZ-LUÑO, A. e NIETO, M. J. Does family involvement in management reduce the risk of business failure? The moderating role of entrepreneurial orientation. **Family Business Review**, 29 (4), 365-379, 2016.

RUBENSON, G. C. e GUPTA, A. K. The initial succession: A contingency model of founder tenure. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 20 (4), 21-35, 1996.

SATHE, V. *Corporate entrepreneurship: Top managers and new business creation*. Cambridge, England: **Cambridge University Press**, 2003.

SCHULZE, W. S., LUBATKIN, M. H. e DINO, R. N. Toward a theory of agency and altruism in family firms. **Journal of Business Venturing**, 18, 473-490, 2003.

SCIASCIA, S., MAZZOLA, P. e KELLERMANNNS, F. W. Family management and profitability in private family-owned firms: Introducing generational stage and the socioemotional wealth perspective. **Journal of Family Business Strategy**, 5, 131–137, 2014.

SHARMA, P., CHRISMAN, J.J. e CHUA, J.H. Strategic management of family business: Past research and future challenges. **Family Business Review**, 10, 1-35, 1997.

SHARPE, W.F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**, 19 (3), 425-442, 1964.

SHORT, J.C., PAYNE, G.T., BRIGHAM, K.H., LUMPKIN, G.T. e BROBERG, J.C. Family firms and entrepreneurial orientation in publicly traded firms: A comparative analysis of the S&P 500. **Family Business Review**, 22 (1), 9-24, 2009.

SIEGEL, S. Estatística não paramétrica para as ciências do comportamento. São Paulo, **McGraw-Hill do Brasil**, 1975.

SIRMON, D. G. e HITT, M. A. Managing resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 27, 339-358, 2003.

SMITH, C. e STULZ, R. The determinants of firms' hedging policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 20 (4), 391– 405, 1985.

SMITH, C. Environmental Jolts: Understanding How Family Firms Respond and Why. **Family Business Review**, 29 (4), 401-423, 2016.

STAFFORD, K., DANES, S. M. e HAYNES, G. W. Long-term family firm survival and growth considering owning family adaptive capacity and federal disaster assistance receipt. **Journal of Family Business Strategy**, 4 (3), 188-200, 2013.

STEIER, L. Variants of agency contracts in family-financed ventures as a continuum of familial altruistic and market rationalities, **Journal of Business Venturing**, Vol. 18 No. 5, pp. 597-618, 2003.

TAUER, L.W. Life insurance funding of buy-sell arrangements in family businesses. **Journal of Family Business Management**, 3 (2), 108-116, 2013.

SUNSTEIN, C. e THALER, R. Nudge. The politics of libertarian paternalism. **New Haven**, 2008.

TRES, G., SERRA, F. e FERREIRA, M. P. O tempo de mandato do CEO e o desempenho das empresas: Um estudo comparativo de empresas familiares e não-familiares brasileiras. **Revista Gestão & Tecnologia**, 14 (3), 5-31, 2014.

TVERSKY, A. e KAHNEMAN, D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. **Science**, 185 (4157), 1124-1131, 1974.

VAN AUKEN, H. e WERBEL, J. Family dynamic and family business financial performance: Spousal commitment. **Family Business Review**, 19 (1), 49-63, 2006.

VAN DEN HEUVEL, J., VAN GILS, A. e VOORDECKERS, W. Board roles in small and medium- sized family businesses: performance and importance, **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 14 No. 5, pp. 467-485, 2006.

VANCIN, D. e PROCIANOY, J. L. Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, 13 (28), 57-80, 2016.

VILLALONGA, B. e AMIT, R. How do family ownership, control, and management affect firm value? **J. Financ. Econ.** 80, 385–417, 2006.

VON NEUMANN, J. e MORGENSTERN, O. Theory of games and economic behavior. **New York: Princeton University Press**, 1944.

VOORDECKERS, W., GILS, A.V. e DEN HEUVEL, J.V. Board composition in small and medium-sized family firms, **Journal of Small Business Management**, Vol. 45 No. 1, pp. 137-156, 2007.

WALDMAN, D. A., SIEGEL, D. S. e JAVIDAN, M. Components of CEO transformational leadership and corporate social responsibility. **Journal of Management Studies**, 43 (8), 1703-1725, 2006.

WARD, J. L. Growing the family business: Special challenges and best practices. **Family Business Review**, 10, 323–337, 1997.

ZAHRA, S. A. International expansion of U.S. manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement. **Journal of Business Venturing**, 18 (4), 495–512, 2003.

ZAHRA, S. A. Entrepreneurial risk taking in family firms. **Family Business Review**, 18 (1), 23–40, 2005.

ZAHRA, S. A. Contextualizing theory building in entrepreneurship research. **Journal of Business Venturing**, 22 (3), 443-452, 2007.

ZAHRA, S. A., HAYTON, J. C. e SALVATO, C. Entrepreneurship in Family vs. Non-Family Firms: A Resource-Based Analysis of the Effect of Organizational Culture. **Entrepreneurship Theory and Practice**, 28 (4), 363-381, 2004.

ZAHRA, S. A., NEUBAUM, D. O. e HUSE, M. Entrepreneurship in medium-size companies: Exploring the effects of ownership and governance systems. **Journal of Management**, 26 (5), 947-976, 2000.

ZELLWEGER, T. M. e ASTRACHAN, J. H. On the emotional value of owning a firm. **Family Business Review**, 21 (4), 347–363, 2008.

ZELLWEGER, T. Time horizon, costs of equity capital and generic investment strategies of firms. **Family Business Review**, 20 (1), 1–15, 2007.

ZYPHUR, M. J., NARAYANAN, J., ARVEY, R. D. e ALEXANDER, G. J. The genetics of economic risk preferences. **Journal of Behavioral Decision Making**, 22 (4), 367-377, 2009.



## APÊNDICE A – TABELA COMPARATIVA DA REVISÃO EMPÍRICA

Tabela 6 – Revisão Empírica

<b>Autor</b>	<b>Ano</b>	<b>Postura FF à Tomada de Riscos</b>	<b>País</b>
Zahra, Hayton e Salvato	2004	Propensão	EUA
Zahra	2005	Propensão	EUA
Naldi et al.	2007	Aversão	Suécia
Gomez-Mejía et al.	2007	Propensão	Espanha
Chen e Hsu	2009	Aversão	Taiwan
Memili et al.	2010	Propensão	Suíça
Anderson, Duru e Reeb	2012	Aversão	-
Chrisman e Patel	2012	Propensão	EUA
Patel e Chrisman	2013	Propensão	EUA
Chrisman et al.	2014	Aversão	-
Sciascia, Mazzola e Kellermanns	2014	Aversão	Itália
Avrichir, Meneses e dos Santos	2016	Aversão	Brasil
Cucculelli, Le-Breton Miller e Miller	2016	Aversão	Itália

## APÊNDICE B – TESTES DE ROBUSTEZ

Tabela 7 – Dados em Painel com Efeitos Aleatórios<sup>1</sup>

Variáveis	Regressões - Efeitos Aleatórios							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Fam1	-21.64 (-1.46)	-23.43 (-1.58)	-22.28 (-1.49)	-23.93 (-1.60)				
Fam2					-16.92 (-1.15)	-18.35 (-1.25)	-17.14 (-1.16)	-18.43 (-1.25)
Desempenho	0.06*** (2.62)	0.06** (2.39)	0.06** (2.42)	0.05** (2.20)	0.06*** (2.61)	0.06** (2.38)	0.06** (2.41)	0.05** (2.19)
Tamanho	-0.25*** (-5.73)	-0.25*** (-5.41)	-0.24*** (-5.39)	-0.23*** (-5.01)	-0.26*** (-5.72)	-0.25*** (-5.41)	-0.24*** (-5.39)	-0.23*** (-5.02)
Conselheiros	0.06 (0.16)		0.11 (0.28)		0.05 (0.14)		0.10 (0.27)	
Quartil 1		37.68* (1.66)		41.40* (1.81)		37.13 (1.64)		40.86* (1.79)
Quartil 2		4.18 (0.20)		7.25 (0.35)		4.11 (0.20)		7.18 (0.35)
Quartil 3		33.94* (1.89)		36.10** (2.00)		33.79* (1.88)		35.94** (1.99)
Externos	0.07 (0.28)	0.09 (0.35)	0.03 (0.11)	0.05 (0.20)	0.07 (0.27)	0.08 (0.33)	0.02 (0.10)	0.04 (0.18)
Oportunidades	-0.09*** (-3.48)	-0.09*** (-3.30)	-0.09*** (-3.43)	-0.09*** (-3.25)	-0.09*** (-3.48)	-0.09*** (-3.30)	-0.09*** (-3.43)	-0.09*** (-3.25)
Liquidez	-0.02 (-0.79)	-0.02 (-0.81)	-0.02 (-0.68)	-0.02 (-0.69)	-0.02 (-0.77)	-0.02 (-0.78)	-0.02 (-0.67)	-0.02 (-0.67)
Idade	-0.68** (-2.34)	-0.66** (-2.28)			-0.68** (-2.35)	-0.66** (-2.29)		
Introdução			-37.14* (-1.66)	-37.54* (-1.67)			-37.43* (-1.67)	-37.79* (-1.69)
Crescimento			-42.66** (-2.07)	-44.54** (-2.16)			-42.74** (-2.07)	-44.56** (-2.16)
Maturação			-24.85 (-1.28)	-26.55 (-1.37)			-25.03 (-1.29)	-26.68 (-1.38)
Declínio			4.31 (0.15)	0.62 (0.02)			4.00 (0.14)	0.36 (0.01)
Retorno	0.02 (0.97)	0.02 (0.79)	0.02 (0.97)	0.02 (0.79)	0.02 (0.97)	0.02 (0.79)	0.02 (0.97)	0.02 (0.79)
2011	-31.11** (-2.21)	-33.49** (-2.37)	-32.00** (-2.25)	-34.37** (-2.41)	-30.72** (-2.18)	-33.07** (-2.34)	-31.60** (-2.23)	-33.94** (-2.38)
2012	-26.23* (-1.82)	-29.92** (-2.07)	-30.53** (-2.11)	-34.23** (-2.35)	-25.61* (-1.78)	-29.22** (-2.02)	-29.91** (-2.07)	-33.53** (-2.31)
2013	27.96* (1.91)	27.69* (1.88)	21.71 (1.47)	21.65 (1.46)	28.27* (1.94)	28.02* (1.90)	21.99 (1.49)	21.95 (1.48)
2014	37.18** (2.47)	37.62** (2.48)	30.15** (1.98)	30.77** (2.01)	37.51** (2.49)	37.95** (2.51)	30.44** (2.00)	31.06** (2.03)
Constante	831.85*** (11.49)	741.22*** (7.10)	929.25*** (8.17)	836.20*** (6.26)	823.67*** (11.42)	733.32*** (7.04)	921.48*** (8.11)	828.48*** (6.21)
Observações	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
Número de Firms	282	282	282	282	282	282	282	282

Efeitos Aleatórios - Controle por indústria

Estatística z entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

1. Optou-se pelo teste de Dados em Painel com efeitos aleatórios pela invariabilidade da característica familiar no período analisado e pela indicação do Teste de Hausman.