

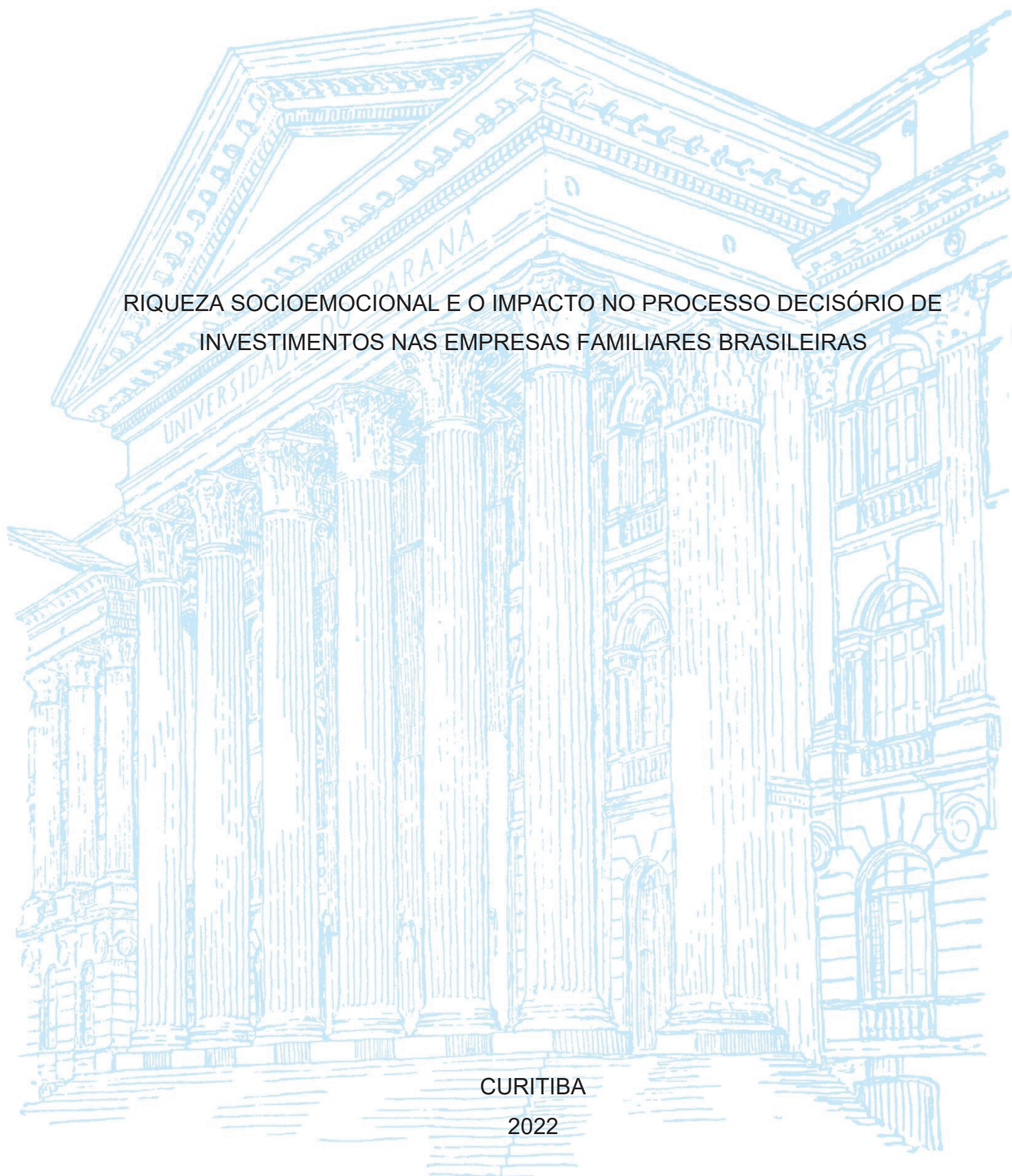
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

BRUNO LUCCHESI KUSER

RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL E O IMPACTO NO PROCESSO DECISÓRIO DE
INVESTIMENTOS NAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS

CURITIBA

2022



BRUNO LUCCHESI KUSER

RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL E O IMPACTO NO PROCESSO DECISÓRIO DE
INVESTIMENTOS NAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Thiago Henrique Moreira Goes

CURITIBA

2022

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Kuser, Bruno Lucchesi

Riqueza socioemocional e o impacto no processo decisório de investimentos nas empresas familiares brasileiras / Bruno Lucchesi Kuser. – Curitiba, 2022.

1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Thiago Henrique Moreira Goes.

1. Riqueza socioemocional. 2. Empresas familiares.
3. Processo decisório. I. Goes, Thiago Henrique Moreira.
II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO ECONOMIA -
40001016051P7

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **BRUNO LUCCHESI KUSER** intitulada: **Riqueza Socioemocional e o impacto no processo decisório de investimentos nas empresas familiares brasileiras**, sob orientação do Prof. Dr. THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 08 de Junho de 2022.

Assinatura Eletrônica

09/06/2022 09:54:08.0

THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

08/06/2022 21:31:28.0

ADALTO ACIR ALTHAUS JUNIOR

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

08/06/2022 22:27:38.0

TOBIAS COUTINHO PARENTE

Avaliador Externo (33057010)

AV. PREFEITO LOTHARIO MEISSNER, 632 - CURITIBA - Paraná - Brasil

CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4464 - E-mail: ppgecon@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 193812

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://www.prppg.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp> e insira o código 193812

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha esposa Rubia, por todo apoio durante o período de aulas deste mestrado e de desenvolvimento desse trabalho, bem como pela compreensão aos momentos de ausência.

Agradeço aos meus pais, Jorge e Mirella, pela minha formação acadêmica, pela orientação ao longo de meu crescimento pessoal e por toda base sólida e união familiar que me permitiram chegar até aqui. Agradeço também à minha irmã Juliane por todo incentivo e apoio dado.

Agradeço ao meu orientador Thiago Goes, excelente professor do curso de Economia e cuja orientação dada nessa dissertação foi fundamental para a conclusão deste trabalho.

Por fim, agradeço também ao Departamento de Economia da UFPR por ter contribuído com mais essa etapa da minha trajetória acadêmica.

RESUMO

Este trabalho pesquisou como a riqueza socioemocional impacta o processo decisório de investimentos em CAPEX nas empresas familiares brasileiras. A teoria de maximização do valor da companhia define que o processo decisório em finanças é conduzido pelos gestores com base em critérios financeiros quantitativos de valoração da performance. Entretanto, recentemente o conceito de riqueza socioemocional tem sido pesquisado e utilizado para definir os fatores não econômicos (incluindo aspectos emocionais) que afetam o processo decisório das empresas, e que portanto complementam a teoria clássica de maximização do valor da companhia. Estudos recentes mostram que a riqueza socioemocional está presente com maior intensidade nas empresas familiares, ambientes naturalmente carregados por aspectos emocionais entre as famílias. Este trabalho analisou 107 empresas de capital aberto com dados entre 2007 e 2020, equivalente à 968 observações no período. Por meio de análises econométricas e mensuração da riqueza socioemocional de empresas familiares baseada no questionário FIBER, o trabalho identificou que as empresas familiares investem, na média, menos do que empresas não familiares. Ainda, identificou por meio de regressões econométricas que o componente da riqueza socioemocional possui uma correlação negativa com o nível de investimentos em CAPEX, que as variáveis EBIT/AT e Porte (medido à partir da variável *dummy*) também explicam parte dos investimentos em CAPEX. Os resultados sugerem a necessidade de um olhar mais atento às iniciativas e mecanismos de fomento ao investimento das empresas familiares brasileiras.

Palavras-chave: Riqueza socioemocional. Empresas familiares. Processo decisório. Utilidades não econômicas.

ABSTRACT

This dissertation researched how the socioemotional wealth impact the decision-making process of CAPEX investments in Brazilian family businesses firms. The company's value maximization theory defines the financial management process in finance is conducted by managers based on quantitative financial performance criteria. However, recently the concept of socioemotional wealth has been researched and used to define the non-economic factors (including emotional aspects) that affect the decision-making process of companies, and which therefore complement the classical theory of maximizing company value. Recent studies show that socioemotional wealth is present with greater intensity in family businesses, environments naturally charged with emotional aspects among families. This research analyzed 107 publicly traded companies with data between 2007 and 2020, equivalent to 968 observations in the period. Through econometric analyzes and measurement of the socioemotional wealth of family businesses based on the FIBER questionnaire, the study identified that family businesses invest, on average, less than non-family businesses. It also identified through econometric regressions that the socioemotional wealth component has a negative correlation with the level of investments in CAPEX, the variables EBIT/AT and size (measured from the *dummy* variable) also explain part of the investments in CAPEX. The results suggest the need for a closer look at initiatives and mechanisms to encourage investment by Brazilian family businesses.

Keywords: Socioemotional wealth. Family firms. Decision-making process. Non-economic utilities.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA	62
GRÁFICO 2 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES, EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA	62
GRÁFICO 3 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS NÃO FAMILIARES, EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA.....	63
GRÁFICO 4 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA	85
GRÁFICO 5 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA, MEDIDOS EM ESCALA LIKERT	86

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – MODELO DE TRÊS CÍRCULOS DE TAGIURI E DAVIS.....	27
--	----

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – CAMPOS DE PESQUISA ENVOLVENDO A RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL	32
QUADRO 2 - QUESTIONÁRIO FIBER	50
QUADRO 3 – RESPOSTAS DO QUESTIONÁRIO FIBER APLICADO ÀS EMPRESAS FAMILIARES DE CAPITAL FECHADO.....	88

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (CAPEX, PORTE, IMOB., AT).....	57
TABELA 2 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (ENDIV., EBIT_AT, CRESC., Q_TOBIN)	59
TABELA 3 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (SEW_1_AÇÕES, SEW_1_POSICOES, SEW_1_MÉDIA).....	59
TABELA 4 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (INVESTIMENTOS EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES)	60
TABELA 5 - CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS.....	64
TABELA 6 – RESULTADOS GERAIS DA REGRESSÃO COM DADOS POOLED OLS, COM TODAS AS VARIÁVEIS	66
TABELA 7 – RESULTADOS DAS VARIÁVEIS DA REGRESSÃO POOLED OLS, COM TODAS AS VARIÁVEIS	67
TABELA 8 – TESTE WHITE PARA A REGRESSÃO POOLED OLS, COM TODAS AS VARIÁVEIS	68
TABELA 9 – RESULTADOS GERAIS DA REGRESSÃO POOLED OLS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO.....	68
TABELA 10 – RESULTADOS DAS VARIÁVEIS PARA REGRESSÃO POOLED OLS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO	69
TABELA 11 – TESTE WHITE PARA REGRESSÃO COM DADOS POOLED OLS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO	70
TABELA 12 – RESULTADOS DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, COM TODAS AS VARIÁVEIS.....	71
TABELA 13 – RESULTADOS REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, COM TODAS AS VARIÁVEIS.....	72
TABELA 14 – REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO.....	73
TABELA 15 – REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO.....	74
TABELA 16 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (CAPEX, CAPEX_QUALI, PORTE, FUNC.)	83
TABELA 17 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (SEW_1_INF., SEW_2_IDENT., SEW_3_LAÇOS, SEW_4_EMOC., SEW_5_SUC.)	84

TABELA 18 - CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS.....	87
--	----

Lista de abreviaturas OU siglas

SEW	- Socioemotional Wealth, ou Riqueza Socioemocional
SEBRAE	- Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
CAPEX	- Capital Expenditure
Bi	- Bilhões
Tri	- Trilhões
Quin.	- Quinquilhões
MM	- Milhões
Sex.	- Sextilhões

LISTA DE SÍMBOLOS

ε - variável erro na equação econométrica

α – alpha, variável que indica o valor do intercepto na equação econométrica

β – Beta, coeficiente das variáveis dependentes testadas nas equações

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 JUSTIFICATIVA	19
1.2 OBJETIVOS	22
2 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	23
2.1 EMPRESAS FAMILIARES E A PRESERVAÇÃO DA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL	23
2.1.1 O conceito de empresas familiares	23
2.1.2 A preservação da riqueza socioemocional em empresas familiares	29
2.2 O PROCESSO DECISÓRIO FINANCEIRO NAS EMPRESAS	37
3 METODOLOGIA.....	44
3.1 O CONTEXTO DAS EMPRESAS NO BRASIL	44
3.2 ESTRUTURAÇÃO GERAL DA PESQUISA	47
3.2.1 Pesquisa quantitativa aplicada sobre empresas de capital aberto	52
3.2.2 Pesquisa qualitativa exploratória complementar aplicada sobre empresas de capital fechado	54
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS	57
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS	57
4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO DOS DADOS	65
CONSIDERAÇÕES FINAIS	76
REFERÊNCIAS.....	79
APÊNDICE 1 – PESQUISA APLICADA ÀS EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO .	83
ANEXO 1 – QUESTIONÁRIO ELETRÔNICO INICIAL APLICADO ÀS EMPRESAS DE INICAPITAL FECHADO	92
ANEXO 2 – QUESTIONÁRIO ELETRÔNICO COMPLEMENTAR APLICADO ÀS EMPRESAS DE INICAPITAL FECHADO	95

1 INTRODUÇÃO

A área da gestão financeira insere-se num campo de atuação bastante abrangente e crescentemente complexo (ASSAF NETO, 2014, p. 9). Dentro desse campo de estudo e conectado à teoria convencional de finanças corporativas, há um consenso de que o objetivo principal do processo decisório financeiro é maximizar o valor da empresa (DAMODARAN, 2014).

Para Brealey, Myers e Allen (2013) e Alexandre Assaf Neto (2014), as principais funções financeiras de uma empresa estão estruturadas sob duas principais decisões: investimento e financiamento. Para Aswath Damodaran (2014), além dessas duas enunciadas, ainda há uma terceira decisão relacionada ao pagamento de dividendos. David J. Denis e Igor Osobov (2008) mostram que o pagamento de dividendos está fortemente associado à razão entre lucros retidos e capital total (capital ganho em relação ao capital investido pelos sócios), ou seja, ao aumento do valor da companhia.

Segundo Michael C. Jensen (2009), a teoria de maximização do valor da companhia define que o processo decisório em finanças é conduzido pelos gestores com base em critérios financeiros quantitativos de valoração da performance. Por outro lado, dentro do processo decisório em finanças, Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson e Moyano (2007) mostram que muitas vezes as empresas tomam decisões financeiras baseadas em fatores emocionais e que confrontam os princípios da teoria econômica pautada na busca pela maximização do valor.

Esse conceito é chamado de riqueza socioemocional e, segundo Gómez-Mejía et al. (2007), é caracterizado como sendo “os aspectos não financeiros da empresa que atendem às necessidades afetivas da família, como a identidade, a capacidade de exercer influência familiar e a perpetuação da dinastia familiar”. O trabalho de Gómez-Mejía et al. (2007) é a principal referência e ponto de partida para compreensão do conceito de riqueza socioemocional. O trabalho avaliou o comportamento decisório de 1.237 empresas familiares do segmento de produção de oliva na Espanha e concluiu que em muitos casos as famílias estão mais preocupadas em não perder sua riqueza socioemocional, mesmo que isso coloque a empresa em uma exposição de risco maior, do que optar por escolhas estratégicas que diminuam

o risco do negócio, mas que provocariam uma redução na riqueza socioemocional da família.

A riqueza socioemocional pode aparecer sob várias formas em uma empresa familiar, como o desejo pela continuidade da dinastia da família (CASSON, 1999), a perpetuação dos valores da família na empresa, que pode se manifestar por meio de contribuições e apoio ao contexto dos negócios ou também por meio de políticas e normas antiquadas, arbitrárias e indesejáveis (HANDLER, 1990), a forte identificação da família com a firma, que muitas vezes carrega o nome ou sobrenome da família (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2007), a habilidade de exercer autoridade, ditar a estratégia e escolher os investimentos a empresa irá executar (SCHULZE; LUBATKIN; DINO, 2003), entre outros.

Alguns anos antes da apresentação do conceito da riqueza socioemocional, Tagiuri & Davis (1996) estudaram algumas condições diferenciadas que eram presentes nos negócios familiares e mostraram que algumas dessas situações ocorriam mais frequentemente nas empresas familiares pois havia um fator emocional muito grande nas famílias, potencializado pelas longas histórias e tradições familiares, que promovem um contexto rico para trocas emocionais.

Além de Gómez-Mejía et al. (2007), a maior parte da literatura e dos estudos de caso sobre empresas familiares e riqueza socioemocional tem sido aplicadas em países europeus e da América do Norte. Entretanto, entender a dinâmica do processo decisório nas empresas familiares também é especialmente importante no Brasil.

Segundo Borges, Lescura e Oliveira (2012), há uma quantidade bastante limitada de pesquisas voltadas para empresas familiares e essas limitações acontecem em diferentes contextos, como a amplitude temática, a falta de foco das pesquisas e pouca utilização de estudos teóricos e trabalhos quantitativos. Além disso, grande parte das empresas familiares possuem estrutura de capital fechado e, no Brasil, este tipo de configuração geralmente permite que a empresa não divulgue dados e informações do negócio.

Dados do Sebrae, disponíveis na plataforma Data Sebrae, mostram que há no Brasil um total de 19,2 milhões de empresas e, segundo levantamento feito pela consultoria Económica a pedido da CNN Business, divulgada em março de 2020, há pouco mais de 350 empresas com capital negociado na B3, a Bolsa de Valores de São Paulo. Esse dado mostra que a grande maioria das empresas brasileiras são de

capital fechado e, provavelmente, possuem controle familiar. E é justamente nesse conjunto de empresas consideradas familiares que, segundo a literatura, o componente da riqueza socioemocional pode existir e exercer uma influência importante.

Portanto, diante da grande quantidade de empresas no Brasil e, considerando que uma parte significativa delas possui configuração familiar, entender o impacto da riqueza socioemocional nas empresas familiares brasileiras se mostra muito importante para o diagnóstico do perfil de gestão dessas empresas e estruturação de programas e mecanismos de incentivos adequados para o fomento aos investimentos dessas empresas.

Além disso, segundo Chua et al. (2015), a riqueza socioemocional pode ser considerada um elemento de estoque, enquanto as decisões de investimento podem ser consideradas um fluxo para geração de estoque, ou seja, as decisões de investimentos podem contribuir para a geração do estoque de riqueza socioemocional. Isso significa que a busca por preservar o estoque de riqueza socioemocional da família pode afetar as decisões de investimento da empresa familiar. Com base nesse contexto, a questão central a ser explorada nesse trabalho é: como a riqueza socioemocional afeta as decisões de investimento das empresas familiares brasileiras?

Algumas das pesquisas feitas até aqui sobre o tema mostram que há uma correlação negativa entre empresas familiares e o nível de investimento. Donnelley (1964), Levinson (1983) e Benson (1991) identificaram um menor patamar de investimento em inovação nas empresas familiares. Morck, Strangeland & Yeung (2000) mostraram que empresas controladas por herdeiros tendem a investir menos em P&D do que empresas do mesmo setor, tamanho e idade não controladas por herdeiros. Chrisman et al. (2015), Filser et al. (2018), Gómez-Mejía et al. (2007), Matzler et al. (2015), Kraiczy et al. (2015) e Sciascia et al. (2015) mostraram que o nível de investimento é menor nas empresas familiares em função da presença da riqueza socioemocional e que o nível de investimento reduz à medida que o fator da riqueza socioemocional se torna mais elevado.

Ainda, Filser, De Massis, Gast, Kraus e Niemand (2018) estudaram a relação entre a riqueza socioemocional e o nível de investimento em inovação das empresas familiares e os resultados mostraram que (i) há uma correlação forte e significativa

entre funcionalidade da família (equivalente à integridade funcional e relacionamentos estáveis entre os membros da família) e os elementos que compõe a riqueza socioemocional e que (ii) há uma correlação significativa entre quatro das cinco variáveis que compõe a riqueza socioemocional e o componente de inovação.

Entretanto, apesar das pesquisas feitas até aqui mostrarem com clareza que as decisões das empresas familiares também levam em consideração os aspectos não econômicos relacionados ao negócio, isso não significa necessariamente que as empresas familiares ignoram os objetivos financeiros nos seus negócios. Portanto, o foco deste trabalho consiste em verificar como a riqueza socioemocional afeta as decisões de investimento nas empresas familiares brasileiras.

O presente trabalho está dividido em 4 partes. A primeira delas engloba a introdução ao tema, a justificativa para a pesquisa e os objetivos do trabalho. A segunda parte contempla o referencial teórico, estruturado sob dois principais blocos: empresas familiares e a preservação da riqueza socioemocional e, posteriormente, o processo decisório financeiro nas empresas. A terceira parte apresenta a metodologia utilizada na pesquisa, que está estruturada em um primeiro bloco voltado à pesquisa quantitativa aplicada sobre empresas de capital aberto e um segundo bloco complementar voltado à pesquisa qualitativa exploratória aplicada sobre empresas de capital fechado. Por fim, a quarta parte apresenta os resultados obtidos durante a pesquisa.

1.1 JUSTIFICATIVA

Para Assaf Neto (2014), a empresa deve determinar seu objetivo a ser atingido e as decisões financeiras são feitas seguindo o critério mais racional. Allen (2013) mostra que geralmente há um objetivo universal de maximizar o valor corrente de mercado do investimento dos acionistas da empresa.

Entretanto, essa teoria não necessariamente se aplica de forma igualitária à todas as empresas. Para Bianco, Golinelli e Parigi (2009), por exemplo, nas empresas familiares há uma alta sensibilidade à incerteza, onde muitas vezes a qualidade e disponibilidade das informações sobre a empresa importam mais do que as características econômicas e de retorno dos bens de capital. Já para Gómez-Mejía et

al. (2007), empresas familiares podem ser menos propensas a tomar decisões que aumentem a variabilidade e vulnerabilidade do negócio.

A riqueza socioemocional é, portanto, um conceito fundamental que permite conectar o entendimento do processo decisório pautado em fatores emocionais com o processo decisório de investimentos em empresas familiares. Esse campo de estudo se mostra ainda mais relevante no Brasil em função das características mercadológicas locais, com alta predominância e representatividade de empresas familiares, que por sua vez são importantes para a geração de empregos e riqueza ao país. A presença e representatividade das empresas familiares mostra a importância de analisar e compreender a dinâmica de funcionamento delas.

Há também outros elementos fundamentais que corroboram para a importância de pesquisar o conceito de preservação da riqueza socioemocional em empresas familiares no Brasil. No Brasil, por exemplo, as pesquisas voltadas ao tema de preservação da riqueza socioemocional em empresas familiares ainda são limitadas. A pouca expressividade do tema no Brasil se deve ao fato de que muitas obras relevantes, tais como Gómez-Mejía et al. (2007), Gómez-Mejía et al. (2011), Gómez-Mejía et al. (2012), Filser et al. (2018), Chrisman et al. (2012), Matzler et al. (2015), Kraiczy et al. (2015), entre outros, analisam a temática para outras regiões, em especial Estados Unidos e Europa.

Entender e identificar a presença do conceito da riqueza socioemocional no Brasil, e compará-lo aos resultados dos estudos aplicados em outros países, se mostra também especialmente importante dado as características mercadológicas e sociais presentes no país. Em primeiro lugar, o Brasil possui um ambiente econômico historicamente mais volátil que outras geografias com maior desenvolvimento econômico, e isso pode interferir diretamente no processo decisório das empresas familiares.

Além disso, o conceito de família pode também ser contextualizado de forma diferente, uma vez que o conceito no Brasil o conceito pode abranger um contexto mais amplo, com níveis de parentesco mais distantes, como primos e/ou tios não ligados à família nuclear. Além disso, o nível de escolaridade no Brasil é menor do que países mais desenvolvidos. O menor grau de escolaridade pode interferir diretamente na perspectiva de como os proprietários de empresas familiares fazem a gestão do negócio e tomam decisões de investimento.

Por fim, na maioria das pesquisas ainda há uma limitação de acesso aos dados para as análises. É comum observar grande parte dos trabalhos de pesquisa construídos a partir de dados de empresas de capital aberto, que divulgam publicamente informações estratégicas e financeiras, mesmo assim com limitada exploração sobre o impacto da riqueza socioemocional.

1.2 OBJETIVOS

Em função da alta representatividade das empresas familiares na economia brasileira, este trabalho busca agregar ao meio acadêmico novas conclusões relacionadas ao conceito de riqueza socioemocional aplicado ao ambiente de empresas familiares brasileiras.

Sob uma perspectiva teórica, o trabalho busca verificar se as conclusões obtidas em pesquisas aplicadas fora do Brasil de que empresas familiares investem menos do que empresas não familiares, como identificado nos trabalhos de Chrisman et al. (2015), Gómez-Mejía et al. (2007), Filser et al. (2018), Matzler et al. (2015), Kraiczy et al. (2015) e Sciascia et al. (2015), também se aplicam às empresas brasileiras.

Além disso, sob uma perspectiva prática, o trabalho busca identificar quantitativamente os patamares de investimentos das empresas familiares brasileiras, bem como o impacto e a correlação com os níveis de riqueza socioemocional.

Diante deste contexto, o objetivo geral deste trabalho é verificar como a riqueza socioemocional afeta o processo decisório de investimentos (CAPEX) das empresas familiares brasileiras.

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- a) Identificar os patamares médios de investimentos em CAPEX (medido como percentual em relação à receita líquida anual) nas empresas familiares e não familiares;
- b) Identificar se existe correlação negativa entre a riqueza socioemocional e o nível de investimentos em CAPEX nas empresas familiares brasileiras;
- c) Identificar qual o impacto da riqueza socioemocional nos níveis de investimento em CAPEX

2 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A seção 2.1 deste capítulo tem como objetivos elencar o referencial teórico relacionado ao conceito de empresas familiares, às empresas de capital fechado no Brasil e à riqueza socioemocional aplicado às empresas familiares. A seção 2.2 tem como objetivo apresentar o referencial teórico relacionado ao processo decisório financeiro nas empresas, delimitando os conceitos mais comuns nos modelos de gestão corporativa que serão abordados nas seções seguintes deste trabalho.

2.1 EMPRESAS FAMILIARES E A PRESERVAÇÃO DA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL

2.1.1 O conceito de empresas familiares

Lopes (2010) mostra que o conceito de empresa familiar foi originado antes da Revolução Industrial, quando a forma de produção mais comum era o artesanato. Nessa época, o artesão era responsável por toda cadeia de produção do produto, desde a compra da matéria-prima até a venda do produto. Ainda segundo Lopes (2010), era comum os artesãos trabalharem na própria casa, especializando-se em um tipo de produto, e muitas vezes contavam com ajuda dos demais membros da família, como esposa e filhos.

Segundo Gonçalves (2000, p.26), a Revolução Industrial ocorrida no século XVIII deu maior robustez ao capitalismo industrial, que teve como principal agente econômico a família. O capitalismo industrial cresceu a partir da família, onde “pequenas empresas familiares reuniam no mesmo espaço físico a fábrica e o domicílio, o que era possível uma vez que não existiam grandes necessidades de capital e os membros da família podiam trabalhar juntos no seu próprio negócio”.

No Brasil, Oliveira (1999) mostra que, nos períodos de expansão do ciclo econômico brasileiro, sempre houve uma categoria de empreendedores que deixaram suas terras em seus países de origem para desenvolverem algum negócio próprio em novas terras localizadas em outros países, geralmente em mercados imaturos e sem qualquer tipo de regulamentação e/ou proteção à empresa.

Além do contexto sobre a origem das empresas familiares no Brasil apresentado por Oliveira (1999), Gonçalves (2000) complementa mostrando que até a década de 50 a empresa familiar brasileira esteve presente em vários segmentos da economia nacional, desde a atividade agrícola até o sistema financeiro. A partir daí, após o projeto de desenvolvimento nacional, a empresa familiar passou a partilhar cada vez mais espaços com empresas estatais e multinacionais de maior porte.

Para Gonçalves (2000), uma empresa é considerada familiar quando há a coexistência de três situações, que são:

1. A empresa é propriedade de uma família, detentora da totalidade ou da maioria das ações, de forma a ter o seu controle econômico;
2. A família tem a gestão da empresa, cabendo a ela a definição dos objetivos e diretrizes gerais;
3. A família é responsável pela administração do empreendimento, com a participação de um ou mais membros no nível executivo mais alto;

Por outro lado, Donnelley (1967) define empresa familiar como sendo aquela que esteja ligado à uma família por pelo menos duas gerações e com ligações familiares que exerçam influência sobre as diretrizes empresariais. Mas Donnelley (1967) mostra que o conceito de empresa familiar vai além e uma empresa também pode ser classificada como familiar quando pelo menos um dos fatores abaixo é atendido:

1. Quando a relação familiar é um fator, entre outros, na determinação da sucessão administrativa;
2. Quando esposa e/ou filhos do atual ou de antigos diretores tiverem assento no conselho de administração;
3. Quando os valores institucionais da empresa estão identificados com a família, seja por meio de publicações formais da empresa ou pelas tradições da organização;
4. Quando as ações de um membro da família exercem influência, ou pelo menos acredita-se que exerçam, sobre a reputação da empresa, independentemente da sua participação formal nos quadros administrativos;

5. Quando os parentes se sentem obrigados a possuir ações da empresa por razões que não são exclusivamente financeiras, em especial quando a empresa incorrer em prejuízos;
6. Quando a posição ocupada pelo membro de uma família influenciará sua situação familiar;
7. Quando um membro da família se relaciona claramente com a empresa a fim de determinar sua própria vida profissional;

Já para Bornholdt (2005), uma empresa é classificada como familiar quando os quatro elementos abaixo estão presentes na firma:

1. O controle acionário deve pertencer à família;
2. Os parentes encontram-se em posições estratégicas dentro da organização;
3. Os valores da organização identificam-se com os da família;
4. Os laços de família determinam a sucessão do poder;

Embora as definições mencionadas anteriormente de Gonçalves (2000), Donnelley (1967) e Bornholdt (2005) possuam definições distintas, há algumas similaridades importantes entre elas. Em resumo, todas as três definições caracterizam uma empresa familiar quando há a presença de membros da família no quadro acionário e na gestão da firma.

Além das três definições apresentadas acima, há também uma importante definição de empresa familiar proveniente do estudo de Chua et al. (1999) e que sustenta o referencial bibliográfico de muitas pesquisas globais sobre o tema. Chua et. al (1999), em sua publicação “Definindo uma empresa familiar pelo seu comportamento”, fizeram uma análise com mais de 250 *papers* sobre empresas familiares.

Segundo os autores, algumas considerações podem ser feitas a partir das conclusões obtidas: (i) com poucas exceções, as definições de empresa familiar não mostravam diferença entre os aspectos de governança e gestão; (ii) algumas definições requeriam como requisito o membro da família ser sócio ou ser gestor da empresa da família, enquanto outras definições preconizavam a necessidade de os membros serem proprietários e gestores da firma.

Chua et al. (1999) concluíram também que as definições de empresas familiares intercalam três combinações entre propriedade e governança:

1. A empresa precisa ter membros de uma família como proprietários e atuantes nos cargos de gestão;
2. A empresa precisa ter membros da família como proprietários apenas;
3. A empresa precisa ter membros de uma família nos cargos de gestão, mas sem a propriedade;

Chua et. al (1999) identificaram que entre as 20 definições apresentadas, todas elas apresentam o conceito 1 como definição de empresa familiar. Entretanto, há uma discordância nas outras duas combinações, embora alguns autores prefiram a definição 2 em relação à definição 3.

Segundo Chua et. al (1999), a lista de controladores familiares que um negócio pode incluir deve ser uma das opções abaixo:

1. Individual;
2. Duas pessoas, não relacionadas por sangue ou casamento;
3. Duas pessoas, relacionadas por sangue ou casamento;
4. Uma família nuclear;
5. Mais de uma família nuclear;
6. Uma família extensa;
7. Mais de uma família extensa;
8. O público;

Essas definições que são baseadas no controle familiar consideram por unanimidade o controle de uma família nuclear como um controle padrão. Eles discordam, entretanto, dos outros tipos de controle. Para Chua et. al (1999), em linhas gerais há um consenso de que um negócio gerenciado e controlado por uma família nuclear de fato é uma empresa familiar.

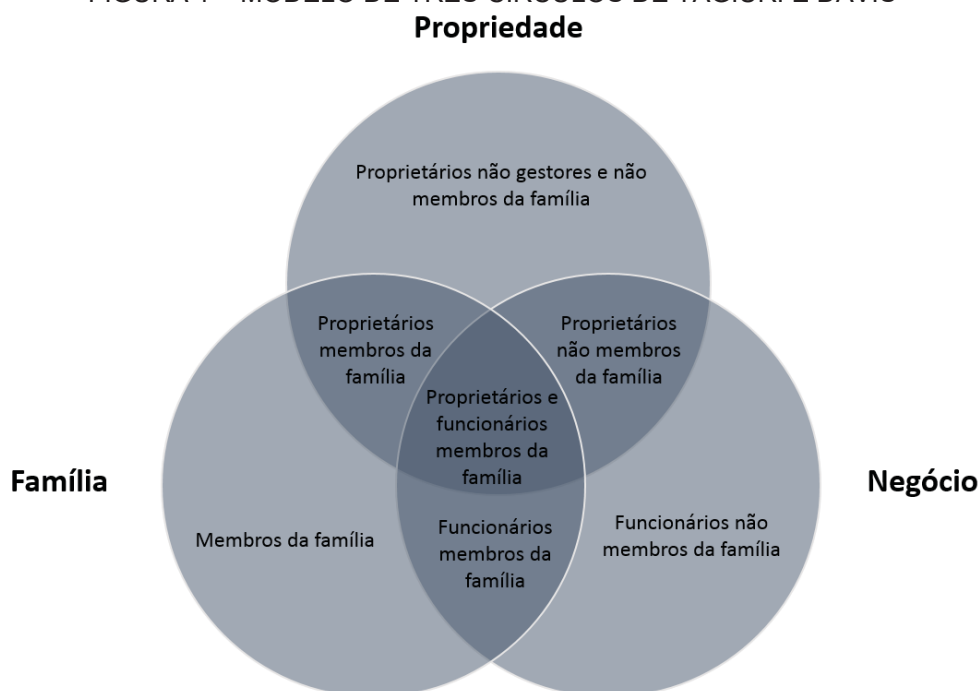
De acordo com Bengston (2001), uma família nuclear é aquela que é composta pela estrutura histórica padrão, ou seja, os pais (marido e esposa) e seus filhos. Embora muitos autores definam a família nuclear com o conceito padrão mencionado, há também literaturas que buscam estender o conceito para outras situações familiares, como mistura de filhos (enteados e filhos adotivos, por exemplo).

A literatura mostra que as empresas familiares se diferenciam das demais sob diferentes perspectivas e “o que torna uma empresa familiar única é o padrão de controle, governança, gestão e sucessão que influenciam de forma direta as decisões da estratégia, metas, estrutura” (CHUA et al., 1999, p. 22).

Ao observar a literatura, nota-se que há um consenso claro de que uma empresa controlada e gerenciada por uma família é de fato uma empresa familiar. Entretanto, há também empresas que podem ser controladas por família, mas gerenciadas por terceiros e empresas que são gerenciadas por famílias e controladas por terceiros. Chua et al. (1999) mostram que não há uma linha clara que delimita a quantidade de controle e/ou gestão necessários para que uma empresa seja categorizada como empresa familiar.

Nesse contexto, e buscando entender as delimitações entre família, gestão e empresa, Tagiuri e Davis desenvolveram em 1978 um *framework* para orientar os estudos e análises voltadas para empresas familiares. O *framework*, demonstrado na figura 1 abaixo, mostra que todos os indivíduos de empresas familiares podem ser classificados a partir de três grupos principais. Estes grupos são representados por círculos, que por sua vez se sobrepõem e configuram sete diferentes classificações.

FIGURA 1 – MODELO DE TRÊS CÍRCULOS DE TAGIURI E DAVIS



FONTE: Tagiuri e Davis (1982)

De acordo com Davis (2018), este modelo de três círculos desenvolvido por Tagiuri e Davis mostra a interdependência e sobreposição dos grupos: família, propriedade e negócio. Um indivíduo ligado à uma empresa familiar ocupa obrigatoriamente um desses sete círculos do framework. O modelo dos três círculos de Tagiuri e Davis mostram de forma didática e clara as diferentes formas de envolvimento familiar de um indivíduo em relação à empresa e se conecta às definições de Chua et al. (1999).

A literatura voltada para o estudo de empresas familiares, incluindo aspectos da riqueza socioemocional, é bastante ampla e engloba uma ampla variedade de temas relacionados à gestão de empresas. É possível encontrar uma ampla base de materiais direcionados para diferentes temas, como gestão estratégica (SHARMA, CHRISMAN e CHUA, 1997), inovação (FILSER et al., 2018; DE MASSIS et al., 2019), processo sucessório (HUACK e PRUGL, 2015), reputação da firma (JASKIEWICZ e DEEPHOUSE, 2013), rentabilidade (KELLERMANN, MAZZOLA e SCIASCIA, 2014), processo decisório (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2007), entre outros temas ligados à gestão de empresas familiares.

Segundo PETRY e NASCIMENTO (2007), por exemplo, há algumas das características encontradas no modelo de gestão das empresas familiares pesquisadas com base na revisão literária de vários autores:

1. centralização de poder pelo fundador;
2. emprego e promoção indiscriminada de familiares por favorecimento em detrimento do conhecimento e da competência profissionais;
3. ausência de metas e objetivos claros;
4. resistência no estabelecimento de controles gerenciais formais;
5. sistemas de planejamento estratégico e operacional frágeis ou inexistentes;
6. inexistência ou fragilidade de sistemas contábeis e de apuração de custos;
7. composição societária familiar quantitativa em crescimento exponencial;

Toda essa amplitude literária confirma o quão diferente podem ser os perfis de gestão e governança das empresas familiares em relação às empresas com gestão profissional e, além disso, que o processo decisório tende a ser bastante diferente entre ambos os perfis de empresas. A definição do conceito de empresa familiar abordada por Chua et al. (1999) apresenta uma conexão em linha com as definições

de Gonçalves (2000), Donnelley (1967) e Bornholdt (2005) apresentadas nos primeiros parágrafos desta seção. Dessa forma, as definições mencionadas acima são uma referência importante para a identificação de uma empresa familiar. Para este trabalho, serão consideradas como empresas familiares aquelas que possuem membros da família como proprietários e atuantes em cargos de gestão, assim como sugerido pela literatura de Chua et al. (1999).

2.1.2 A preservação da riqueza socioemocional em empresas familiares

Segundo Gómez-Mejía et al. (2011), o campo de pesquisa voltado para empresas familiares cresceu muito nos últimos anos. Vários fenômenos têm sido analisados, entre eles os aspectos como compensação executiva e remuneração de executivos (GÓMEZ-MEJÍA, LARRAZA-KINTANA, & MAKRI, 2003; WHEELLOCK, 1992), o custo da dívida (ANDERSON, MANSI, & REEB, 2003), o altruísmo (SCHULZE, LUBATKIN, DINO, & BUCHHOLTZ, 2001), a diversificação (GÓMEZ-MEJÍA, MAKRI, & LARRAZAKINTANA, 2010), o tema de fusões e aquisições (MILLER, LE BRETON-MILLER, & LESTER, 2010), a governança corporativa (ANDERSON & REEB, 2004; SCHULZE, LUBATKIN, & DINO, 2003a), entre outros.

Para Gómez-Mejía (2011), a maior parte da literatura mencionada acima estudou o papel dos fatores não econômicos na gestão das firmas como fatores-chave para distinguir as empresas familiares daquelas formadas sob outra configuração. E é justamente a mescla de fatores característicos de uma família com os fatores associados à gestão empresarial que fazem esse ambiente empresarial familiar ser tão distinto dos demais.

Esse componente relacionado ao aspecto emocional da gestão não é limitado exclusivamente às empresas familiares. Executivos de empresas não familiares também são envolvidos pelo conceito de utilidade não financeira, ou riqueza socioemocional, como será descrito na sequência deste trabalho. Miller e Breton-Miller (2014) mostram, por exemplo, que alguns empresários podem favorecer o crescimento rápido da empresa para preservar seu status social e sua identidade na sociedade. Ainda, os diretores de grandes corporações podem favorecer ganhos estáveis para melhorar suas reputações entre os analistas de mercado.

Entretanto, é no ambiente familiar que esse componente emocional é potencializado. Para Schulze (2001), a autoridade exercida pelos gestores membros da família pode representar um importante componente de satisfação emocional. Já Tagiuri e Davis (1996) mostram que existe um fator emocional muito grande nas famílias, potencializado pelas longas histórias e tradições familiares e que promovem um contexto rico para trocas emocionais. Para Epstein, Ryan, Bishop, Miller e Keitner (2003), por exemplo, é de natureza das famílias carregarem uma séria de emoções como calor, ternura, amor, consolo, felicidade ao ódio, ciúme, ambivalência e raiva.

Há também outros fatores não econômicos comumente estudado pela literatura e que são diretamente relacionados à gestão familiar. A perpetuação dos valores da família pelo negócio (HANDLER, 1990), a preservação da dinastia da família (CASSON, 1999) e a preservação do capital social da família (ARREGLE et al., 2007) são frequentemente abordados na literatura (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2011).

Segundo Gómez-Mejía et al. (2011), há um outro fator relacionado à característica das empresas familiares que se refere ao comportamento altruísta entre os sócios, uma vez que naturalmente os sócios possuem o desejo de elevar o bem-estar da família dentro do negócio.

Quando analisamos com mais detalhe os nomes das empresas familiares, é muito comum observarmos que muitas empresas acabam sendo denominadas com o próprio sobrenome das famílias que a gerem. No contexto atual, podemos citar a Colgate, Ferrari, Kellog's, Disney, McDonald's, entre várias outras. Estes podem ser alguns exemplos de como as pessoas e ou famílias buscam elevar seu bem-estar social a partir da maior exposição dos nomes e/ou sobrenomes da família.

O conceito de utilidades não financeiras, ou riqueza socioemocional, é o conjunto de fatores não econômicos (alguns deles citados acima) que caracterizam um modelo de gestão de empresas, usualmente encontrado em firmas familiares. Para Gómez-Mejía et al. (2011, p. 660), “a riqueza socioemocional pode capturar melhor a singularidade das empresas familiares e, assim, servir como uma perspectiva analítica unificadora para explicar as diferenças em escolha gerenciais”.

Gómez-Mejía et al. (2007, p. 107) mostram que o conceito de riqueza socioemocional também pode ser interpretado como “os aspectos não financeiros da empresa que atendem às necessidades afetivas da família, como a identidade, a

capacidade de exercer influência familiar e a perpetuação da dinastia familiar”. Este é o conceito oficial que será utilizado como referência neste trabalho.

A riqueza socioemocional pode fazer com que as empresas tomem decisões que privilegiem a manutenção do controle da família, mesmo que isso represente uma menor performance financeira:

Usando como referência o conceito de riqueza socioemocional como ponto de decisão, as empresas familiares tendem a colocar uma alta prioridade na manutenção do controle familiar, mesmo que isso signifique aceitar um maior risco associado à baixa performance financeira da empresa, assim evita-se que a empresa falhe, e as famílias também podem agir mais conservadoramente, evitando decisões de negócios que aumentam a variabilidade do resultado. (Gómez-Mejía et al., 2007, p. 2).

Além das decisões que privilegiam a manutenção do controle, Gómez-Mejía et al. (2007) mostram que há também uma preocupação significativa dos membros da família em perder a riqueza socioemocional conquistada ao longo de anos uma vez que essa perda implicaria em perder a intimidade, reduzir o status social da família e principalmente ser reconhecidamente falho perante as expectativas de toda a família.

O conceito de riqueza socioemocional pode estar caracterizado sob diversas formas dentro de uma organização. Para Miller et al. (2014), existem várias formas de preservação da riqueza socioemocional pelas famílias que possuem o controle de empresas familiares. Entre elas, pode-se citar a necessidade de melhorar a reputação da família e seu status social na sociedade por meio de contribuições da empresa, usar recursos financeiros da empresa para beneficiar família ou filhos e fornecer uma boa oportunidade de carreira para os membros da família.

Entretanto, Miller et al. (2014) mostram que as prioridades relacionadas a riqueza socioemocional variam entre as diferentes empresas e entre os membros de uma mesma família, em especial quando comparamos os diferentes ciclos de gestão da empresa com as diferentes gerações da família. Para Miller et al. (2014, p.714), “os fundadores podem desejar um negócio robusto para poder repassá-lo às gerações seguintes, enquanto as gerações seguintes podem preferir se beneficiar da riqueza e do status da comunidade conquistados por sua empresa familiar”. Mais do que isso, as motivações socioemocionais podem variar entre membros de uma mesma família durante um mesmo período de gestão.

Gómez-Mejía et al. (2011) mostram, conforme o quadro 1 abaixo, que a literatura voltada para o estudo da riqueza socioemocional é bastante ampla em diferentes ramos conectados à gestão familiar.

QUADRO 1 – CAMPOS DE PESQUISA ENVOLVENDO A RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL

Área de estudo	Pesquisas feitas
Processos de gestão	Muitas pesquisas analisaram como os fatores não econômicos influenciam os processos decisórios e descobriram que há três principais aspectos que merecem especial atenção: sucessão, profissionalização e gestão dos recursos humanos;
Escolhas estratégicas	Muitos estudos têm identificado uma série de características específicas no método de definição estratégica nas empresas familiares e que geram impacto significativo na trajetória de longo-prazo dessas empresas. Alguns dos principais temas pesquisados são a gestão do risco, diversificação corporativa, diversificação internacional, comportamento voltado para fusões e aquisições, gestão da dívida, escolhas contábeis, investimentos em P&D e diversificação tecnológica;
Governança Organizacional	O tema de governança organizacional tem sido estudado há bastante tempo e foram identificadas muitas diferenças que caracterizam as empresas familiares. No estudo de Gonzales et al. (2014), por exemplo, foram avaliadas 458 empresas colombianas para identificar a relação entre o envolvimento da família na política de dividendos envolvendo acionistas minoritários e majoritários e o trabalho identificou que a interferência varia de acordo com o tipo de envolvimento da família, podendo afetar negativamente, positivamente e até mesmo não ter relação causal. Para Gómez-Mejía et al. (2011), em geral, os principais estudos de governança organizacional voltados para empresas familiares têm sido voltados para os temas de definição do papel da alta liderança, incentivos financeiros e para aspectos voltados para teoria da agência;
Relações com stakeholders	Muitos outros estudos têm buscado entender como a natureza da empresa familiar interfere na forma como os gestores se relacionam com o mundo exterior, em especial para os temas de responsabilidade corporativa social, teoria institucional e gestão de stakeholders.
Configuração do negócio familiar	Em geral, a literatura assume que grande parte das empresas familiares se tornam familiares com o tempo e não necessariamente nascem familiares. Por exemplo, muitas das empresas familiares são criadas com pessoas fora da família na gestão, mas ao longo do tempo essas mesmas empresas se tornam familiares ao incorporarem na estrutura de gestão novos membros da família. Dentro desse contexto, alguns estudos têm voltado para temas como o papel das famílias e empreendedorismo corporativo;

FONTE: Gómez-Mejía et al. (2011)

Em complemento à observação de Gómez-Mejía et al. (2011), Miller et al. (2014, p.714) mostraram que os trabalhos anteriores relacionados ao conceito de riqueza socioemocional confirmam que empresas familiares são motivadas por outros fatores além dos objetivos financeiros e que várias pesquisas antecedentes conseguiram comprovar com êxito essa hipótese. “Há um legado de longa data de conceitos e pesquisas que reconheceram a importância para as empresas familiares de motivos não econômicos e centrados na família, de modo que os membros da família comumente exploram o negócio com objetivo de satisfazer suas preferências emocionais.

Miller et al. (2014) mostram também alguns dos trabalhos que reforçam esse conceito, como Beckard & Dier (1983), Daily e Dollinger (1992), Kets de Vries (1993), Taguiri e Davis (1996) e Ward (1997).

Além de Miller et al. (2014), Gómez-Mejía et al. (2011) conseguiram apresentar importantes conclusões relacionadas à pesquisa e estudo da riqueza socioemocional em empresas familiares. Em primeiro lugar, já há uma série de estudos que mostram que as decisões de empresas familiares diferem daquelas de empresas não familiares, em especial direcionados por fatores relacionados à riqueza socioemocional:

Fatores como apego emocional, parentesco, envolvimento, senso de legado, controle familiar e preocupação com a reputação, entre muitos outros, confere às empresas familiares sua distinção. É por isso que nós acreditamos que a riqueza socioemocional é a característica definidora de uma empresa familiar. É central, duradouro e exclusivo para o proprietário da família dominante, influenciando tudo o que a empresa faz. Em contraste, os acionistas não familiares ou profissionais da gestão têm mais aspectos psicológicos, sociais e, em alguns casos, até geográficos que os distanciam da empresa, e seus relacionamentos tendem a ser transitórios, individualistas e utilitários (Gómez-Mejía, 2011, p. 40).

Gómez-Mejía et al. (2011) mostram que, embora o conceito de riqueza socioemocional esteja claro nas diferentes pesquisas sobre o tema, muitos estudos mostram uma certa dificuldade em mensurar e quantificar esse conceito. O autor mostra que como solução para este problema, muitos estudos consideram a variável *proxy* de riqueza socioemocional como a presença do controle familiar na empresa. Por um lado, há muitas razões para concluir que a concentração da gestão em pessoas da mesma família eleva a presença do fator de riqueza socioemocional; por

outro, ainda há espaço na literatura para estruturar a quantificação da riqueza socioemocional de forma mais objetiva.

Em segundo lugar, Gómez-Mejía et al. (2011) mostram que, embora muitas pesquisas tenham sido feitas ao longo dos últimos anos sobre o tema, ainda resta uma dúvida se a gestão e o controle familiar são favoráveis ou desfavoráveis para os resultados financeiros das empresas familiares. É muito claro na literatura que as decisões das empresas familiares levam em consideração aspectos não relacionados aos resultados financeiros, porém isso não significa necessariamente que as empresas familiares ignoram os objetivos financeiros nos seus negócios.

Quando os interesses da família predominam, as empresas são mais propensas a arcar com custos para realização de ações voltadas para o ganho de utilidades não econômicas, justamente pela crença de que esses custos são balanceados por outros ganhos não financeiros (GÓMEZ-MEJÍA et al., 2011).

Um outro estudo publicado por Gómez-Mejía et al. (2007) mostrou que quando as empresas se deparam com um dilema de escolha estratégica que envolve (i) uma alta probabilidade de elevar os retornos financeiros e uma melhor probabilidade de sobrevivência da empresa, mas com perda do controle da família e (ii) um risco maior de perda no resultado financeiro e um eventual fracasso dos negócios, porém com retenção do controle da família, a escolha claramente é a alternativa com maior risco. Além disso, essas empresas tendem a evitar investimentos que aumentam a variabilidade do desempenho pois isso pode afetar o desempenho que essas empresas aceitaram em detrimento do controle familiar contínuo.

O estudo de Gómez-Mejía et al. (2007) analisou 1.237 empresas (familiares e não familiares) fabricantes de óleo de oliva na Espanha com dados dos últimos 54 anos e observou comportamentos distintos em relação à variável de risco.

No *paper*, a variável de risco foi ilustrada pela estratégia de se juntar à uma cooperativa em detrimento da alternativa de seguir atuando de forma independentemente. O resultado mostrou que as empresas familiares tinham maior propensão a seguir com seu negócio sozinho em prol da manutenção da riqueza socioemocional da família ao invés de elevar a probabilidade de ganhos unindo-se a uma cooperativa. Além disso, a disposição da família em desistir do controle da empresa é menor à medida que a presença da riqueza socioemocional é maior. Para Gómez-Mejía et al. (2007), as empresas familiares tomam riscos ruins ou

aparentemente irracionais para reduzir eventuais ameaças que possam impactar nas suas riquezas socioemocionais.

Já o trabalho de Chrisman, Chua, De Massis, Frattini e Wright (2015) apresentou alguns artigos sobre como o envolvimento da família influencia a gestão da inovação com base na competência (critério para inovar) e vontade (disposição para inovar), dois fatores que se distinguem entre empresas familiares e não familiares. O estudo mostrou que há um paradoxo onde as empresas familiares possuem maior competência para inovar, porém ao mesmo tempo possuem menos vontade para fazê-lo. Alguns estudos relacionados a esse paradoxo mencionado são:

- Matzler et al. (2015) estudaram como a governança familiar afeta a inovação da empresa a partir de uma análise quantitativa sobre 134 empresas alemãs e descobriram que há um impacto negativo da gestão familiar na intensidade dos investimentos em P&D, porém há um impacto positivo no número de patentes
- Kraiczy et al. (2015) pesquisaram como o apetite à risco do CEO afeta a inovação em portfólio de produtos em pequenas e médias empresas em uma base de 114 indústrias alemãs e descobriram que a relação entre o apetite à risco do CEO e inovação em portfólio é menor se os níveis de propriedade dos membros da família são alto (forte presença de riqueza socioemocional), enquanto o efeito é alto nas indústrias nas gerações iniciais (também sob forte presença de riqueza socioemocional).
- Sciascia et al. (2015) estudaram como a propriedade da família afeta a intensidade dos investimentos em P&D nas pequenas e médias empresas a partir de um estudo com 240 empresas italianas de pequeno e médio porte. O estudo apontou que em pequenas e médias empresas que há uma forte sobreposição riqueza da família e patrimônio da empresa, a relação entre a propriedade da família e a intensidade dos investimentos em P&D é negativa devido ao desejo maior dos proprietários de proteger sua riqueza socioemocional.

Há também o trabalho de Filser, De Massis, Gast, Kraus, Niemand (2018), no qual foi estudada a relação entre a riqueza socioemocional e o nível de investimento em inovação das empresas familiares, a partir de um modelo de equações estruturais

aplicado à pequenas e médias empresas. A metodologia considerou a variável de inovação como variável dependente, a variável de funcionalidade da família pela escala APGAR de Smilkstein (1978) e as cinco dimensões da riqueza socioemocional (FIBER) como forma de mensuração da riqueza socioemocional.

Os resultados do estudo de Filser et al. (2018) mostraram (i) uma correlação forte e significativa entre funcionalidade da família e os elementos que compõe a riqueza socioemocional e (ii) uma correlação significativa entre quatro das cinco variáveis que compõe a riqueza socioemocional e a variável de investimento em inovação.

De acordo com Gómez-Mejía et al. (2007), alguns estudos anteriores mostram que muitas empresas familiares são mais avessadas ao risco em função da não diversificação da receita, porém seu estudo mostrou que na verdade os resultados sugerem que essas empresas familiares estão dispostas a aceitar um risco de desempenho a fim de manter o controle da família e, ao aceitar essa opção, evitam projetos de alta variação que possam impactar a riqueza socioemocional.

De forma complementar, a pesquisa de Miller et al. (2014) mostra que em muitas pesquisas anteriores o conceito de riqueza socioemocional não é medido diretamente. É muito raro ver esse conceito medido por motivações familiares declaradas e quantificadas, mas, ao contrário, muitas pesquisas buscam examinar as variáveis de governança e resultado como, bem como resultados de aversão ao risco, falta de inovação, entre outros.

Em resumo, para Miller et al. (2014) a ampla diversidade de conceitos da prioridade da riqueza socioemocional, as ligações tênues entre causa e efeito e a menor especificidade de alguns resultados relacionados às prioridades familiares mostram que é necessário especificar de forma precisa todos os componentes do conceito de riqueza socioemocional.

Miller et al. (2014) sugerem também que as pesquisas voltadas ao tema contemplem informações refinadas sobre as preferências, motivações e comportamento social de proprietários e executivos de empresas familiares e os resultados específicos.

Em adição, Gómez-Mejía et al. (2011) mostram que um dos desafios para pesquisas futuras é justamente entender como as famílias estruturam suas decisões de negócio tendo a riqueza socioemocional como ponto de referência. Mas, segundo

o autor, talvez uma questão mais importante ainda seja descobrir se o desempenho financeiro é de fato o objetivo final para as empresas familiares ao invés de outros ganhos mais intangíveis, como harmonia entre parentes, emprego estável, entre outros fatores emocionais abordados nos parágrafos anteriores.

As diversas pesquisas publicadas ao longo dos últimos anos evidenciam um crescimento das análises sobre a temática da riqueza socioemocional nos meios acadêmicos e profissional. Tais literaturas se debruçam sobre as formas de como esse elemento impacta as orientações estratégicas, os modelos de gestão e o processo decisório das empresas familiares. Além disso, as pesquisas também buscam explicitar o porquê esse conceito é variável explicativa fundamental para as diferenças entre empresas familiares e não familiares.

Com base na literatura mencionada, o trabalho possui duas hipóteses centrais:

1. Hipótese 1: empresas familiares investem menos do que empresas não familiares
2. Hipótese 2: nas empresas familiares, há uma correlação negativa entre a intensidade da riqueza socioemocional e o nível de investimento em CAPEX

2.2 O PROCESSO DECISÓRIO FINANCEIRO NAS EMPRESAS

As empresas, sejam elas familiares ou não, frequentemente devem tomar decisões financeiras que direcionam e impactam o negócio. De acordo com Assaf Neto (2014), em um ambiente empresarial a administração financeira volta-se basicamente para quatro funções:

1. Planejamento financeiro, que procura evidenciar as necessidades de expansão da empresa, identificar eventuais desajustes futuros e selecionar, com margem e segurança, os ativos mais rentáveis e condizentes com o negócio da empresa;
2. Controle financeiro, que busca acompanhar e avaliar o desempenho financeiro da empresa, como por exemplo, entende as variações de resultado realizado em relação ao resultado previsto;

3. Administração de ativos, que busca obter a melhor estrutura, em termos de risco e retorno, dos investimentos empresariais, proceder a um gerenciamento eficiente dos seus valores e efetuar a gestão do capital de giro da empresa;
4. Administração dos passivos, que busca obter os fundos de financiamento da companhia, com intuito de obter alternativas adequadas em termos de liquidez, redução de custos e risco financeiro;

Assaf Neto (2014) mostra também que há dois tipos fundamentais de decisão financeira nas empresas que permeiam as quatro funções acima: as decisões de investimentos relacionadas às aplicações de recursos e as decisões de financiamento relacionadas às captações de recursos.

Primeiramente, as decisões financeiras são tomadas pelas empresas de forma contínua e inevitável. Para Assaf Neto (2014), a decisão de investimento é considerada a mais importante de todas e envolve todo o processo de identificação, avaliação e seleção das alternativas de aplicações de recursos com objetivo de gerarem retornos financeiros futuros. Uma vez que não há clareza total sobre a realização de lucros futuros, a decisão de investimento costuma envolver risco, relação esta que é conhecida como risco-retorno.

Assim como Assaf Neto (2014), Allen (2013) também confirma que o processo decisório financeiro de uma empresa pode ser dividido em dois: (i) a decisão de investimentos e (ii) a decisão de financiamento de recursos para executar os investimentos, ou seja:

As empresas investem em ativos reais, que geram fluxos de caixa e lucros. Alguns são ativos tangíveis, como as instalações fabris e os equipamentos; outros são intangíveis, como as marcas registradas e as patentes. As empresas financiam esses ativos contraindo empréstimos, retendo e reinvestindo fluxos de caixa, e vendendo cotas adicionais de ações a seus acionistas. Assim, o administrador, ou gestor financeiro, tem de resolver duas questões de ampla dimensão: a primeira é que investimentos a empresa deve fazer, e a segunda, como financiará esses investimentos. A decisão de investimento envolve a aplicação de recursos, enquanto a de financiamento envolve a obtenção de tal recurso. (Allen, 2013, p. 1).

Além da caracterização das decisões de investimento e financiamento, Allen (2013) mostra que é comum que as empresas tenham diferentes acionistas e gestores, os quais acabam tendo diferentes preferências de risco, horizonte de

investimentos e outros aspectos do processo decisório financeiro. Entretanto, sob uma perspectiva da teoria econômica neoclássica, geralmente os gestores possuem um mesmo objetivo em comum: elevar o valor da sua empresa. Desse modo, Allen (2013) conclui que o segredo do sucesso da gestão financeira é a criação de valor.

A partir do momento que entendemos que o processo decisório das empresas é composto por decisões de investimento e decisões de financiamento, cabe resgatar o referencial teórico que explique cada uma dessas decisões. Allen (2013) e Assaf Neto (2014) apresentam duas definições sobre as decisões de investimento e financiamento, porém elas são bastante complementares entre si e acabam contribuindo para determinar o conceito aplicado dentro deste trabalho.

Para Assaf Net (2014), as decisões de investimento são aquelas que promovem a criação de valor e são consideradas atraentes quando o retorno esperado do investimento exceder a taxa de retorno esperada pelos proprietários de capital. As decisões de investimentos estão diretamente conectadas com o planejamento estratégico da companhia e refletem os planos futuros para a condução dos negócios. No caso deste trabalho, o valor pode ser entendido também como o retorno socioemocional esperado para a família.

Já para Allen (2013), as decisões de investimento são geralmente referidas como decisões de orçamento de capital ou de dispêndios de ativos fixos, uma vez que grande parte das empresas preparam um orçamento anual com os principais projetos que serão investidos pela companhia. Além disso, as empresas também podem investir em ativos intangíveis, os quais incluem as iniciativas de pesquisa e desenvolvimento, os anúncios publicitários e os esforços de marketing.

Os investimentos com ativos intangíveis, tais como TI e P&D, são investimentos similares aos feitos em novas instalações fabris e equipamentos. Em cada situação a empresa desembolsa um valor de dinheiro na expectativa de que ele gere uma série de retornos positivos (ou seja, lucro) em momentos futuros (Allen, 2013).

Além dos exemplos mencionados acima, há também as necessidades de investimentos em capital de giro. Para Assaf Neto (2014), estes investimentos possuem características idênticas à do investimento de capital, sendo considerado uma saída inicial de caixa.

Apesar das decisões de investimento serem feitas em prol da maximização do retorno, a forma como esses investimentos são feitos variam de empresa a empresa. Butler et al. (1992) estudaram o processo decisório em investimentos sob a perspectiva de três diferentes empresas e descobriram diferenças significativas no processo decisório, como tempo para tomada de decisão, intensidade da decisão e forma de decisão.

Na pesquisa de Butler et al. (1992), uma das três empresas possuía um processo decisório de investimento muito longo, complexo e com perda de suporte da gestão durante o processo. Na outra empresa, o processo decisório era mais fluido, com poucos atrasos e iniciando geralmente no quadro executivo. Já a terceira empresa apresentava um processo definido nos níveis de cargos intermediários, com processo mais lento e pautado em processos corporativos. O estudo de Butler et al. (1992) mostra que, mesmo dentro da teoria clássica de maximização de valor, o processo decisório em investimentos pode estar estruturado e configurado sob diferentes formas.

Além das decisões de investimento há também as decisões de financiamento. Assaf Neto (2014) define as decisões de financiamento como aquelas que estão relacionadas às escolhas das melhores fontes de recursos para a execução dos investimentos escolhidos, bem como às escolhas de proporção entre capital próprio e capital de terceiros que serão obtidos pela empresa. Essa busca pela configuração ótima de financiamento tem como objetivo preservar a capacidade de pagamento e dispor de fundos com custos reduzidos.

Já para Allen (2013), a decisão de financiamento é aquela em que a empresa define se optará por captar recursos via bancos ou acionistas. Se a empresa contrai um empréstimo bancário, por exemplo, os bancos emprestam o dinheiro enquanto a empresa paga a dívida acrescida de uma taxa de juros. Por outro lado, se os acionistas levantam os recursos financeiros para a empresa, eles são retribuídos com uma quantidade de ações e, portanto, uma fração do fluxo de caixa futuro da companhia. E para Allen (2013), esse processo decisório de definir a proporção entre financiamento próprio e financiamento via contratação de dívida em bancos é chamado de definição da estrutura de capital.

As definições de Assaf Neto (2014) e Allen (2013) em relação às decisões de investimento e de financiamento direcionam para uma definição comum e

complementar para ambos os processos. E essas duas grandes áreas de decisões financeiras da empresa são muito conectadas entre si.

As decisões de investimento e financiamento também são importantes e podem possuir características específicas no âmbito das empresas familiares. Em relação às decisões de investimento, Anderson et al. (2012) estudaram a relação entre propriedade familiar e a forma de investimento das empresas familiares e identificaram que este grupo de empresas aloca menos capital em investimentos de longo prazo do que empresas com estrutura de propriedade difusas. O trabalho apontou também que a maior aversão das empresas familiares ao risco afeta as decisões de investimento.

Já em relação às decisões de financiamento, Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018) pesquisaram as diferenças entre as decisões de endividamento e estrutura de capital nas empresas familiares e não familiares e descobriram que de fato há uma diferença importante entre elas. No estudo, empresas familiares apresentaram maior nível de endividamento e menor velocidade de ajuste se comparado às empresas não familiares.

Assaf Neto (2014, p.13) mostra que há um fator chamado de “risco” que é muito importante nas decisões financeiras das empresas. Para o autor, “em finanças, o risco pode ser entendido como uma medida de incerteza associada aos retornos esperados de uma decisão de investimento”. E há duas variáveis importantes que determinam o risco de um ativo: volatilidade e maturidade. A volatilidade mostra a variação esperada do fluxo de caixa de um ativo no futuro, enquanto a maturidade refere-se ao prazo de vencimento de um ativo, uma vez que ativos mais longos apresentam maior risco em função da maior probabilidade de não concretização do retorno.

Na literatura acadêmica, há também uma visão interessante sobre a definição da variável “risco” construída por Damodaran (2014). O autor mostra que alguns trabalhos anteriores voltados para o comportamento financeiro das empresas identificaram três aspectos que interferem no risco de um investimento. Em primeiro lugar, há a aversão ao risco, pois alguns experimentos mostram que há evidências de que os indivíduos são mais afetados por uma perda (prejuízo financeiro) do que um ganho equivalente na mesma proporção. Em segundo, há o viés de familiaridade com o investimento, pois os indivíduos percebem menor risco em investimentos já

conhecidos do que investimentos novos. E por fim, há o componente do fator emocional, que varia de indivíduo para indivíduo.

No processo decisório em finanças, a empresa deve determinar seu objetivo a ser atingido e as decisões financeiras são feitas seguindo o critério mais racional (ASSAF NETO, 2014), geralmente com intuito universal de maximizar o valor corrente de mercado do investimento dos acionistas da empresa (ALLEN, 2013).

Allen (2013) mostra que muitas vezes as empresas podem ser administradas com foco em beneficiar outros interessados (stakeholders), e não necessariamente apenas os acionistas. Por exemplo, as decisões financeiras de uma empresa podem ser feitas com objetivo de beneficiar os funcionários, clientes e fornecedores.

Em função disso, embora as decisões financeiras geralmente seguem um critério racional e lógico, é possível que o processo de decisão em finanças também seja complementando por aspectos não econômicos. A literatura tem mostrado que esses aspectos não econômicos são comumente associados às empresas familiares, local onde as decisões muitas vezes são feitas em prol de objetivo pessoais dos membros da família ou, em outras palavras, em prol do retorno socioemocional.

Há, portanto, uma conexão importante entre os conceitos de decisão em investimentos e a riqueza socioemocional. Pelo lado do processo decisório, as decisões de investimento de uma empresa são feitas com o objetivo de maximizar o retorno para o acionista. Já pelo lado da riqueza socioemocional, a maximização do retorno para a família pode ocorrer sob diferentes formas, não necessariamente atrelados à teoria clássica da maximização do retorno financeiro. No contexto de empresas familiares, uma possibilidade é que o conceito de riqueza socioemocional seja um dos elementos principais que interferem o processo decisório financeiro das empresas.

Embora o processo decisório financeiro das empresas contemple uma ampla variedade de temas dentro das vertentes de investimento e financiamento caracterizadas por Assaf Neto (2014) e Allen (2013), este trabalho irá focar apenas no processo decisório de investimentos e, especificamente, será concentrado no processo decisório de investimento em máquinas e equipamentos (usualmente denominado CAPEX).

A escolha por seguir apenas com o processo decisório de investimentos em CAPEX tem como objetivo estreitar o foco de estudo deste trabalho, além de

geralmente o processo decisório de financiamento em empresas familiares brasileiras acabar possuindo menos ramificações de estudo, dado que grande parte destas empresas não possuem a alternativa de captação de recursos para financiamento via acionistas ou sócios.

3 METODOLOGIA

Para que a metodologia utilizada neste trabalho seja mais bem compreendida e associada às recomendações existentes na literatura, torna-se importante contextualizar o ambiente de empresas de capital aberto e fechado no Brasil.

3.1 O CONTEXTO DAS EMPRESAS NO BRASIL

Segundo o Sebrae (2020), há 6 tipos de estrutura societárias possíveis de configuração no mercado brasileiro: (i) Empresário Individual; (ii) MEI – Microempreendedor Individual; (iii) SLU - Sociedade Limitada Unipessoal (antiga EIRELI – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada), (iv) LTDA - Sociedade Empresária Limitada; (v) Sociedade Simples; e (vi) Sociedade Anônima.

A configuração EIRELI deixou de existir recentemente no ano de 2021. Sua extinção foi estabelecida pela medida provisória da Liberdade Econômica (MP 881/19). Ainda segundo a medida, as empresas que estavam enquadradas nesta configuração passaram a ser transformadas automaticamente em Sociedade Limitada Unipessoal (SLU).

De acordo com o Sebrae (2020), o Empresário Individual é aquele que exerce uma atividade empresarial em nome próprio e atua de forma individual, ou seja, sem uma sociedade configurada. A responsabilidade do empresário é limitada e ficam limitados a este tipo de estrutura societária os prestadores de serviço que exercem profissão intelectual, literária ou artística.

Já o Microempreendedor Individual, segundo o Sebrae (2020), também é uma estrutura societária caracterizada por um empresário individual cuja receita bruta anual não ultrapasse o limite de R\$ 81.000 no primeiro ano de atividades. Caso as atividades sejam iniciadas durante o ano-calendário, o limite de receita bruta utilizado como regra é calculado de forma proporcional aos meses corridos durante o ano.

A Sociedade Limitada Unipessoal é uma configuração que pode ser feita com uma ou mais pessoas. Não há necessidade de declaração de capital mínimo e a modalidade não possui limitações quantos as atividades desenvolvidas ou ao limite de faturamento.

A estrutura societária de Sociedade Empresária é mais comumente caracterizada pela empresa de capital limitado, ou LTDA, e permite a atuação de dois ou mais sócios, sendo a responsabilidade destes limitada ao capital social da empresa. A Sociedade Empresária Limitada é uma pessoa jurídica que possui patrimônio próprio e este não se confunde com o patrimônio da pessoa física.

Reis (2018) mostra que uma empresa de capital fechado é uma sociedade anônima onde o capital social está dividido em poucos acionistas, sem a comercialização das suas ações em bolsa de valores. Dessa forma, o investidor que tiver interesse em comprar essas ações, deve negociá-las direto com os atuais acionistas, convencendo-os e comprando-as por meio de uma escrituração de transferência.

Ainda segundo Reis (2018), em geral as empresas de capital fechado possuem poucos sócios e não são empresas de grande porte, ou seja, o capital acionário fica concentrado entre poucos acionistas controladores da empresa.

Já a Sociedade Simples é uma estrutura societária com dois ou mais sócios e a responsabilidade dos sócios é ilimitada. Esse tipo de estrutura societária é uma pessoa jurídica para a prestação de serviços de profissão intelectual, de natureza científica, artística ou literária, sem elemento de empresa, como por exemplo médicos, engenheiros, arquitetos, entre outros (SEBRAE, 2020).

Por fim, segundo o Sebrae (2020), a Sociedade Anônima é composta por ações que formam o capital social da empresa. Há dois tipos de Sociedades Anônimas:

1. Sociedade Anônima de Capital Aberto: é aquela que possui ações listadas na bolsa de valores e que podem ser negociadas por meio de instituições financeiras, de forma aberta ao público em geral;
2. Sociedade Anônima de Capital Fechado: é aquela que possui ações distribuídas entre os sócios, mas não é aberta ao público na bolsa de valores. Essas divisões são feitas de forma interna para alguns convidados e interessados em fazer parte do quadro acionário da companhia;

De acordo com o Sebrae, o Brasil possuía em 2021 aproximadamente 19,2 milhões de empresas e destas, cerca de 17,2 milhões são empresas do tipo MEI, ME

ou EPP, ou seja, pode-se afirmar que pelo menos 90% das empresas no Brasil são empresas de pequeno porte.

Já de acordo com a B3 – Bolsa, Brasil, Balcão, empresa resultante da união entre Bm&fBovespa e Cetip, existem apenas cerca de 350 empresas com capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores. Esse número é muito baixo se comparado ao total de empresas no Brasil e confirma a grande representatividade das empresas de capital fechado no país.

As empresas de capital fechado, embora maioria, possuem regras menos rígidas relacionadas à divulgação de informações financeiras e essa limitação dificulta bastante o acesso às informações e a análise do meio acadêmico nestes tipos de firmas.

Segundo Andrade e Rosseti (2004), entre as sociedades anônimas do Brasil, há uma forte predominância de empresas de capital fechado e, entre os motivos, destaca-se a grande presença de empresas familiares. Muitos estudos mostraram que as empresas familiares são realmente mais avessas ao risco do que empresas não familiares (HIEBL, 2013) e isso pode justificar o fato de estas empresas optarem por financiar seus recursos via empréstimos bancários (optando, portanto, por uma estrutura de capital fechado) em detrimento da captação de recursos via abertura de capital.

Apesar da representatividade das empresas familiares e de capital fechado, ao analisar a literatura voltada para empresas de capital fechado, nota-se que há uma dificuldade comum em obter acesso aos dados financeiros e estratégicos da empresa. Conforme mencionado por Avelar, Pereira, Ribeiro e Souza (2019, p. 338), “há uma escassez de estudos que enfoquem empresas de capital fechado, devido principalmente à baixa disponibilidade de dados”. Já Coelho e Siqueira (2009) mostram que “o grupo de companhias fechadas é, por outro lado, pouco estudado quanto a suas práticas contábeis por causa do difícil acesso aos dados dessas firmas.”

Gonçalves (2014, p.208) confirma os pontos elencados acima e reforça que “o acesso aos dados das empresas que não são negociadas em bolsa têm sido uma das maiores dificuldades encontradas pelos pesquisadores para diversificar as amostras utilizadas em seus estudos”.

As empresas familiares são predominantes na economia e estão pulverizadas em diferentes tipos de indústria e portes, em especial no contexto de empresas de

capital fechado. A falta de acesso aos dados financeiros e de governança dessas empresas mostra que há um amplo espaço na literatura para entender a dinâmica de funcionamento delas.

3.2 ESTRUTURAÇÃO GERAL DA PESQUISA

A metodologia aplicada nesse trabalho foi extraída da literatura existente e já aplicada em outros *papers* e pesquisas sobre o tema, porém com adequações pontuais que visam adequar ao escopo central do trabalho. A metodologia de referência foi extraída do artigo “*Tracing the Roots of Innovativeness in Family SMEs: The Effect of Family Functionality and Socioemotional Wealth*”, no qual Filser et al. (2018) aplicaram um questionário em 348 empresas para identificar a relação entre a riqueza socioemocional e o nível de inovação da empresa.

O questionário aplicado na pesquisa de Filser et al. (2018) contém elementos para mensuração da riqueza socioemocional apresentados por Pascual Berrone, Cristina Cruz e Gómez-Mejía (2012) em artigo publicado sobre dimensões teóricas, *assessments* e recomendações para pesquisas futuras envolvendo a riqueza socioemocional em empresas familiares. Os elementos apresentados por Berrone et al. (2012) e utilizados por Filser et al. (2018) serão utilizados neste trabalho.

Para capturar melhor a variável de investimento em máquinas e equipamentos (CAPEX), este trabalho considerou apenas empresas do segmento industrial, justamente àquelas com maior presença de capital intensivo. Ainda, a pesquisa foi estruturada sob duas vertentes diferentes:

- i. A parte 1 é uma pesquisa quantitativa feita a partir de um banco de dados de empresas de capital aberto, utilizando-se modelos de regressão com dados em painel Pooled OLS e com efeitos fixos e aleatórios;
- ii. A parte 2 é uma pesquisa exploratória qualitativa complementar feita a partir de um banco de dados prévio de empresas de capital fechado, coletados pelo autor;

Os dois bancos de dados não foram comparados entre si pois, além da base amostral de empresas de capital fechado ter ficado com baixa amostragem, as metodologias de mensuração da riqueza socioemocional em ambos os cenários são

diferentes e não permitem uma comparação igualitária entre eles. Além disso, as variáveis capturadas em ambos os questionários possuem diferenças importantes entre si, como por exemplo a forma de mensuração da riqueza socioemocional. Já no banco de dados voltado para empresas de capital aberto, foi possível coletar uma quantidade de variáveis mais representativa, permitindo uma análise estatística e econométrica com maior qualidade.

Com o objetivo de deixar este trabalho alinhado às definições teóricas padrões da literatura, o conceito de empresa familiar utilizado em ambos os bancos de dados será o mesmo definido por Chua et al. (1999) e que foi confirmado em outras 20 literaturas pesquisadas pelo autor, ou seja, a empresa precisa ter membros de uma família como proprietários e atuantes nos cargos de gestão para ser classificada como empresa familiar.

Em outras palavras, foram consideradas empresas familiares aquelas em que: (i) os membros da família atuantes na empresa possuam capital social da empresa; (ii) os membros da família possuam pelo menos um membro da família em cargos de supervisão, coordenação, gerência, diretoria ou conselho de administração e (iii) haja pelo menos dois membros da família na empresa, seja como proprietários e/ou quadros de gestão.

A equação base buscada neste trabalho, tanto para a base de dados de capital aberto quanto para a base de dados de capital fechado, é resumida pela fórmula abaixo:

$$Investimento(y) = \alpha + \beta_1(Porte) + \beta_2(Familiar_{Dummy} SEW) + \varepsilon \quad (1)$$

Além da equação base acima, serão testadas outras variações, mencionadas abaixo, com a inclusão de outras variáveis no modelo, como EBIT/AT, CRESCIMENTO e Q DE TOBIN. Estas variáveis de controle estão resumidas pelo vetor γ nas equações abaixo. Ainda, serão testadas também variações do modelo com a remoção de algumas variáveis.

$$Investimento(y) = \alpha + \beta_1(Porte) + \beta_2(Familiar_{Dummy} SEW) + \beta_3(\gamma) + \varepsilon \quad (2)$$

$$Investimento(y) = \alpha + \beta_1(Familiar_{Dummy} SEW) + \beta_2(\gamma) + \varepsilon \quad (3)$$

$$Investimento(y) = \alpha + \beta_1(Porte) + \beta_2(Familiar_{Dummy}) + \beta_3(SEW) + \beta_4(\gamma) + \varepsilon \quad (4)$$

$$Investimento(y) = \alpha + \beta_1(Familiar_{Dummy}) + \beta_2(SEW) + \beta_3(\gamma) + \varepsilon \quad (5)$$

$$nvestimento(y) = \alpha + \beta_1(Familiar_{Dummy}) + \beta_2(SEW) + \varepsilon \quad (6)$$

A variável dependente *Investimento* é medida em percentual a partir da divisão entre os valores de investimentos feitos em máquinas e equipamentos (CAPEX) e a receita anual das empresas avaliadas. Por exemplo, se o nível de investimento em CAPEX foi de R\$ 1.000,00 e a receita líquida da empresa foi de R\$ 100.000,00, o nível de Investimento da firma foi de 1,0%.

O intercepto α mostra o nível de investimento médio que as empresas não familiares e de pequeno ou médio porte investem em relação à sua receita líquida. A variável PORTE mostra o tamanho da firma, que foi testada sob diferentes perspectivas de mensuração. A variável FAMILIAR mostra se a empresa é considerada familiar ou não, portanto é uma variável binária.

A variável SEW (do inglês, *Socioemotional Wealth*) mostra a intensidade da presença da riqueza socioemocional nas empresas familiares. O modelo geral de captação da intensidade da riqueza socioemocional desenvolvido por Berrone et al. (2018) segregou cinco grandes dimensões, denominadas *FIBER* (equivalente às iniciais em inglês de cada dimensão), onde para cada dimensão foi construído, com base em literaturas anteriores, um conjunto de 3 a 6 afirmativas que poderiam ser utilizadas para capturar a presença da riqueza socioemocional.

No método, cada uma das afirmativas foi estruturada com opções de resposta na escala *Likert*. Para este trabalho, a variável SEW será aplicada de forma diferente para cada um dos conjuntos analisados, que serão explicadas nas seções seguintes.

Os elementos utilizados no questionário, feitos a partir do estudo de Filser et al. (2018), que por sua vez foram sugeridos inicialmente por Berrone et al. (2012), encontram-se no quadro abaixo, estruturadas em cada uma das cinco dimensões do *FIBER*. O questionário foi traduzido do inglês para o português pelo próprio autor deste trabalho, portanto, pode eventualmente apresentar diferenças pequenas no significado e entendimento de cada afirmação.

QUADRO 2 - QUESTIONÁRIO FIBER

Variável	Questões
Nível de investimento em P,D&I	i) Nós nos consideramos uma empresa inovadora
	ii) A nossa empresa geralmente é a primeira a lançar produtos e serviços
	iii) Competidores nos reconhecem como líder em inovação
Nível de investimento em CAPEX	i) Nós nos consideramos uma empresa com parque fabril moderno
	ii) A nossa empresa geralmente é a primeira a investir em novas tecnologias de produção
	iii) Competidores nos reconhecem como líder em tecnologias fabris
Controle e influência da família (equivalente à letra “F” do FIBER)	A maioria das ações da empresa são de propriedade dos membros da família
	No negócio, a maioria das posições executivas são ocupadas por membros da família
	O quadro de diretores é majoritariamente composto por membros da família
Identificação dos membros da família com a firma (letra “I” do FIBER)	Os membros da família possuem um forte senso de pertencimento à firma
	Os membros da família sentem que o sucesso do negócio da família representa também os seus próprios sucessos
	Ser um membro da família no negócio nos ajuda a definir quem nós somos
	Os membros da família são orgulhosos em contar aos outros que nós somos parte do negócio
Laços sociais vinculantes (letra “B” do FIBER)	No negócio, os empregados não pertencentes à família são tratados como se fossem parte da família
	No negócio, as relações contratuais são geralmente baseadas na verdade e normas de reciprocidade
	Construir fortes relações com outras instituições (por exemplo: outras companhias, associações, órgãos governamentais) é importante ao negócio
Apego emocional dos membros da família (letra “E” do FIBER)	Emoções e sentimentos geralmente afetam o processo decisório do negócio
	Proteger o bem-estar dos membros da família é fundamental para nós
	No negócio, as considerações afetivas da família são frequentemente tão importantes quanto as considerações baseadas em dados econômicos

	Fortes laços emocionais entre os membros da família nos ajudam a manter um autoconceito positivo
Renovação de laços familiares através da sucessão familiar (letra "R" do FIBER)	Dar continuidade ao legado da família e à sua tradição é uma meta importante para o negócio da família
	Os membros da família provavelmente são aversos à ideia de vender o negócio da família
	A transferência do negócio para a próxima geração de forma bem-sucedida é uma meta importante para os membros da família
	A preservação do controle familiar e da independência são metas importantes para o negócio

FONTE: Elaborado pelo autor

Embora seja bastante utilizada nas pesquisas científicas, a metodologia FIBER de mensuração da riqueza socioemocional e as perguntas que a compõem são apenas uma recomendação existente na literatura. Os elementos da metodologia também podem ser explorados a partir de dados secundários.

Como apresentado na seção de referências bibliográficas, há uma série de pesquisas que identificaram um nível de investimento menor e uma correlação negativa entre intensidade da riqueza socioemocional e nível de investimentos nas empresas familiares em relação às empresas não familiares.

O estudo de Gómez-Mejía et al. (2007) com 1.237 empresas familiares e não familiares fabricantes de óleo de oliva na Espanha mostrou que empresas familiares tinham maior propensão a seguir com seu negócio sozinho em prol da manutenção da riqueza socioemocional da família ao invés de elevar a probabilidade de ganhos unindo-se a uma cooperativa.

Chrisman, Chua, De Massis, Frattini e Wright (2015) mostraram que as empresas familiares têm menor disposição para inovar. Filser, De Massis, Gast, Kraus, Niemand (2018) mostraram que há uma correlação significativa entre quatro das cinco variáveis que compõe a riqueza socioemocional e a variável de investimento em inovação, sugerindo que empresas familiares investem menos em inovação do que empresas não familiares.

Matzler et al. (2015) identificaram que há um impacto negativo da gestão familiar na intensidade dos investimentos em P&D. Kraiczy et al. (2015) e Sciascia et al. (2015) mostraram que o apetite à inovação do CEO é menor à medida que os níveis de propriedade dos membros da família são altos.

3.2.1 Pesquisa quantitativa aplicada sobre empresas de capital aberto

Para o conjunto de dados de empresas de capital aberto, o banco de dados foi extraído do site Comdinheiro.com e foi tratado com objetivo de eliminar eventuais pontos de desvios (*outliers*) e deixar as análises mais robustas. Este banco de dados contempla todos os dados financeiros das empresas de capital aberto de 2007 a 2020.

A partir da base extraída, foram feitos os seguintes ajustes:

- Foram considerados apenas os setores relacionados à indústria;
- Foram retiradas todas as observações com dados faltantes;
- Foram considerados apenas observações cujo indicador de investimento em CAPEX se manteve entre -15% e +15% da receita líquida, expurgando-se portanto indicadores fora desse patamar e que podem prejudicar a análise. O intervalo mencionado acima corresponde a mais de 80% da amostragem;
- As empresas familiares foram identificadas com base no sobrenome dos membros da gestão e do conselho de administração. Foram consideradas empresas familiares aquelas que tiveram um sobrenome repetido em 2 ou mais posições na empresa;

Com esses ajustes, a base final de dados conta com 968 observações, das quais 317 são observações associadas às empresas consideradas familiares. As variáveis analisadas nos modelos de regressão foram:

- CAPEX: refere-se ao indicador percentual de investimento em CAPEX em relação à receita líquida. Os níveis de investimento em CAPEX foram calculados com base na variação do ativo imobilizado, descontando a variação da depreciação e amortização. Por exemplo, se a variação do ativo imobilizado foi de R\$ 10.000.000 e a depreciação e amortização do período foi de R\$ 2.000.000, foi considerado um indicador de investimento em CAPEX de R\$ 12.000.000. Algumas observações apresentam o indicador de CAPEX negativo pois eventualmente apresentaram um desinvestimento (ou venda de ativos) superior aos novos investimentos;

- PORTE: mostra o tamanho das empresas analisadas, medido com base na receita líquida ajustada pelo IPCA à preços correntes de 2020;
- IMOBILIZADO: mostra o valor total do ativo imobilizado, ajustada pelo IPCA a preços correntes de 2020;
- ATIVO TOTAL mostra o valor do ativo total, ajustada pelo IPCA a preços correntes de 2020;
- ENDIVIDAMENTO: Mostra o grau de endividamento da empresa, medido pelo indicador Dívida Líquida / EBITDA;
- EBIT_AT: representa o indicador de rentabilidade sobre ativo medido pela divisão entre o EBIT e o ATIVO TOTAL;
- CRESCIMENTO: mostra o crescimento percentual da receita líquida da empresa em relação ao ano anterior;
- Q DE TOBIN: é uma proxy desenvolvida pelo economista James Tobin que mede o incentivo da empresa a realizar novos investimentos e é seu resultado varia de zero a qualquer resultado acima de 1. O indicador Q de Tobin foi calculado com base na fórmula:

$$Q \text{ de Tobin } (y) = \left[\frac{\text{Dívida Bruta} + \text{Valor de Mercado das Ações}}{\text{Ativo Total}} \right] \quad (7)$$

Quando o Q é superior a 1, o valor de mercado da empresa é maior que o custo de aquisição do capital instalado, logo pode-se afirmar que há incentivos para o novo investimento. Quando Q é inferior 1, pode-se afirmar que não há incentivos para investimentos. Quando o Q é igual a 1, o valor da empresa é igual ao custo de reposição dos ativos;

- SEW_1_AÇÕES: mostra a intensidade da riqueza socioemocional medido a partir da participação acionária dos membros família no negócio no ano de 2020. Para empresas não familiares, foi considerado o percentual de 0% (zero);
- SEW_1_POS: mostra a intensidade da riqueza socioemocional medido a partir do percentual do quadro de gestão (conselheiros) compostos por membros da família no ano de 2020. Para empresas não familiares, foi considerado o percentual de 0% (zero);
- SEW_MÉDIA: mostra a intensidade da riqueza socioemocional medido a partir da média entre os elementos SEW_1_AÇÕES e SEW_1_POS. Para empresas não familiares, foi considerado o percentual de 0% (zero);

Para este banco de dados voltado às empresas de capital aberto, por limitações de obtenção de dados adicionais junto às empresas analisadas, foi considerado como variável de mensuração da riqueza socioemocional apenas o elemento de controle e influência da família. Esse elemento equivalente à letra “F” do questionário FIBER desenvolvido por Berrone et al. (2012) e aplicado por Filser et al. (2018).

As análises de regressão foram feitas com modelos Pooled OLS e com modelo de dados em painel e efeitos fixos e aleatórios, alinhado à parte da literatura que também utilizou estes modelos para análise.

Uma limitação importante existente nesse banco de dados é que o ano de 2020 foi impactado pela pandemia do coronavírus e eventualmente pode ter interferência nos padrões de investimento das empresas brasileiras. Entretanto, como a variável dependente de CAPEX é medida com base em percentual da receita líquida, os dados referentes ao ano de 2020 serão mantidos nas análises.

3.2.2 Pesquisa qualitativa exploratória complementar aplicada sobre empresas de capital fechado

Os dados relacionados ao universo de empresas de capital fechado foram obtidos a partir de dois questionários eletrônicos disponibilizados via comunicação em meios como LinkedIn, IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e plataforma UFPR e construídos pelo autor para uso exclusivo desta pesquisa. O primeiro questionário possui quatro sessões, cada uma com um objetivo específico, e encontra-se disponível nos anexos deste trabalho.

A primeira seção do questionário é apenas introdutória e tem como objetivo apresentar o objetivo do questionário ao respondente, apresentar a UFPR como universidade responsável pela pesquisa e algumas orientações iniciais para orientar o preenchimento. O objetivo desta primeira seção é garantir transparência e segurança aos respondentes, além de esclarecer os objetivos do questionário.

A segunda seção do questionário tem como objetivo identificar o perfil da empresa respondente, como nome, porte e segmento. A terceira seção tem como objetivo mapear os dados da variável dependente CAPEX. Para cada uma das duas variáveis foram elaboradas duas formas de pesquisa. Uma delas, mais objetiva,

identifica o patamar de investimentos como um número percentual em relação à receita líquida da empresa. A segunda delas, mais qualitativa, identifica os patamares de investimento com base em uma pesquisa qualitativa com alternativas distribuídas na escala Likert.

A quarta seção do questionário busca segregar especificamente a variável independente FAMILIAR, ou seja, tem como objetivo identificar se a empresa é considerada familiar ou não. Caso a empresa não seja considerada familiar, o questionário é encerrado e os dados preenchidos não são considerados no estudo. Caso a empresa seja classificada como familiar, o questionário é direcionado para a seção cinco, que por sua vez apresenta as questões relacionadas ao FIBER.

Para as empresas de capital fechado, foram considerados todos os 5 elementos do FIBER presentes no questionário FIBER desenvolvido por Berrone et al. (2012) e aplicado por Filser et al. (2018).

Este primeiro questionário foi enviado diretamente às empresas que possivelmente seriam enquadradas como familiares. Mesmo assim, uma das perguntas do questionário buscou confirmar a classificação da empresa e indicou que alguns respondentes não se classificam como empresa familiar. A base final de dados conta com 8 observações e as variáveis observadas foram:

- CAPEX: refere-se ao indicador percentual de investimento em CAPEX em relação à receita líquida, apurado com base em intervalos de valores;
- CAPEX_QUALI: mostra o nível de investimento em CAPEX da empresa, medido em escala Likert a partir da percepção do respondente sobre o nível de investimento da empresa em que trabalha;
- PORTE: mostra o tamanho das empresas analisadas, medido com base na faixa de receita líquida de 2020;
- FUNCIONÁRIOS: Mede o tamanho da empresa sob a dimensão de funcionários ativos e medido com base na escala Likert;
- SEW_1_INF.: mostra o primeiro elemento FIBER relacionado à influência familiar da família medido com base na escala Likert;
- SEW_2_IDENT.: mostra o segundo elemento FIBER relacionado à identificação dos membros da família com a empresa e medido com base na escala Likert;

- SEW_3_LAÇOS: mostra o terceiro elemento FIBER relacionado aos laços sociais da família e medido com base na escala Likert;
- SEW_4_EMOC.: mostra o quarto elemento FIBER relacionado ao apego emocional da família e medido com base na escala Likert;
- SEW_5_SUC.: mostra o quinto e último elemento FIBER relacionado à sucessão do negócio e medido com base na escala Likert;

Em relação à pesquisa qualitativa voltada para empresas de capital fechado, foi elaborado um segundo questionário complementar, divulgado à parte dos respondentes, com objetivo de obter informações relacionadas ao processo decisório de investimentos das empresas. As afirmações dos respondentes foram usadas de forma exploratória complementar ao presente trabalho. Os dados dos respondentes foram omitidos por solicitação de confidencialidade das informações. Este questionário complementar está no anexo II deste trabalho.

Como a pesquisa aplicada sobre o universo de empresas de capital fechado não apresentou uma amostragem significativa para a análise estatística e econométrica, os resultados exploratórios estão no apêndice deste trabalho. Entre as limitações observadas, muitos dos respondentes optaram e/ou não puderam compartilhar informações relacionadas aos respectivos negócios. A maioria das empresas familiares optou por não responder o questionário e tampouco abrir qualquer informação que possa expor a empresa.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção tem como objetivo apresentar os resultados das análises descritivas e econométricas deste trabalho. Os resultados apresentados nesta seção estão ligados exclusivamente à pesquisa quantitativa aplicada sobre a base de dados de empresas de capital aberto.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

As tabelas 1, 2, 3 e 4 abaixo apresentam a estatística descritiva dos dados. Ao todo, são nove variáveis analisadas e dez medidas estatísticas avaliadas para cada uma delas.

A tabela 1 abaixo mostra um resumo das variáveis CAPEX, PORTE, IMOBILIZADO e ATIVO TOTAL. O patamar mínimo de investimento em CAPEX das empresas é de -14,06% em relação à receita líquida. O indicador negativo indica situações no qual as empresas fizeram um desinvestimento superior aos novos investimentos. Já o patamar máximo é de 14,98%, e os valores mais próximos à faixa superior geralmente indicam situações pontuais com alto investimento fabril, como aquisição de plantas, fábricas ou máquinas novas.

TABELA 1 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (CAPEX, PORTE, IMOB., AT)

VARIÁVEL	CAPEX	PORTE	IMOB.	AT
Número de observações	968	968	968	968
Mínimo	-14,06 %	0,01 bi	0,01 bi	0,03 bi
Máximo	14,98 %	329,08 bi	665,95 bi	937,36 bi
Média	4,22 %	8,19 bi	3,56 bi	10,18 bi
Mediana	3,93 %	1,04 bi	0,37 bi	1,44 bi
Desvio Padrão	4,43 %	24,97 bi	22,48 bi	36,57 bi
Coefficiente de variação	1,05 %	3,05 %	6,31 %	3,59 %
Skewness	-0,29	6,78	26,59	17,52
Curtose	4,37	63,08	781,10	429,65

FONTE: Elaborado pelo autor.

A média de investimentos em CAPEX é de 4,22% e a mediana de investimentos é de 3,93%. Os patamares são bastante próximos entre si, mas indicam uma concentração maior de dados à direita na curva normal. O desvio-padrão, que mostra o grau de dispersão dos dados em relação à média, foi calculado em 4,43.

Já as variáveis PORTE, IMOBILIZADO e ATIVO TOTAL mostram o tamanho das empresas analisadas, sob diferentes formas de apuração. Na média, as observações analisadas apresentam um ativo total de 10,18 bilhões de reais e 3,56 bilhões de reais de ativo imobilizado. Em relação ao porte, medido com base na receita líquida, as observações possuem, na média, uma receita líquida de 8,19 bilhões, com patamar mínimo de 708 mil reais e patamar máximo de 329,08 bilhões. Os dados confirmam que o conjunto de empresas de capital aberto é voltado às empresas de grande porte, bastante acima dos patamares das empresas de capital fechado existentes no país.

A tabela 2 abaixo mostra as variáveis de ENDIVIDAMENTO, EBIT/AT, CRESCIMENTO e Q DE TOBIN. O resultado médio de ENDIVIDAMENTO, medido a partir da dívida líquida dividida pelo EBITDA, é negativo e mostra um cenário onde há mais empresas com caixa superior à dívida bruta. Apesar do valor médio de endividamento ter sido negativo, apenas 30% das observações analisadas possuem dívida bruta inferior ao caixa. Os outros 70% possuem dívida bruta superior ao caixa disponível.

Já os resultados da variável CRESCIMENTO mostram que são empresas com alto índices de crescimento ao longo dos anos, superior inclusive à média de inflação anual. Essa é uma variável que pode corroborar para o incremento dos níveis de investimento em CAPEX das empresas, dado que os investimentos podem sustentar o crescimento no longo-prazo.

TABELA 2 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (ENDIV., EBIT_AT, CRESC., Q_TOBIN)

VARIÁVEL	ENDIV.	EBIT_AT	CRESC.	Q_TOB
Número de observações	968	968	968	968
Mínimo	-2.833,91 %	-233,50 %	-93,78 %	0,01 %
Máximo	514,37 %	95,90 %	12.648,57 %	10,83 %
Média	-0,73 %	4,61 %	22,74 %	0,94 %
Mediana	1,31 %	5,74 %	6,06 %	0,74 %
Desvio Padrão	93,64 %	15,93 %	409,63 %	0,99 %
Coeficiente de variação	-128,31 %	3,45 %	18,01 %	1,06 %
Skewness	-28,47	-5,92	30,34	4,89
Curtose	868,66	73,58	934,48 %	37,06

FONTE: Elaborado pelo autor.

A tabela 3 abaixo mostra os resultados da estatística descritiva da variável SEW (riqueza socioemocional), medido a partir da participação acionária dos membros da família nos negócios e do percentual do quadro administrativo (conselheiros) que pertencem à família. As estatísticas descritivas estão relacionadas às 317 observações de empresas consideradas familiares. Todas demais empresas consideradas não familiares possuem uma intensidade da riqueza socioemocional igual à zero.

TABELA 3 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (SEW_1_AÇÕES, SEW_1_POSICOES, SEW_1_MÉDIA)

VARIÁVEL	SEW_1_AÇÕES	SEW_1_POSIÇÕES	SEW_1_MÉDIA
Número de observações	317	317	317
Mínimo	8,69 %	0,00 %	4,35%
Máximo	89,50 %	100,00 %	78,08 %
Média	43,15 %	29,56 %	36,36 %
Mediana	46,43 %	23,08 %	36,58 %
Desvio Padrão	20,00 %	22,71 %	16,77 %
Coeficiente de variação	46,36 %	76,83 %	46,12 %
Skewness	-0,05	1,33	0,63
Curtose	2,44	4,80	3,57

FONTE: Elaborado pelo autor.

O nível de riqueza socioemocional se mostrou mais elevado na variável apurada a partir da participação acionária (43,15%) do que na variável medida a partir das posições no quadro de gestão (29,56%). Na média, o componente de riqueza socioemocional é de 36,36%. Essa diferença é explicada também pelo número de membros da família que possuem participação acionária e não fazem parte do quadro de gestão, como filhos, cônjuges e outras pessoas da família não presentes no dia-a-dia dos negócios.

Os resultados de mínimo no quadro mostram que há empresas com pouca participação da família no quadro acionário e no quadro de gestão, enquanto os valores máximos mostram que há empresas que chegam a ter cerca de 90% das ações em posse da família e até 100% do quadro diretivo composto por membros da família.

Na tabela 4 abaixo, ao analisar os resultados obtidos do indicador de CAPEX de forma isolada para os grupos de familiares e não familiares, nota-se que a média dos investimentos de empresas familiares (4,00%) é ligeiramente inferior à média de empresas não familiares (4,33%). A mediana da amostra de empresas familiares (3,76%) também ficou abaixo da mediana das empresas não familiares (3,99%). Para ambos os grupos, os valores de média superiores à mediana podem indicar uma curva enviesada para a direita.

TABELA 4 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (INVESTIMENTOS EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES)

VARIÁVEL	CAPEX TOTAL	CAPEX (FAMILIAR=S)	CAPEX (FAMILIAR=N)
Número de observações	968	317	651
Mínimo	-14,06 %	-14,06	-11,94
Máximo	14,98 %	14,41	14,98
Média	4,22 %	4,00	4,33
Mediana	3,93 %	3,76	3,99
Desvio Padrão	4,43 %	4,18	4,54
Coeficiente de variação	1,05 %	1,05	1,05
Skewness	-0,29	-0,36	-0,28
Curtose	4,37	5,29	4,02

FONTE: Elaborado pelo autor.

Os valores de média e mediana de empresas familiares encontram-se abaixo do patamar das empresas não familiares e corroboram para a hipótese desse trabalho e que também foi mencionada nas literaturas de Chrisman, Chua, De Massis, Frattini e Wright (2015), Filser, De Massis, Gast, Kraus, Niemand (2018), Matzler et al. (2015), Kraiczy et al. (2015) e Sciascia et al. (2015) de que que empresas familiares investem menos que empresas não familiares.

Os resultados dos indicadores de Skewness abaixo de zero indicam que as inclinações da curva são negativas e as caudas do lado esquerdo são mais longas ou mais gordas que do lado direito. Os resultados obtidos para a curtose indicam que as curvas não possuem o mesmo achatamento que uma curva normal e possuem uma aparência leptocúrtica, ou seja, a distribuição possui muitos valores que se distanciam da média da amostragem.

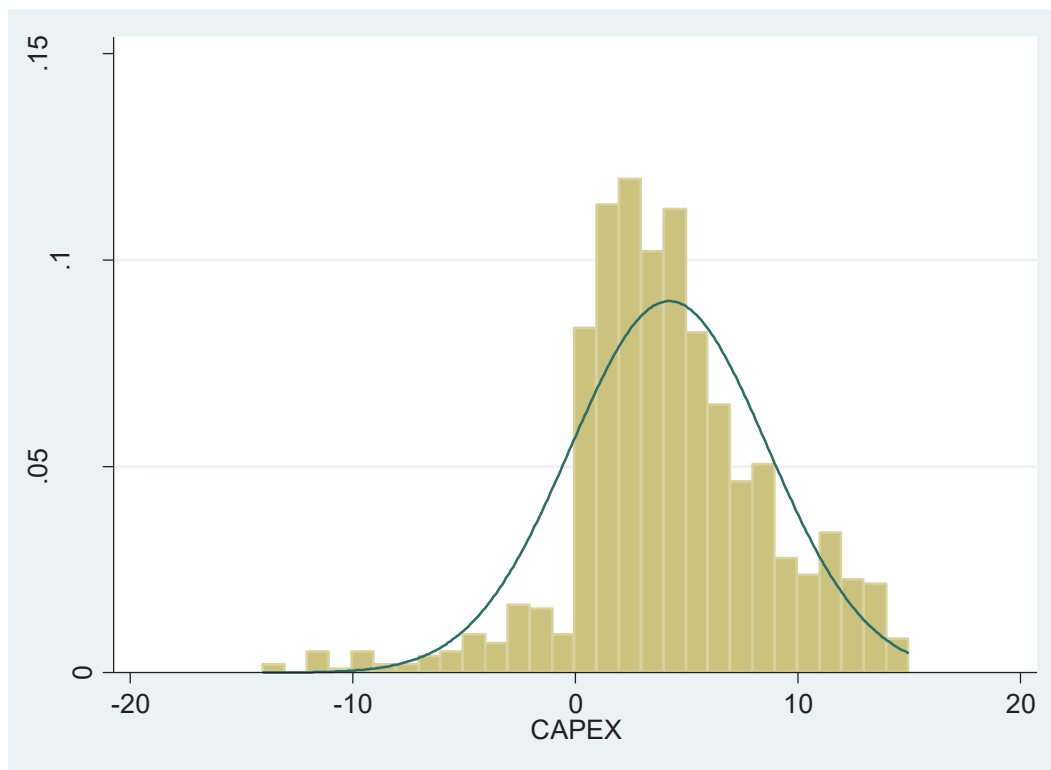
Além das variáveis quantitativas apresentadas acima, o trabalho avaliou outras 2 variáveis dummy:

1. PORTE_DUMMY: empresas de grande porte foram classificadas com “1” e empresas de pequeno e médio porte foram classificadas como “0”. As apurações foram feitas a partir do faturamento anual das empresas e foram classificadas com base nos intervalos de faturamento sugeridos pelo BNDES;
2. FAMILIAR_DUMMY: empresas familiares foram classificadas como “1” e empresas não familiares foram classificadas como “0”

Os gráficos 1, 2 e 3 abaixo mostram a dispersão dos valores de investimento em CAPEX, medidos com base no investimento percentual em relação à receita líquida. O gráfico 1 mostra o histograma normal de toda amostragem, enquanto o gráfico 2 mostra o histograma apenas do grupo de empresas familiares e o gráfico 3 mostra o histograma do grupo de empresas não familiares.

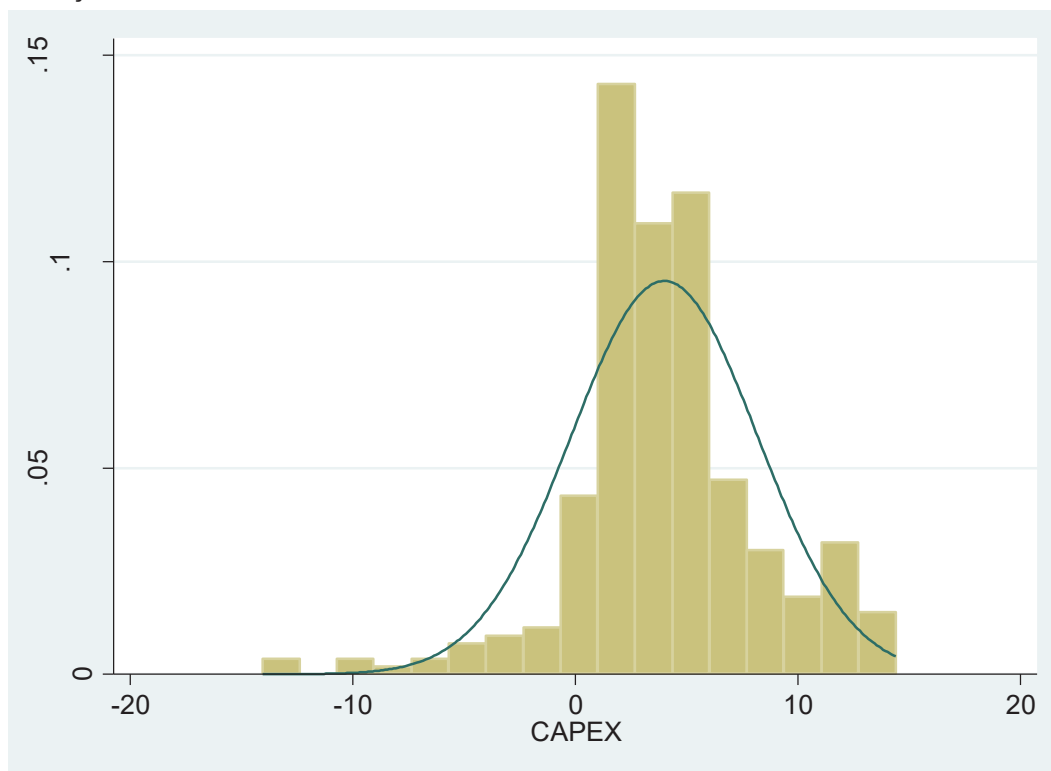
Ao analisar os gráficos, é possível observar que há uma concentração significativa de dados entre a faixa de 0% e 5%, exatamente próximo às médias calculadas. A menor concentração de dados abaixo de 0% é considerada normal pois é naturalmente menos comum as empresas apresentarem um nível de desinvestimento maior que o nível de novos investimentos.

GRÁFICO 1 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA



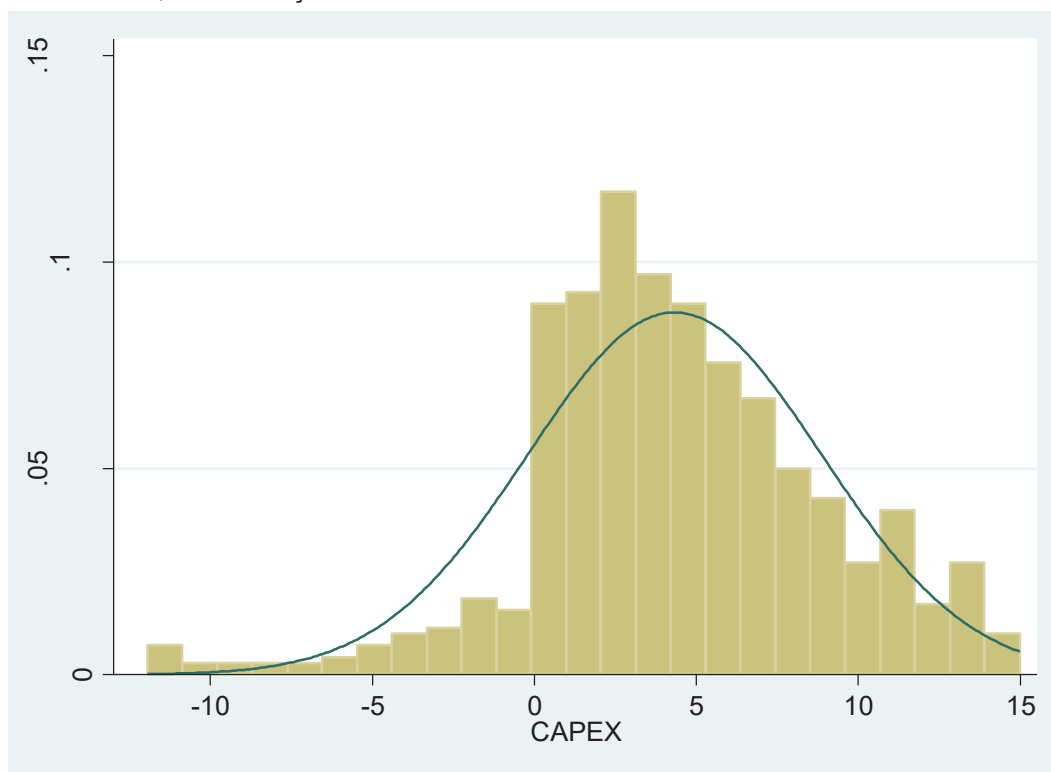
FONTE: Elaborado pelo autor.

GRÁFICO 2 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES, EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA



FONTE: Elaborado pelo autor.

GRÁFICO 3 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS NÃO FAMILIARES, EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA



FONTE: Elaborado pelo autor.

A tabela 5 abaixo mostra a análise de correlação entre as variáveis estudadas acima. É possível observar que há uma forte correlação entre as variáveis PORTE (medido pela receita líquida inflacionada da empresa), IMOBILIZADO (medido pelo ativo imobilizado inflacionado da empresa) e ATIVO TOTAL (medido pelo ativo total da empresa). Essas correlações podem ser consideradas normais uma vez que o IMOBILIZADO corresponde a uma parte significativa do ATIVO TOTAL e, além disso, a receita líquida de uma empresa tende a ser maior à medida que seus ativos também são maiores.

TABELA 5 - CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	CAPEX	PORTE	IMOB.	AT	ENDIV.	EBIT_ AT	CRESC .	Q_ TOBIN	SEW_1 AÇÕES	SEW_1 POS.	SEW_1 MÉDIA
CAPEX	1,00										
PORTE	0,08	1,00									
IMOB.	0,02	0,63	1,00								
AT	0,08	0,80	0,95	1,00							
ENDIV.	-0,00	0,01	0,01	0,01	1,00						
EBIT_AT	0,21	0,06	0,01	0,03	0,02	1,00					
CRESC.	-0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,03	1,00				
Q_TOBIN	0,08	0,03	0,00	0,03	-0,00	0,03	0,09	1,00			
SEW_1 AÇÕES	-0,06	-0,10	-0,06	-0,09	-0,05	-0,04	-0,02	0,05	1,00		
SEW_1 POS.	-0,05	-0,11	-0,06	-0,09	-0,15	0,04	-0,02	-0,06	0,71	1,00	
SEW_1 MÉDIA	-0,06	-0,11	-0,06	-0,10	-0,10	-0,00	-0,02	0,00	0,94	0,91	1,00

FONTE: Elaborado pelo autor.

A tabela mostra também que há uma correlação positiva entre as variáveis PORTE, IMOBILIZADO e ATIVO TOTAL com a variável de investimentos em CAPEX. Essa correlação pode sugerir que os níveis de investimento em CAPEX se tornam maiores à medida que o porte da empresa se torna maior. Da mesma forma, a tabela de correlação mostra que há uma correlação um pouco maior entre o indicador EBIT_AT e a variável CAPEX. Esse resultado pode sugerir que os níveis de investimento em CAPEX se tornam maiores à medida que a rentabilidade da empresa se torna maior.

Por outro lado, a correlação da variável CAPEX com as variáveis CRESCIMENTO e ENDIVIDAMENTO se mostrou muito baixa e sugere que o grau de

alavancagem e endividamento da empresa não interfere no nível de CAPEX da empresa.

As variáveis que medem a riqueza socioemocional (SEW_1_AÇÕES, SEW_1_POS e SEW_MÉDIA) apresentaram uma correlação negativa média de aproximadamente 6% com a variável de investimento em CAPEX. Esse coeficiente negativo corrobora com a teoria de Gómez-Mejía et al. (2007) de que a presença da riqueza socioemocional pode afetar de forma inversa o processo decisório das empresas familiares e indica que o nível de investimento reduz à medida que os níveis de intensidade da riqueza socioemocional aumentam.

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO DOS DADOS

As análises de regressão foram feitas sob duas metodologias. Primeiro, foram realizadas análises regressões com dados em painel Pooled OLS; depois, foram realizadas análises de regressões com dados em painel e observação de efeitos fixos e aleatórios.

Para cada metodologia, serão apresentados dois modelos principais. As primeiras regressões de cada metodologia (Pooled OLS e com efeitos fixos e aleatórios) foram testadas com todas as variáveis do estudo e as segundas regressões apresentadas para cada modelo contemplam apenas a regressão resumida que apresentou a melhor relevância estatística. As demais regressões realizadas pelo autor e que obtiveram resultados não satisfatórios não serão apresentadas neste trabalho.

Para se estimar o melhor modelo a ser testado entre as regressões de efeitos fixos e aleatórios, foi realizado o Teste de Hausman. Segundo Hausman (1978), o teste permite a comparação entre os modelos e trabalha com as seguintes hipóteses:

- (i) Hipótese é considerada nula se resíduos não são correlacionados com a variável explicativa ou
- (ii) Hipótese é considerada alternativa se resíduos são correlacionados com a variável explicativa;

Se o resultado for menor que 5%, rejeita-se hipótese nula de usar o modelo de efeitos aleatórios e utiliza-se o modelo de efeitos fixos. Caso o resultado do Teste de Hausman indique utilizar o modelo com efeitos aleatórios, será realizado também o

Teste de Breusch-Pagan para se estimar o melhor modelo a ser considerado entre as regressões Pooled OLS e efeitos aleatórios.

De acordo com Breusch e Pagan (1980), o teste avalia a homoscedasticidade dos erros e trabalha com as seguintes hipóteses:

- (i) Hipótese é considerada nula se os erros são homocedásticos;
- (ii) Hipótese é considerada alternativa se os erros são heterocedásticos;

Se o resultado for menor que 5%, rejeita-se hipótese nula de que os erros são homocedásticos e, portanto, recomenda-se trabalhar com modelo de efeitos fixos e aleatórios ao invés do modelo Pooled OLS.

Para cada regressão foi realizado também o teste de White para identificar se os erros são heterocedásticos ou homocedásticos. Segundo White (1980), a heterocedasticidade ocorre quando a dispersão em torno da regressão se altera em função dos valores de uma variável explanatória. Se o p-valor for superior a 5%, não se rejeita a hipótese nula de homoscedasticidade dos erros. Os resultados do teste de White são apresentados logo abaixo dos resultados das regressões.

Os resultados da primeira regressão Pooled OLS com todas as variáveis encontram-se nas tabelas 6,7 e 8 abaixo:

TABELA 6 – RESULTADOS GERAIS DA REGRESSÃO COM DADOS POOLED OLS, COM TODAS AS VARIÁVEIS

Variável	Resultado
Número de observações	968
Prob > F	0,00%
R ²	11,38%
R ² ajustado	10,45%

FONTE: Elaborado pelo autor.

Os resultados da primeira regressão Pooled OLS realizada com todas as variáveis apresentaram um coeficiente F de significância de 0,00, mostrando uma validação estatística do modelo. O coeficiente de determinação R² encontrado foi de 11,38%.

TABELA 7 – RESULTADOS DAS VARIÁVEIS DA REGRESSÃO POOLED OLS, COM TODAS AS VARIÁVEIS

Variável	Coefficiente	t	P> t
Constante	1,9725 (0,35)	5,58	0,000
PORTE	-3,78x10 ⁽⁻¹¹⁾ (1,17x10 ⁽⁻¹¹⁾)	-3,22	0,001
PORTE_DUMMY	1,9868 (0,37)	5,43	0,000
FAMILIAR_DUMMY	-0,1153 (0,60)	0,19	0,847
IMOBILIZADO_INFLACIONADO	-1,25x10 ⁽⁻¹¹⁾ (2,47x10 ⁽⁻¹¹⁾)	-5,07	0,000
AT_INFLACIONADO	9,89x10 ⁽⁻¹¹⁾ (1,95x10 ⁽⁻¹¹⁾)	5,07	0,000
ENDIVIDAMENTO	-0,0004 (0,00)	-0,27	0,791
EBIT_AT	0,4671 (0,01)	5,43	0,000
CRESCIMENTO	0,0001 (0,00)	0,36	0,720
Q_TOBIN	0,2775 (0,14)	2,02	0,044
SEW_MÉDIA	-0,1190 (0,01)	-0,83	0,408

Erros-padrão em parênteses.

FONTE: Elaborado pelo autor.

A maioria das variáveis apresentou um resultado para o teste *t de student* abaixo de 5%, indicando uma validação estatística. No resultado, a CONSTANTE e as variáveis PORTE, PORTE_DUMMY, IMOBILIZADO_INFLACIONADO, AT_INFLACIONADO, EBIT_AT e Q_TOBIN apresentaram significância estatística. Já o Teste de White, apresentado na tabela 8 abaixo, apresentou resultado inferior a 5%, portanto rejeita-se a hipótese nula de homoscedasticidade dos erros.

TABELA 8 – TESTE WHITE PARA A REGRESSÃO POOLED OLS, COM TODAS AS VARIÁVEIS

Variável	chi2	df	p
Heterocedasticidade	111,09	62	0,0001
Skewness	7,61	10	0,6665
Curtose	13,66	1	0,0002
Total	132,36	73	0,0000

FONTE: Elaborado pelo autor.

Na prática, o modelo acima se mostra pouco aceitável visto que muitas variáveis possuem forte correlação entre si. Algumas dessas variáveis traduzem a mesma informação da empresa e não devem ser trabalhadas em conjunto, como as variáveis ATIVO TOTAL, PORTE, PORTE e IMOBILIZADO, que indicam de formas diferentes o tamanho de uma empresa. Como forma de simplificação do modelo, foram testadas outras regressões com menor variáveis.

Entre os modelos com menos variáveis que foram testados, aquele que apresentou a melhor relevância estatística foi o modelo com erros robustos com as variáveis independentes PORTE_DUMMY, EBIT_AT e a variável de interação FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA. A tabelas 9, 10 e 11 abaixo mostram o resultado da regressão analisada.

TABELA 9 – RESULTADOS GERAIS DA REGRESSÃO POOLED OLS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO

Variável	Resultado
Número de observações	968
Prob > F	0,00%
R ²	8,14%

FONTE: Elaborado pelo autor.

A regressão testada apresentou um coeficiente F de significância de 0,00%, indicando que há uma validação estatística do modelo. O coeficiente de determinação R^2 foi de 8,14%.

TABELA 10 – RESULTADOS DAS VARIÁVEIS PARA REGRESSÃO POOLED OLS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO

Variável	Coefficiente	t	P> t
Constante	2,3604 (0,36)	6,55	0,000
PORTE_DUMMY	2,1969 (0,37)	5,87	0,000
EBIT_AT	0,0484 (0,01)	5,07	0,000
FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA	-0,0132 (0,01)	-2,14	0,033

Erros-padrão em parênteses.

FONTE: Elaborado pelo autor.

Em relação às variáveis do modelo, a CONSTANTE e todas demais variáveis (PORTE_DUMMY, EBIT_AT e FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA) apresentaram validação estatística, com resultado do teste *t de student* igual ou abaixo de 5%. O coeficiente da variável SEW_MÉDIA é negativo e mostra que há uma correlação negativa entre o investimento em CAPEX e o nível da riqueza socioemocional. O Teste de White, apresentado na tabela 11 abaixo, apresentou resultado inferior a 5%, portanto rejeita-se a hipótese nula de homoscedasticidade dos erros.

TABELA 11 – TESTE WHITE PARA REGRESSÃO COM DADOS POOLED OLS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO

Variável	chi2	df	p
Heterocedasticidade	21,61	8	0,0057
Skewness	3,68	3	0,2982
Curtose	12,51	1	0,0004
Total	37,79	12	0,0002

FONTE: Elaborado pelo autor.

O segundo grupo de equações analisadas foram as regressões com dados em painel e observação de efeitos fixos e aleatórios. Para se estimar o melhor modelo a ser considerado entre as regressões de efeitos fixos e aleatórios, foi realizado o teste de Hausman. Para o primeiro grupo de regressões, testadas com todas as variáveis, o teste de Hausman apresentou resultado de 0,5873, indicando que a utilização da regressão com efeitos aleatórios se mostra mais relevante se comparado à regressão com efeitos fixos. Já para o segundo grupo de regressões apresentadas neste trabalho, testada com uma quantidade menor de variáveis, o teste de Hausman apresentou resultado de 0,0544, indicando também que a utilização da regressão com efeitos aleatórios se mostra mais relevante em relação à regressão com efeitos fixos.

Mesmo com o resultado apresentado do Teste de Hausman, foram realizadas regressões sob o modelo de efeitos fixos. Entretanto, algumas variáveis foram omitidas em função da colinearidade, incluindo a variável de riqueza socioemocional SEW. Em função disso e dos resultados obtidos no Teste de Hausman, os resultados das regressões com efeitos fixos não serão apresentados neste trabalho.

A tabelas 12 e 13 abaixo mostram o resultado da regressão com efeitos aleatórios com todas as variáveis testadas.

TABELA 12 – RESULTADOS DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, COM TODAS AS VARIÁVEIS

Variável	Resultado
Número de observações	968
Prob > chi ²	0,00%
R ² within	3,11%
R ² between	16,35%

FONTE: Elaborado pelo autor.

Os resultados da primeira regressão com dados em painel e efeitos aleatórios, realizada com todas as variáveis, apresentaram um coeficiente de significância de 0,00, mostrando uma validação estatística do modelo. O coeficiente de determinação R² encontrado foi de 3,11 para efeitos *within* (que mostra se o efeito ao longo do tempo é mais ou menos relevante para o modelo) e de 16,35% para efeitos *between* (que mostra se o efeito entre as unidades de observação é mais ou menos significativo para o modelo).

TABELA 13 – RESULTADOS REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, COM TODAS AS VARIÁVEIS

Variável	Coefficiente	z	P> z
Constante	2,2145 (0,62)	3,58	0,000
PORTE	-4,43x(10) ⁻¹¹ (2,00x(10) ⁻¹¹)	-2,22	0,027
PORTE_DUMMY	1,7423 (0,57)	3,08	0,002
FAMILIAR_DUMMY	0,4871 (1,52)	0,32	0,748
IMOBILIZADO_INFLACIONADO	-1,68x10 ⁻¹¹ (4,43x10 ⁻¹¹)	-3,79	0,000
AT_INFLACIONADO	1,29x10 ⁻¹¹ (3,58x10 ⁻¹¹)	3,61	0,000
ENDIVIDAMENTO	-0,0007 (0,01)	-0,55	0,580
EBIT_AT	0,0281 (0,01)	3,19	0,001
CRESCIMENTO	0,0001 (0,00)	0,41	0,681
Q_TOBIN	0,3731 (0,15)	2,41	0,016
SEW_MÉDIA	-0,0223 (0,04)	-0,60	0,548

Erros-padrão em parênteses.

FONTE: Elaborado pelo autor.

No resultado, a CONSTANTE e as variáveis PORTE, PORTE_DUMMY, IMOBILIZADO_INFLACIONADO, AT_INFLACIONADO, EBIT_AT e Q_TOBIN apresentaram significância estatística. A variável SEW_MÉDIA apresentou coeficiente negativo, indicando que no modelo há uma relação negativa entre nível da riqueza socioemocional e os níveis de investimento em CAPEX, entretanto não apresentou relevância estatística no modelo testado.

Entre os modelos de regressão com menos variáveis que foram testados, aquele que apresentou maior relevância estatística foi o modelo com erros robustos com a CONSTANTE e as variáveis independente PORTE_DUMMY, EBIT_AT e a variável de interação FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA. A tabelas 14 e 15 abaixo mostram o resultado da regressão analisada.

TABELA 14 – REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO

Variável	Resultado
Número de observações	968
Prob > chi ²	0,00%
R quadrado within	1,75%
R quadrado between	9,57%

FONTE: Elaborado pelo autor.

A regressão testada apresentou um coeficiente de significância de 0,00%, indicando que há uma validação estatística. O coeficiente de determinação R² encontrado foi de 1,75% para efeitos *within* (que mostra se o efeito ao longo do tempo é mais ou menos relevante para o modelo) e de 9,57% para efeitos *between* (que mostra se o efeito entre as unidades de observação é mais ou menos significativo).

TABELA 15 – REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS ALEATÓRIOS, UTILIZANDO UM MODELO REDUZIDO

Variável	Coefficiente	z	P> z
Constante	2,8529 (0,60)	4,77	0,000
PORTE_DUMMY	1,9135 (0,59)	3,24	0,001
EBIT_AT	0,0281 (0,01)	2,74	0,006
FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA	-0,0166 (0,01)	-1,39	0,166

Erros-padrão em parênteses.

FONTE: Elaborado pelo autor.

Em relação às variáveis do modelo, a CONSTANTE e as variáveis PORTE_DUMMY e EBIT_AT apresentaram validação estatística, com valor do teste z abaixo de 5%. O coeficiente da variável FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA é negativo e mostra que há uma correlação negativa entre o investimento em CAPEX e o nível da riqueza socioemocional. Entretanto, a variável não apresentou relevância estatística no modelo.

As análises de regressão realizadas mostram que as principais equações mencionadas acima apresentam um coeficiente de significância importante, entretanto com baixo coeficiente de determinação. Os modelos construídos sob as duas metodologias (Pooled OLS e com dados em painel com efeitos aleatórios) apresentaram resultados similares.

O teste de Breusch-Pagan, feito com objetivo de identificar se o melhor modelo a ser considerado é com dados em painel Pooled OLS ou com dados em painel e efeitos aleatórios, apresentou um resultado de 0,0209, portanto rejeita-se a hipótese nula de homoscedasticidade dos erros. Dessa forma, sugere-se que a regressão com dados em painel e efeitos aleatórios seja mais aderente às variáveis testadas, o que não inviabiliza os resultados das regressões Pooled OLS.

As análises de regressão trouxeram algumas conclusões importantes para o estudo do nível de investimentos em CAPEX de empresas familiares. Em primeiro lugar, os modelos mostraram que há uma validação estatística nas equações

testadas. Em segundo, a variável *dummy* que mede porte da empresa é a que representou melhor a variável de tamanho da empresa. A variável possui coeficiente positivo e mostra que os níveis de investimento em CAPEX se torna maior em empresas consideradas de grande porte.

Os modelos mostraram que o intercepto (ou, constante) é positiva com valor próximo a 2%, e mostra o percentual de investimentos médio de uma empresa quando não há o componente da riqueza socioemocional e com porte ainda pequeno ou médio. Entre as variáveis testadas nas regressões, a variável de EBIT_AT, que mede a rentabilidade em relação ao porte da empresa, apresentou validação estatística e sugere que a rentabilidade da empresa influencia o nível de investimentos. O coeficiente positivo da variável EBIT_AT indica que o nível de investimentos em CAPEX aumenta à medida que a rentabilidade da empresa se torna maior.

Já o coeficiente da variável da riqueza socioemocional, medido pela interação FAMILIAR_DUMMY*SEW_MÉDIA, é negativo nas equações que apresentaram melhor resultado. Isso corrobora a hipótese de que os investimentos em CAPEX se tornam menores à medida que o nível de riqueza socioemocional aumenta nas empresas, assim como apontado na literatura de Chrisman, Chua, De Massis, Frattini e Wright (2015), Filser, De Massis, Gast, Kraus, Niemand (2018), Matzler et al. (2015), Kraiczy et al. (2015), Sciascia et al. (2015), entre outros. Por outro lado, a variável não apresentou validação estatística e os resultados sugerem que a riqueza socioemocional medida à partir do percentual da firma sob posse dos membros da família e do percentual do quadro executivo compostos por membros da família pode não ser um componente relevante na definição dos patamares de investimento em CAPEX.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo dos últimos anos a literatura tem estudado a dinâmica das empresas familiares e como elas se diferenciam sob diversos aspectos, incluindo a forma como escolhem e conduzem seus investimentos. Dentro do campo de estudo das empresas familiares, há um ramo recente de estudo relacionado à riqueza socioemocional, que busca entender como os fatores emocionais ligados à gestão podem interferir no processo de gestão das empresas.

Este trabalho teve como objetivo entender como o conceito da riqueza socioemocional interfere nas decisões de investimento das empresas familiares brasileiras e identificou que há evidências que sugerem que a riqueza socioemocional afeta negativamente o nível de investimentos em CAPEX das empresas familiares brasileiras.

As conclusões obtidas nesse trabalho estão em linha com o referencial teórico, que apresentou como a literatura vêm pesquisando a relação da riqueza socioemocional no processo decisório das empresas e mostrou que há argumentos que sustentam a hipótese de que empresas familiares investem menos do que empresas não familiares.

Já as análises deste trabalho foram feitas em dois conjuntos de dados. A primeira parte contemplou uma pesquisa quantitativa aplicada às empresas de capital aberto, enquanto a segunda parte contemplou uma pesquisa qualitativa exploratória aplicada à um conjunto prévio de empresas de capital fechado. Assim como em outras pesquisas sobre o tema, o trabalho também encontrou algumas limitações de acesso aos dados de empresas de capital fechado, portanto os resultados foram expostos no apêndice deste trabalho.

Este trabalho pôde identificar conclusões importantes referente aos investimentos em CAPEX das empresas familiares brasileiras. Em primeiro lugar, os resultados do trabalho mostram que há evidências para afirmar que, na média, as empresas familiares brasileiras investem menos do que as empresas não familiares, em linha com alguns resultados já obtidos em pesquisas e literaturas anteriores. Os resultados mostraram que nas empresas de capital aberto a média e mediana de investimentos em CAPEX das empresas familiares é inferior às empresas não familiares. Esse dado confirma uma das hipóteses do trabalho e sugere que empresas

familiares investem, na média, menos do que empresas não familiares. Por outro lado, as análises mostraram uma diferença pequena entre os patamares médios de investimentos, ou seja, a diferença entre os dois grupos não é muito grande.

Além disso, o trabalho pôde evidenciar que há uma correlação positiva entre o tamanho da empresa (medido pela variável *dummy* PORTE) e os níveis de investimento em CAPEX. Esse dado sugere que o processo decisório de investimentos varia também em função do porte da empresa e que, quanto maior o porte da empresa, maior tende a ser o nível de investimentos, medido a partir dos investimentos em CAPEX em relação à receita líquida.

Ainda, o presente trabalho identificou dois modelos econométricos com validação estatística e que permitem identificar o patamar de investimentos em CAPEX com base nas variáveis dependentes de PORTE da empresa, EBIT/AT e na variável de interação PORTE_DUMMY*SEW_MÉDIA. Nas equações, o coeficiente gerado para a variável de interação que possui o elemento da riqueza socioemocional se mostrou negativo, ou seja, explica uma parte dos investimentos em CAPEX das empresas familiares.

O coeficiente negativo da variável que mensura a riqueza socioemocional e as validações econométricas dos modelos testados corroboram para a hipótese deste trabalho de que empresas familiares investem menos do que empresas não familiares. Esses resultados estão em linha com as conclusões obtidas nos trabalhos de Gómez-Mejía et al. (2007), Filser et al. (2018), Gómez-Mejía et al. (2012), Chrisman et al. (2012), Matzler et al. (2015), Kraiczy et al. (2015) também se aplicam às empresas familiares brasileiras.

Um ponto importante identificado nas análises de regressão é que as equações apresentaram um baixo coeficiente de determinação, ou seja, apenas uma parte pequena das variações nos níveis de investimento em CAPEX é explicada pelas variações da intensidade da riqueza socioemocional, pelo coeficiente EBIT_AT e pela variável de PORTE da empresa.

Ao comparar esse baixo coeficiente de determinação identificado nas equações com os resultados relacionados aos menores níveis médios de investimentos em CAPEX nas empresas familiares, sugere-se que existam outros fatores ligados à riqueza socioemocional além da posição acionária e percentual do quadro de gestão composto por membros família que também impactam o nível de

investimento das empresas familiares brasileiras. Ainda, sob uma perspectiva teórica, os demais blocos sugeridos na metodologia FIBER e não aplicados neste trabalho podem exercer influência importante nos níveis de investimento das empresas familiares brasileiras.

O campo de estudo voltado para o conceito da riqueza socioemocional no Brasil é ainda novo e com desafios de pesquisa importantes. Em relação às limitações locais de pesquisa, é notória a limitação de acesso aos dados de empresas de capital fechado, onde justamente estão concentradas grande parte das empresas familiares. Este trabalho obteve resultados importantes associados às empresas de capital aberto, porém não obteve pôde capturar uma base amostral significativa de informações voltadas às empresas de capital fechado.

Outra limitação deste estudo foi a observação do impacto da riqueza socioemocional especificamente nos níveis de investimentos de CAPEX das empresas familiares brasileiras, porém as empresas possuem também outros tipos de investimentos não contemplados neste estudo e que podem ser correlacionados, em maior ou menor grau, pelo componente da riqueza socioemocional. Essas lacunas mostram que há oportunidades importantes para investimentos em pesquisa e obtenção de dados nesse grupo de empresas.

Como recomendação de avanço e estudos futuros neste campo de pesquisa, recomenda-se aplicar o questionário FIBER de forma completa nas empresas de capital aberto e fechado e testá-lo com maior granularidade de informações, buscando evidenciar se os demais elementos que compõe o conceito da riqueza socioemocional também geram impacto no processo decisório de investimento em CAPEX das empresas familiares brasileiras. Ainda, sob uma perspectiva complementar, pode-se identificar como as decisões de investimento também afetam a construção do estoque da riqueza socioemocional.

Além disso, recomenda-se que o questionário FIBER seja também complementado com outras perguntas e tópicos relacionados diretamente ao campo de cada pesquisa, visto que o questionário FIBER é amplo, trata-se de uma recomendação existente na literatura e busca mapear a presença da riqueza socioemocional sob diferentes aspectos dentro de uma empresa.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETI, J.P. **Governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ARREGLE, J.L., HITT, M.A., SIRMON, D.G., & VERY, P. The development of organizational social capital: Attributes of family firms. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 1, p. 73-95, 2007. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1467-6486.2007.00665.x>. Acesso em: 03/04/2021. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00665.x>
- AVELAR, E. A., PEREIRA, H.R., RIBEIRO, N.M.T., & DE SOUZA, A.A. Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas mineiras de capital fechado. **Revista Gestão & Sustentabilidade**, v. 1, n. 1, p. 336-351, 2019. Disponível em: <https://periodicos.uuffs.edu.br/index.php/RGES/article/view/8747>. Acesso em: 20/03/2021. <https://doi.org/10.36661/2596-142x.2019v1i1.8747>
- BENGSTON, V.L. Beyond the nuclear family: The increasing importance of multigenerational bonds. **Journal of Marriage and Family**, n. 63, v.1, p. 1-16, 2001. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1741-3737.2001.00001.x> Acesso em: 21/05/2021.
- BERRONE, P.; CRUZ, C.; GOMEZ-MEJIA, L. R. Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. **Family business review**, v. 25, n. 3, p. 258-279, 2012. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0894486511435355> Acesso em: 30/04/2022.
- BORGES, A. F., LESCURA, C., & OLIVEIRA, J. L. D. **O campo de pesquisas sobre empresas familiares no Brasil: análise da produção científica no período 1997-2009**. *Organizações & Sociedade*, 19, 315-332, 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/osoc/a/y9Tz43w8BDFqFcv4FrWfY8f/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 12/01/2022.
- BORNHOLDT, W. **Governança na empresa familiar – implementação e prática**. Porto Alegre: Artmed, 2005.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. Porto Alegre: AMGH. 2013.
- BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **The review of economic studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2297111>. Acesso em: 28/05/2022. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- BUTLER, R., DAVIES, L., PIKE, R., & SHARP, J. **Strategic investment decision-making: complexities, politics and processes**. *Journal of Management Studies*, 28(4), 395-415, 1991. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1991.tb00288.x>. Acesso em 16/01/2022.
- CASSON, M. The economics of the family firm. **Scandinavian Economic History review**, v. 47, n. 1, p. 10-23, 1999. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/03585522.1999.10419802>. Acesso em: 03/04/2021. <http://dx.doi.org/10.1080/03585522.1999.10419802>
- CHU, T. C.; MACMURRAY, T. The road for Asia's leading conglomerates. **McKinsey Quarterly**, n. 3, 1993. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A14648456/AONE?u=anon~ee31a42&sid=googleScholar&xid=96a7436e>. Acesso em: 21/03/2021.
- CHUA, J. H.; CHRISMAN, J. J.; SHARMA, P. Defining the family business by behavior. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 23, n. 4, p. 19-39, 1999. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/104225879902300402>. Acesso em: 10/04/2021. <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>

CHUA, J. H.; CHRISMAN, J. J.; DE MASSIS, A. A closer look at socioemotional wealth: Its flows, stocks, and prospects for moving forward. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 39, n. 2, p. 173-182, 2015. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1111/etap.12155>. Acesso em: 19/06/2022 <https://doi.org/10.1111/etap.12155>

COELHO, A. C.; LIMA, I. S. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 44, n. 3, p. 207-221, 2009. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/v4403207.pdf>. Acesso em: 21/03/2021.

DAMODARAN, A. **Applied Corporate Finance**. Estados Unidos: Wiley. 2014.

DAVIS, J. A. **How Three Circles Changed the Way We Understand Family Business**. Cambridge Family Enterprise Press, 2018. Disponível em: <https://johndavis.com/how-three-circles-changed-the-way-we-understand-family-business/>. Acesso em 16/01/2022.

DENIS, D.J., OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n.1, p. 62-82, 2008.

DONNELLEY, R. G. A empresa familiar. **RAE- Revista de Administração de Empresas**. v.7, n. 23, p. 161-198, 1967. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/40774>. Acesso em 06/02/2021.

DONNELLEY, R. G. The Family business. **Harvard Business Review**. v.42, p. 93-105, 1964.

EPSTEIN, N.B., RYAN, C.E., BISHOP, D.S., MILLER, I.W., & KEITNER, G.I. The McMaster model view of healthy family functioning. In WALSH, F. (Ed.), **Normal family processes: Growing diversity and complexity**. New York/London: The Guilford Press, 2003. p .581-607.

GÓMEZ-MEJÍA, L. R., HAYNES, K.T., NÚÑES-NICKEL, M., JACOBSON, K.J., & MOYANO-FUENTES, J. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. **Administrative science quarterly**, v. 52, n.1, p. 106-137, 2007. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.2189/asqu.52.1.106> Acesso em: 28/03/2021. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>

GÓMEZ-MEJÍA, L. R., CRUZ, C., BERRONE, P., & DE CASTRO, J. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. **Academy of Management Annals**, v. 5, n.1, p. 653-707, 2011. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/19416520.2011.593320> Acesso em: 28/03/2021. <https://doi.org/10.1080/19416520.2011.593320>

GONÇALVES, D. L. **Determinantes da estrutura de capital de sociedades anônimas mineiras de capital fechado**. 2014. 108 f. Dissertação (Pós-graduação e pesquisa em ciências contábeis e controladoria) – Setor de contabilidade financeira, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte (MG), 2014. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1843/BUOS-9NNG9H>. Acesso em: 07/03/2021.

GONÇALVES, S.D. **Patrimônio, família e empresa**. São Paulo: Negócio. 2000.

HANDLER, W. C. Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 15, n. 1, p. 37-52, 1990. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/104225879001500105> Acesso em: 13/02/2021.

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the econometric society**, p. 1251-1271, 1978. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1913827>. Acesso em 28/05/2022. <https://doi.org/10.2307/1913827>

HIEBL, M. R. W. Risk aversion in family firms: what do we really know? **The Journal of Risk Finance**, v. 14. n.1, p. 49-70, 2013. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/15265941311288103/full/html>. Acesso em: 13/02/2021. <https://doi.org/10.1108/15265941311288103>

JENSEN, M. C. 1. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function: In CHEW, D.; GILLAN, S. (Ed.), **U.S. Corporate Governance**. New York Chichester, West Sussex: Columbia University Press. 2009. p. 3-25.

KAYO, Eduardo K.; BRUNALDI, Eduardo Ottoboni; ALDRIGHI, Dante M. Capital structure adjustment in Brazilian family firms. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 22, p. 92-114, 2018. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/wRsKpBfPHfvxWMgYWLCDLkf/abstract/?lang=en>. Acesso em: 24/04/2022

LETHBRIDGE, E. Tendências da empresa familiar no mundo. 1997. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, jun. 1997. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11525>. Acesso em: 24/02/2021.

LOPES, R. A. **Finanças corporativas e as decisões de longo prazo em empresas familiares**. 2010. 65 f. Dissertação (Mestrado em gestão de empresas) – Instituto Universitário de Lisboa, Portugal. Disponível em: <https://www.iscte-iul.pt/tese/2771>. Acesso em: 27/02/2021.

MILLER, D; BRETON-MILLER, I. L. Deconstructing socioemotional wealth. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 38, n. 4, 713 – 720, jun. 2014. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1111/etap.12111>
Acesso em: 04/04/2021. <https://doi.org/10.1111/etap.12111>.

NETO, A. A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2014.

LODI, J. B. **A Empresa familiar**. São Paulo: Pioneiras, 1998.

LODI, J. B. **Governança Corporativa: O governo da empresa e o conselho de administração**. São Paulo: Elsevier, 2000.

OLIVEIRA, D. de P. R. de. **Empresa Familiar**. São Paulo: Atlas, 1999.

PRADO, Roberta Nioac. **Empresas familiares: governança corporativa, governança familiar e governança jurídica**. Editora Saraiva, 2000.

PETRY, L. I.; NASCIMENTO, A. M. Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 49, v. 20, p. 109-125, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/6hDYwpBbQ7RXSdJtzwGRcmF/?lang=pt>. Acesso em: 20/02/2021. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100008>

SCHULZE, W. S; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. **Academy of Management Journal**. v. 46, n. 2, 2017.
Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/30040613>. Acesso em: 17/04/2021. <https://doi.org/10.5465/30040613>

SCHULZE, LUBATKIN, M.H., DINO, R.N., & BUCHHOLTZ, A.K. Agency relationships in family firms: theory and evidence. **Organization Science**. v.12, n.2, p. 99-116. Disponível em: <https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/orsc.12.2.99.10114>.
Acesso em: 17/04/2021. <https://doi.org/10.1287/orsc.12.2.99.10114>

SEBRAE. Categorias de formalização de empresas. Empreendedorismo, out. 2019. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/pr/artigos/categorias-de-formalizacao-de-empresas,4a0dca91c761e610VgnVCM1000004c00210aRCRD>. Acesso em: 17/03/2021.

SEBRAE. Pais e filhos: os desafios e valores entre gerações de empreendedores. Empreendedorismo, set. 2021. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ms/artigos/pais-e-filhos-os-desafios-e-valores-entre-geracoes-deempreendedores,f646cf80c782c710VgnVCM100000d701210aRCRD> Acesso em: 12/01/2022.

SOUZA, C. Sucessão: o maior desafio das empresas familiares. **Revista Istoé Dinheiro**. n.123910.09, 2020. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/sucessao-o-maior-desafio-das-empresas-familiares/>. Acesso em: 28/04/2021.

TAGIURI, A. DAVIS, J. Bivalent attributes of the family firm. **Family business review**. v. 9, n. 2, p. 199-208, 1996. Disponível em: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1111/j.1741-6248.1996.00199.x>. Acesso em: 30/01/2021. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1996.00199.x>

A. DAVIS, J. The Influence of Life Stages on Father-Son Work Relationships in Family Companies. Harvard Business School, 1982.

VILLALONGA, B., AMIT, R., TRUJILLO, M.A., & GUZMÁN, A. Governance of family firms. **Annual Review of Financial Economics**, v. 7, p. 635-654, 2015. Disponível em: <https://www.annualreviews.org/doi/pdf/10.1146/annurev-financial-110613-034357>. Acesso em: 30/01/2021. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034357>

WHITE, Halbert. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. **Econometrica: journal of the Econometric Society**, p. 817-838, 1980. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1912934> . Acesso em: 28/05/2022. <https://doi.org/10.2307/1912934>

APÊNDICE 1 – PESQUISA APLICADA ÀS EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO

A pesquisa aplicada do questionário FIBER obteve apenas 8 respondentes. A baixa amostragem obtida reflete a preocupação de proprietários das empresas familiares em compartilhar informações internas, mesmo sob processos com proteção de dados e governança da informação. Em função disso, os resultados não podem ser considerados conclusivos.

A dificuldade na obtenção de dados neste universo de empresas corrobora com as afirmações mencionadas por Coelho (2009) de que o grupo de companhias fechadas é pouco estudado quanto a suas práticas contábeis por causa do difícil acesso aos dados delas, e por Gonçalves (2014, p. 96), que menciona que “o acesso aos dados das empresas não negociadas em bolsa têm sido uma das maiores dificuldades encontradas pelos pesquisadores para diversificar as amostras de seus estudos”.

As tabelas 16 e 17 abaixo mostram a análise descritiva dos dados relacionados às empresas de capital fechado.

TABELA 16 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (CAPEX, CAPEX_QUALI, PORTE, FUNC.)

VARIÁVEL	CAPEX	CAPEX_QUALI	PORTE	FUNC.
Número de observações	8,00	8,00	8,00	8,00
Mínimo	1,00	2,00	1,00	1,00
Máximo	5,00	4,00	7,00	4,00
Variância	3,92	0,50	3,71	0,86
Média	2,75	2,75	5,50	3,00
Mediana	2,00	3,00	6,00	3,00
Desvio Padrão	1,98	0,71	1,93	0,93
Coefficiente de variação	0,72	0,26	0,35	0,31
Skewness	0,25	0,33	-1,79	-1,16
Curtose	1,21	2,22	4,97	4,00

FONTE: Elaborado pelo autor.

TABELA 17 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (SEW_1_INF., SEW_2_IDENT., SEW_3_LAÇOS, SEW_4 EMOC., SEW_5 SUC.)

VARIÁVEL	SEW_1_ INF.	SEW_2_ IDENT.	SEW_3_ LAÇOS	SEW_4_ EMOC.	SEW_5 SUC.
Número de observações	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Mínimo	2,33	3,00	3,33	2,67	2,00
Máximo	5,00	5,00	5,00	4,00	5,00
Variância	1,01	0,36	0,37	0,36	1,01
Média	3,92	4,34	4,08	3,63	3,56
Mediana	3,67	4,50	4,17	4,00	3,50
Desvio Padrão	1,00	0,60	0,61	0,60	1,01
Coefficiente de variação	0,26	0,14	0,15	0,17	0,28
Skewness	-0,15	-1,49	0,06	-1,04	0,03
Curtose	1,79	4,48	1,75	2,21	2,03

FONTE: Elaborado pelo autor.

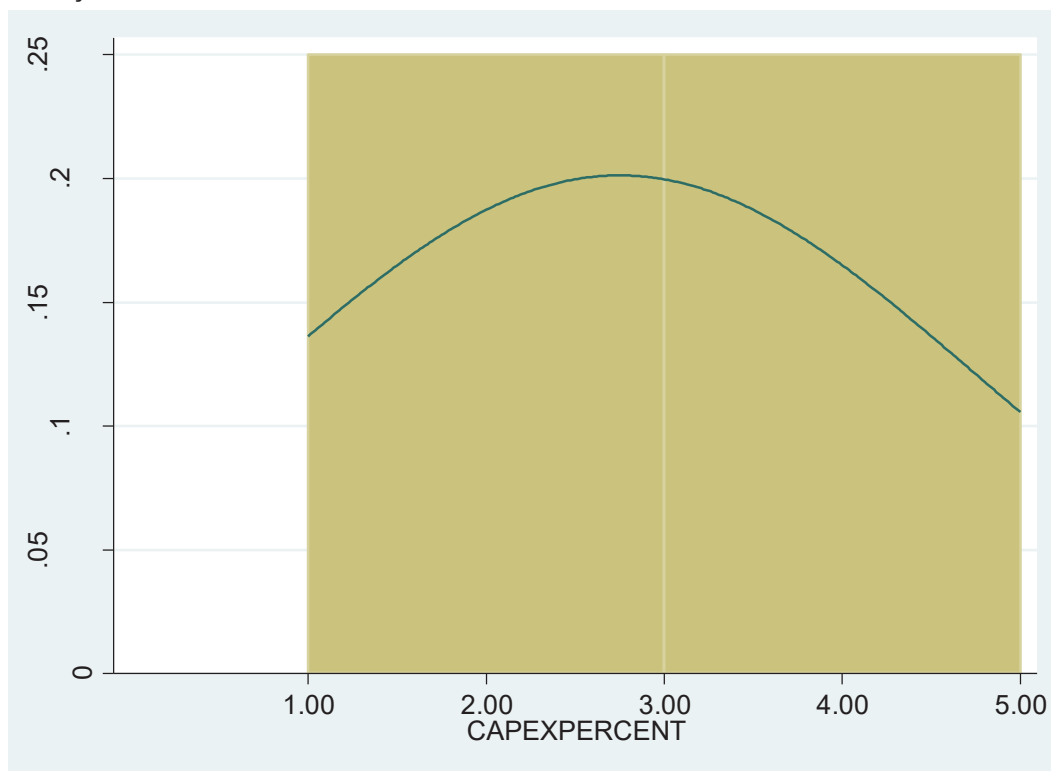
Com base na tabela acima, é possível extrair algumas observações a partir dos dados analisados. O patamar médio de investimentos em CAPEX das empresas analisadas é de 2,75% e, quando medido com base na escala Likert, a média também é de 2,75%. O desvio-padrão, que mostra o grau de dispersão dos dados em relação à média, foi calculado em 1,98 quando comparado em percentual da receita líquida, e 0,71 quando analisado a partir da escala Likert

Os resultados dos indicadores de Skewness acima de zero para os indicadores de investimento em CAPEX indicam que as inclinações da curva são positivas e as caudas do lado direito são mais longas ou mais gordas que do lado esquerdo. Os resultados obtidos para a curtose indicam que as curvas não possuem o mesmo achatamento que uma curva normal e possuem uma aparência leptocúrtica, ou seja, a distribuição possui caudas pesadas com muitos valores que se distanciam da média da amostragem.

Os gráficos abaixo mostram a dispersão dos valores de investimento em CAPEX, medidos com base no investimento percentual em relação à receita líquida. O gráfico 1 mostra o histograma normal da amostragem mensurada com base em percentual da receita líquida, enquanto o gráfico 2 mostra o histograma normal da amostragem mensurada com base na escala Likert.

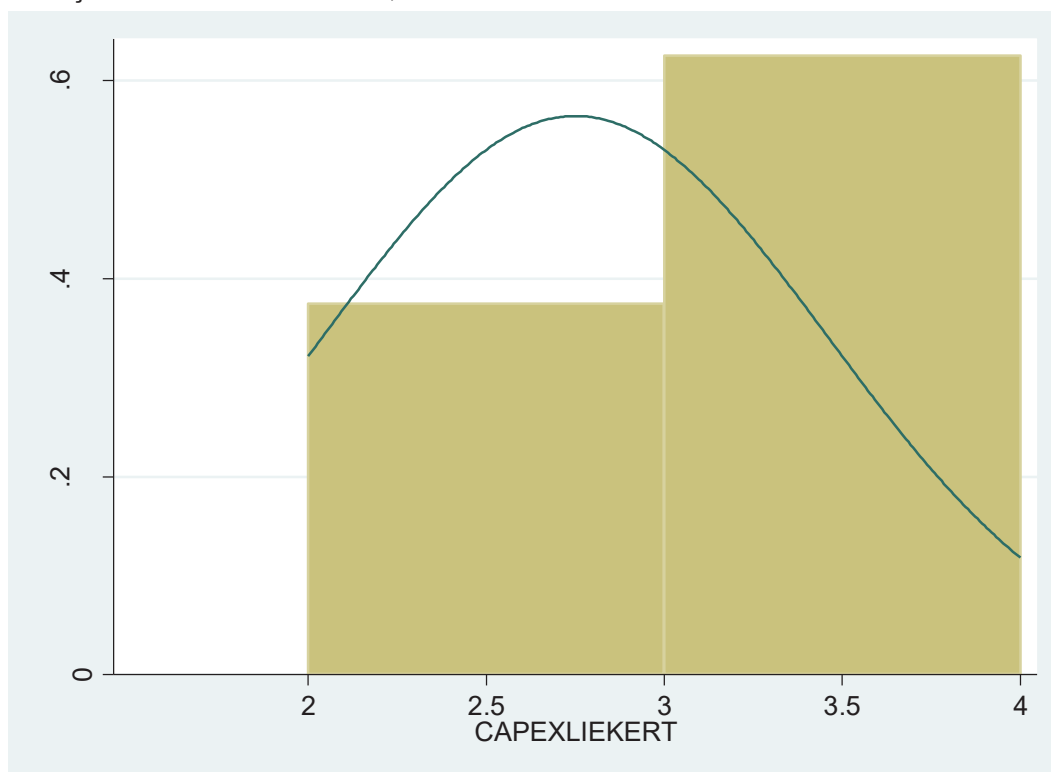
Em função da baixa amostragem, não é possível observar no gráfico as diferentes faixas dos indicadores observados. É importante destacar que a amostragem foi feita a partir de um questionário eletrônico, portanto não contempla eventuais desinvestimentos que estas empresas tenham feito.

GRÁFICO 4 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA



FONTE: Elaborado pelo autor.

GRÁFICO 5 - HISTOGRAMA DOS VALORES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES EM RELAÇÃO À RECEITA LÍQUIDA, MEDIDOS EM ESCALA LIKERT



FONTE: Elaborado pelo autor.

A tabela 18 abaixo mostra a análise de correlação entre as variáveis estudadas acima. É possível observar que há uma correlação maior entre as variáveis PORTE (medido pela receita líquida da empresa) e FUNCIONÁRIOS, o que é considerado normal dado que empresas com maior faturamento tendem a possuir um quadro de funcionários maior. Ao observar a correlação entre os indicadores de CAPEX – seja medido em percentual da receita líquida ou em escala Likert – é possível notar que os elementos 1 e 2 da riqueza socioemocional possuem maior correlação com os investimentos em CAPEX.

Apesar dos resultados mencionados acima, é importante destacar que a amostra utilizada é bastante pequena e limitada. Em função disso, torna-se pouco viável justificar um teste de correlação com o tamanho de amostragem obtida.

TABELA 18 - CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	CAPEX	CAPEX_ QUALI	PORTE	FUNC.	SEW_1_ INF.	SEW_2_ IDENT.	SEW_3_ LAÇOS	SEW_4_ EMOC.	SEW_5 SUC.
CAPEX	1,00								
CAPEX_ QUALI	35,68	1,00							
PORTE	56,10	52,41	1,00						
FUNC.	62,28	65,47	96,08	1,00					
SEW_1_ INF.	-34,70	-43,60	-51,68	-40,99	1,00				
SEW_2_ IDENT.	32,46	40,21	88,51	84,05	-20,37	1,00			
SEW_3_ LAÇOS	-29,50	-16,54	-52,59	-42,11	68,60	-41,65	1,00		
SEW_4_ EMOC.	-1,00	-25,15	47,16	34,14	17,71	74,09	-11,86	1,00	
SEW_5 SUC.	-6,26	27,60	51,54	57,48	31,21	77,67	0,97	67,22	1,00

FONTE: Elaborado pelo autor.

A média de investimentos em CAPEX (medida em percentual da receita líquida) das empresas familiares de capital fechado se mostrou ligeiramente abaixo da média das empresas familiares de capital aberto, com indicador de 2,75% em comparação ao resultado de 4,03% das empresas de capital aberto.

Apesar da limitação de acesso aos dados e baixa amostragem obtida, o questionário FIBER apresentou algumas conclusões adicionais à análise do processo decisório em investimentos das empresas familiares. Ao serem questionados se “consideram as empresas familiares que trabalham com parque fabril moderno e atualizado”, quatro dos oito respondentes afirmaram que discordam da afirmação e que não consideram suas empresas detentoras de um parque fabril moderno e atualizado.

A seção anterior mostrou que os elementos do FIBER que apresentaram maior pontuação foram o SEW_2 (identificação dos membros da família com a empresa) e SEW_3 (laços sociais vinculantes). As perguntas e respostas mencionadas no quadro abaixo, que compõem o questionário FIBER, mostram que estes elementos podem aparecer com maior facilidade nas empresas familiares, visto

que praticamente todos os respondentes pontuaram a presença destes elementos nas suas respectivas empresas.

QUADRO 3 – RESPOSTAS DO QUESTIONÁRIO FIBER APLICADO ÀS EMPRESAS FAMILIARES DE CAPITAL FECHADO

Pergunta	1	2	3	4	5
Em relação apenas aos investimentos da empresa em máquinas, equipamentos e instalações físicas (ou CAPEX):					
Nós nos consideramos uma empresa com máquinas e equipamentos modernos	1	2	1	1	3
A nossa empresa geralmente é a primeira do segmento a investir em novas tecnologias de produção	0	5	0	3	0
Competidores reconhecem nossos processos produtivos, máquinas e equipamentos como referência no segmento	0	2	3	2	1
Em relação à influência familiar na empresa, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa:					
A maioria das ações da empresa são de propriedade dos membros da família.	0	0	1	1	6
No negócio, a maioria das posições executivas são ocupadas por membros da família.	0	4	0	1	3
O quadro de diretores é majoritariamente composto por membros da família.	0	2	1	2	3
Em relação à identificação dos membros da família com a empresa, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa:					
Os membros da família possuem um forte senso de pertencimento à firma.	1	0	0	2	5
Os membros da família sentem que o sucesso do negócio representa também os seus próprios sucessos.	1	0	0	2	5
Ser um membro da família no negócio nos ajuda a definir quem nós somos.	1	0	0	2	5
Os membros da família são orgulhosos em contar aos outros que nós somos parte do negócio.	1	0	0	2	5
Em relação aos laços sociais da família, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa:					
No negócio, os empregados não pertencentes à família são tratados como se fossem parte da família	0	2	3	2	1
No negócio, as relações contratuais são geralmente baseadas na verdade e normas de reciprocidade	0	0	0	2	6

Construir fortes relações com outras instituições (por exemplo: outras companhias, associações, órgãos governamentais) é importante ao negócio	0	0	1	4	3
Em relação ao apego emocional de membros da família, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa.					
Emoções e sentimentos geralmente afetam o processo decisório do negócio	0	1	1	2	4
Proteger o bem-estar dos membros da família é fundamental para nós	0	0	2	4	2
No negócio, as considerações afetivas da família são frequentemente tão importantes quanto as considerações baseadas em dados econômicos	0	1	3	4	0
Fortes laços emocionais entre os membros da família nos ajudam a manter um autoconceito positivo	1	0	2	4	1
Em relação à sucessão do negócio, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa:					
Dar continuidade ao legado da família e à sua tradição é uma meta importante para o negócio da família	1	0	3	1	3
Os membros da família provavelmente são aversos à ideia de vender o negócio da família	0	2	2	2	2
A transferência do negócio para a próxima geração de forma bem-sucedida é uma meta importante para os membros da família	1	0	2	2	3
A preservação do controle familiar e da independência são metas importantes para o negócio	1	1	2	2	2

FONTE: Elaborado pelo autor.

Em relação ao elemento SEW_2 (identificação dos membros da família com a empresa), apenas um dos respondentes mencionou que não concorda com essa afirmação. Todos demais respondentes mencionaram que concordam totalmente ou parcialmente. Entretanto, a opção que apresentou maior pontuação de intensidade da riqueza socioemocional foi que “as relações contratuais são geralmente baseadas na verdade e normas de reciprocidade”.

As respostas acima sugerem que independente do ramo ou porte da empresa familiar, as famílias se identificam muito facilmente e fortemente com a empresa. Mais do que isso, as respostas do elemento SEW_3 mostram que os valores da família são transparecidos também nas relações contratuais da empresa. Conseqüentemente,

isso impacta as relações com fornecedores de máquinas e investimentos, que por sua vez impactam as decisões de investimento.

Em relação ao processo de investimentos das empresas familiares, a primeira afirmação que compõe o elemento SEW_4 questiona se “as emoções e sentimentos afetam o processo decisório do negócio”. Seis respondentes do total de oito sinalizaram de forma positiva e corroboram para a hipótese de que a riqueza socioemocional afeta diretamente o processo decisório de investimentos das empresas familiares.

Em complemento, uma das afirmações do questionário, não pertencentes à metodologia FIBER, questiona se “a empresa é a primeira do segmento a investir em novas tecnologias de produção”. A afirmação apresentou baixa pontuação e cinco respondentes (do total de oito) afirmaram que a empresa não é a primeira a investir. Essa afirmação, em conjunto com as respostas do elemento SEW_4, também corroboram para a hipótese de que a riqueza socioemocional pode afetar o tempo necessário para a tomada de decisão sobre investimento, se comparado ao tempo médio para tomada de decisão das empresas concorrentes.

Em relação ao questionário complementar exploratório, foram obtidas respostas de 7 (sete) respondentes. As respostas trazem uma perspectiva qualitativa sobre como as empresas familiares conduzem seus processos decisórios de investimento em CAPEX.

Ao serem questionados sobre como os membros da família influenciam o processo decisório de investimentos em CAPEX, todos os sete respondentes afirmaram que a família é responsável pela decisão final do investimento. Um dos respondentes mostrou que, apesar da decisão final ser feita pela família, “o levantamento de necessidades e especificações são feitas pelos funcionários”.

Entretanto, ao serem questionados sobre quais são os principais critérios e variáveis considerados pela empresa no processo decisório, as principais respostas estão ligadas ao grau de endividamento, indicadores de rentabilidade e projeções futuras de mercado. Um dos respondentes afirmou que “as principais variáveis são os indicadores financeiros e retorno do capital investido”, enquanto outro respondente mostrou que “o critério de decisão é baseado no grau de endividamento da empresa, situação do mercado e suas perspectivas futuras, se há necessidade na aquisição de algum equipamento ou serviço de extrema necessidade”.

Ao serem questionados sobre os receios dos membros da família e fatores que impedem a família a tomar novas decisões de CAPEX, todos os respondentes afirmaram que a preocupação com o aumento no endividamento é o fator mais relevante. Um dos respondentes afirmou que “o que impede a empresa investir mais é a posição mais conservadora no grau de endividamento, limitado a 1x EBITDA”, enquanto outro respondente afirmou que “há um medo do endividamento crescer e não gerar resultado para pagar”.

As respostas acima sugerem que os membros da família também analisam fatores quantitativos baseados na maximização dos valores, em linha com a teoria clássica de maximização do valor. Entretanto, como a decisão final é de responsabilidade dos membros da família, o nível de aversão ao risco se torna um dos critérios mais importantes no momento da tomada de decisão, mesmo quando os critérios quantitativos são favoráveis ao investimento.

Essas conclusões estão em conectadas aos resultados de pesquisa encontrados por Gómez-Mejía et. al (2007), Chrisman et al. (2011) e Hiebl et al. (2013), que mostram que empresas familiares evitam riscos que possam interferir na performance da empresa e prejudicar a riqueza socioemocional dos membros da família. Além disso, a interferência da família na decisão final e a forte preocupação com o risco financeiro do negócio, corrobora para a afirmação do questionário FIBER de que “emoções e sentimentos da família geralmente afetam o processo decisório do negócio”.

ANEXO 1 – QUESTIONÁRIO ELETRÔNICO INICIAL APLICADO ÀS EMPRESAS DE INICAPITAL FECHADO

Pergunta	Alternativas
1. Qual o nome da sua empresa?	Formato livre
2. Qual o seu cargo?	Analista
	Supervisor / Coordenador / Gerente
	Diretor
	CEO / C-level
	Conselheiro
3. A sua empresa é caracterizada como uma INDÚSTRIA e possui CAPITAL FECHADO?	Sim
	Não
4. Qual é o setor de atuação da sua empresa?	Energia
	Materiais de base
	Bens Industriais
	Bens de consumo básicos
	Alimentos
	Saúde
	Financeiro
	TI
	Telecomunicações
	Utilidades
	Imobiliária
	Outro
5. Quantos funcionários a empresa possui?	Até 19 funcionários
	De 20 a 99 funcionários
	De 100 a 499 funcionários
	Mais de 500 funcionários
6. Qual foi a receita líquida da sua empresa em 2020?	Abaixo de 360 mil
	De R\$ 360 mil a R\$ 4,8 milhões
	De R\$ 4,8 a R\$ 6,0 milhões
	De R\$ 6,0 a R\$ 20,0 milhões
	De R\$ 20,0 a R\$ 50,0 milhões
	De R\$ 50,0 a R\$ 300,0 milhões
	Acima de R\$ 300 milhões
7. Em relação aos investimentos feitos em 2020, quanto foi investido em CAPEX, em percentual da receita líquida?	Zero, não fizemos investimentos em 2020
	Entre 0,1% e 2%
	Entre 2,1% e 4%

	Entre 4,1% e 6%
	Entre 6,1% e 8%
	Entre 8,1% e 10,0%
	Acima de 10,0%
	Não sei / prefiro não informar
8. Em relação aos investimentos da empresa em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I): *pergunta em escala Likert	Nós nos consideramos uma empresa inovadora A nossa empresa geralmente é a primeira a lançar produtos e serviços no nosso segmento de atuação Competidores nos reconhecem como líder em inovação
9. Em relação apenas aos investimentos da empresa em máquinas, equipamentos e instalações físicas (ou CAPEX): *pergunta em escala Likert	Nós nos consideramos uma empresa com máquinas e equipamentos modernos A nossa empresa geralmente é a primeira do segmento a investir em novas tecnologias de produção Competidores reconhecem nossos processos produtivos, máquinas e equipamentos como referência no segmento
10. A empresa que você trabalha é considerada familiar?	Sim Não
11. Os membros da família possuem, em conjunto, mais de 50% do capital social total da empresa?	Sim Não Não sei / prefiro não informar
12. Em relação à influência familiar na empresa, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa: *pergunta em escala Likert	A maioria das ações da empresa são de propriedade dos membros da família. No negócio, a maioria das posições executivas são ocupadas por membros da família. O quadro de diretores é majoritariamente composto por membros da família.
13. Em relação à identificação dos membros da família com a empresa, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa: *pergunta em escala Likert	Os membros da família possuem um forte senso de pertencimento à firma. Os membros da família sentem que o sucesso do negócio representa também os seus próprios sucessos. Ser um membro da família no negócio nos ajuda a definir quem nós somos.

	Os membros da família são orgulhosos em contar aos outros que nós somos parte do negócio.
14. Em relação aos laços sociais da família, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa: *pergunta em escala Likert	<p>No negócio, os empregados não pertencentes à família são tratados como se fossem parte da família</p> <p>No negócio, as relações contratuais são geralmente baseadas na verdade e normas de reciprocidade</p> <p>Construir fortes relações com outras instituições (por exemplo: outras companhias, associações, órgãos governamentais) é importante ao negócio</p>
15. Em relação ao apego emocional de membros da família, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa: *pergunta em escala Likert	<p>Emoções e sentimentos geralmente afetam o processo decisório do negócio</p> <p>Proteger o bem-estar dos membros da família é fundamental para nós</p> <p>No negócio, as considerações afetivas da família são frequentemente tão importantes quanto as considerações baseadas em dados econômicos</p> <p>Fortes laços emocionais entre os membros da família nos ajudam a manter um autoconceito positivo</p>
16: Em relação à sucessão do negócio, aponte como cada uma das frases abaixo se adequa à sua empresa: *pergunta em escala Likert	<p>Dar continuidade ao legado da família e à sua tradição é uma meta importante para o negócio da família</p> <p>Os membros da família provavelmente são avessos à ideia de vender o negócio da família</p> <p>A transferência do negócio para a próxima geração de forma bem-sucedida é uma meta importante para os membros da família</p> <p>A preservação do controle familiar e da independência são metas importantes para o negócio</p>

FONTE: Elaborado pelo autor

ANEXO 2 – QUESTIONÁRIO ELETRÔNICO COMPLEMENTAR APLICADO ÀS EMPRESAS DE INICAPITAL FECHADO

Pergunta	Alternativas
1. Qual o nome da sua empresa?	Formato livre
2. Como os membros da família influenciam o processo decisório de investimentos em CAPEX?	Formato livre
3. Ao analisar um possível investimento em CAPEX, quais são as principais variáveis e critérios considerados pela empresa no processo decisório (ex.: indicadores financeiros, relacionamento com fornecedores, custo, etc.)?	Formato livre
4. Quais os principais fatores que impedem a empresa de investir ainda mais em CAPEX?	Formato livre
5. Qual o principal receio dos membros da família na aquisição de ativos de alto valor?	Formato livre
6. Os últimos investimentos em CAPEX foram feitos, na média, para aumentar a capacidade produtiva ou para melhorar a tecnologia já existente?	Formato livre
7. De forma resumida, como está estruturado o processo decisório de investimentos em CAPEX?	Formato livre