

HETEROGENEIDADE EM DECISÕES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES

THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO -
FEA

thiagogoesadm@gmail.com

Introdução

Empresas familiares possuem uma considerável aversão ao risco. Essa aversão ao risco relacionada ao capital familiar possui relação com dois itens. O primeiro deles é que empresas familiares comumente possuem o interesse de que a empresa continue sob o controle da família (Anderson & Reeb, 2003; Zellweger, 2007; Miller et al. 2011). O segundo item consiste no impacto da riqueza sócio emocional (SEW) nas decisões financeiras (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998; Berrone et al., 2012). Diante torna-se importante compreender como empresas familiares de tipos diferentes tomam decisões de investimento.

Problema e Objetivo de Pesquisa

A estrutura de propriedade e controle familiar e a riqueza socioemocional são características consideradas determinantes para a heterogeneidade presente dentro da categoria de empresas familiares (Chrisman et al., 2011; Chua et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012). Esta heterogeneidade entre as empresas familiares e as diferenças inerentes entre estas e as não familiares tendem a conduzir as decisões financeiras (Anderson et al., 2012). Cabe ressaltar que existem poucos estudos sobre empresas familiares no Brasil, sobretudo estudos que possuem como ênfase as finanças corporativas.

Fundamentação Teórica

As duas primeiras hipóteses da pesquisa a serem testadas consistem no impacto da crise econômica de 2008 (global) e a partir de 2012 (declínio da economia nacional) sobre os investimentos (Gonçalves e Guimarães, 2015). As demais hipóteses referem-se às análises do impacto da combinação entre a propriedade familiar e as características estruturais da empresa (oportunidade de crescimento, tamanho, fluxo de caixa e tangibilidade) assim como as características dos gestores (geração e perfil de aptidão ao risco) (Chrisman & Patel, 2012).

Metodologia

A primeira parte consiste em uma pesquisa quantitativa que busca compreender as relações causais dos vários tipos de estrutura e controle de propriedade familiar (heterogeneidade) na política de investimentos de empresas brasileiras de capital aberto. A amostra consiste de empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa. A segunda parte consiste em um estudo de múltiplos casos. A escolha por um estudo de caso múltiplo refere-se à importância e poder de explicação para fenômenos em tempo real, ou seja, responder os chamados *why* e *how* de um dado evento (Yin, 1981; Eisenhardt, 1989).

Análise dos Resultados

Os resultados deste estudo devem oferecer contribuições teóricas e práticas. Na perspectiva teórica espera-se estender os modelos propostos por Anderson et al. (2012) e Chrisman & Patel (2012) para as decisões de investimento em empresas familiares, agrupando o contexto de crise como um elemento regulador dessas decisões. Os resultados esperados devem apresentar que empresas familiares apresentem tanto variação nas decisões de investimento em relação às empresas não familiares quanto em relação à diferentes tipos de empresas familiares.

Conclusão

Não foram feitas análises iniciais.

Referências Bibliográficas

- Chrisman, J. J., Patel, P. C. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55 (4), 975-997.
- Chrisman, J. J., Sharma, P., Steier, L. P., Chua, J. H. (2013). The influence of family, goals, governance and resources on firm outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39, 1249-1261.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., De Massis, A. (2015) A closer look at socioemotional wealth: its flows, stocks, and prospects for moving forward. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 39 (2)173-182.

HETEROGENEIDADE EM DECISÕES DE INVESTIMENTO DE EMPRESAS FAMILIARES

INTRODUÇÃO

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

A partir deste cenário de influência sobre as políticas de investimento, muitas teorias foram construídas ao longo do tempo. Foram incorporadas as características das firmas como tangibilidade e como a presença desse item auxiliaria as empresas na menor dependência de seu fluxo de caixa e na maior possibilidade de obtenção de recursos externos (Almeida & Campello, 2007). Além de características estruturais, o excesso de confiança dos gestores também passou a ser utilizado. Heaton (2002) e Malmendier e Tate (2005) encontraram que gestores com excesso de confiança são altamente sensíveis ao fluxo de caixa para a realização de investimentos, pois preferem obter ganhos que não serão compartilhados com outros stakeholders (credores e acionistas). Como trabalhos complementares de análise ao excesso de confiança em decisões de investimento estão os trabalhos que analisam a estrutura de propriedade familiar que é baseada, especialmente, nos critérios de perpetuidade e desejo pela manutenção do controle (Anderson et al., 2012; Chua, Chrisman & De Massis, 2015).

A estrutura de propriedade e controle familiar e a riqueza socioemocional são características consideradas determinantes para a heterogeneidade presente dentro da categoria de empresas familiares (Chrisman, Chua & Steier, 2011; Chua, Chrisman, Steier, & Rau, 2012; Chrisman & Patel, 2012). Esta heterogeneidade entre as empresas familiares e as diferenças inerentes entre estas e as não familiares tendem a conduzir as decisões financeiras (Anderson, Duru & Reeb, 2012). Além destes fatores internos, o cenário macroeconômico e institucional vigente também tende a afetar as decisões e o comportamento dos agentes (Ellul, Pagano e Panuzi, 2010). Diante destes fatores a questão de pesquisa dedica-se a compreender como as decisões de investimento das empresas familiares ocorrem em diferentes situações, sobretudo em um contexto de crise econômica.

PROBLEMA E OBJETIVO DA PESQUISA

Várias hipóteses teóricas afirmam que as empresas familiares são consideradas menos avessas ao risco, o que em tese fomentaria um menor grau de inovações. Não obstante, caso a família tivesse grande interesse em inovar, isso seria feito de forma mais rápida pela menor burocracia e maior poder de decisão que a família possui nessas empresas (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003; Chrisman, Sharma, Steier & Chua, 2013). Empresas familiares realizam investimentos considerados mais seguros ao longo do tempo e que mantenham a empresa sob o controle da família e evitam investimentos que ponham em perigo seu capital familiar (Miller, Le Breton-Miller & Lester, 2011; Patel & Cooper, 2014).

Essa aversão ao risco relacionada ao capital familiar possui relação com dois itens. O primeiro deles é que empresas familiares comumente possuem o interesse de que a empresa

continue sob o controle da família (Anderson & Reeb, 2003; Zellweger, 2007; Miller et al. 2011). Ante esse objetivo, do controle sobre as decisões e da não existência do conflito de agência I, as empresas familiares poderão realizar investimentos com maior eficiência (NPV positivo) e mitigar o comportamento míope dos gestores (no que se refere aos grandes investimentos) mesmo possuindo um comportamento de investimentos mais conservador do que empresas não familiares (James, 1999; Anderson & Reeb, 2003).

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

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

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

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

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

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

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

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

Chrisman e Patel (2012) corroboraram essa afirmação ao apresentarem em quais contextos a riqueza socioemocional faria com que as empresas familiares investissem mais ou menos do que as empresas não familiares. As empresas familiares apresentam um comportamento não linear de investimentos, diferentemente das empresas não familiares (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Gomez-Mejia, Campbell, Martin, Hoskisson, Makri & Sirmon 2013). Enquanto as empresas não familiares possuem um comportamento de investimento com quedas graduais ao longo do tempo (apenas com investimentos incrementais), as empresas familiares, baseadas na riqueza socioemocional, investem volumes maiores conforme estão longe da média dos resultados das demais empresas e quando estão acima da média das demais empresas. Isso quer dizer que as empresas familiares realizam investimentos maciços quando estão longe de um ponto alvo (que pode ser dado pela média das empresas do setor) e quando ultrapassam esse ponto alvo elas tendem a investir mais para garantir essa posição. Além disso, esse pensamento de longo prazo também se aplica ao ideal de perpetuidade das empresas ao longo do tempo (Anderson et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012).

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

O objetivo principal da pesquisa consiste em analisar a influência da estrutura de propriedade e controle familiar, o impacto dos diferentes tipos de empresas familiares

(heterogeneidade) e a influência da riqueza socioemocional (SEW) nas políticas de investimento das empresas brasileiras. Como objetivos específicos buscar-se-á:

- a) Analisar os impactos da estrutura de propriedade e controle familiar nas decisões de investimento em CapEx e P&D em períodos de crise econômica e em períodos sem crise econômica.
- b) Analisar como a heterogeneidade das empresas familiares afeta as decisões de investimento em CapEx e P&D em períodos de crise econômica e em períodos sem crise econômica.;
- c) Analisar a influência da riqueza socioemocional para as decisões de investimento das empresas familiares em períodos de crise econômica e em períodos sem crise econômica.

PROPOSIÇÕES TEÓRICAS

As duas primeiras hipóteses da pesquisa a serem testadas consistem no impacto da crise econômica de 2008 sobre os investimentos. A partir da Crise Financeira de 2008, o Brasil sofreu impactos severos (como todo o globo) em 2009, mas adotou políticas anticíclicas que resultaram na volta do crescimento no ano de 2010. Contudo, a economia desacelerou e a inflação voltou a subir após 2011 (Gonçalves, 2015; Gonçalves & Guimarães, 2015). Portanto, a primeira hipótese visa compreender como a percepção de uma crise global afetou as decisões de investimento das empresas familiares.

Proposição 1 – Após a crise de 2008, as empresas familiares passaram a realizar investimentos menores do que as não familiares pela percepção de um contexto de crise.

Entende-se que empresas familiares são propensas a realizar investimentos maiores em capex do que as empresas não familiares (Blanco-Mazagatos et al., 2010; Anderson et al., 2012). Todavia, a partir de uma percepção de que se está passando por uma crise, as decisões tenderão a ser mais conservadoras. Em um ambiente de crise econômica, as empresas familiares possivelmente vão agir visando minimizar o risco de seus investimentos consequentemente aportando menos recursos para estes fins (Miller et al., 2011).

Proposição 2 - Após os impactos serem presenciados na economia nacional a partir de 2011, os investimentos das empresas familiares passaram a ser menores do que nos períodos de percepção de crise (2008-2010) e também menores do que os investimentos das empresas não familiares.

Uma crise econômica pode impelir aos agentes um contexto grave de restrição de crédito, em que ocorre uma perda sensível de liquidez e a capacidade de endividamento diminui (Campello et al., 2010). A restrição externa e interna diminui substancialmente a capacidade de investimentos das firmas e faz com que elas tenham que recorrer ao uso do fluxo de caixa para a realização destes gastos, o que tende a reduzir a quantidade de gastos com máquinas, equipamentos e P&D (Almeida & Campello, 2007; Campello et al., 2010). Diante disso, algumas características conservadoras presentes nas empresas familiares podem ficar ainda mais acentuadas (Chua et al. 2013).

A terceira hipótese a ser testada consiste em analisar o impacto combinação entre a propriedade familiar e as características estruturais da empresa (oportunidade de crescimento, tamanho, fluxo de caixa e tangibilidade)

Proposição 3 – A combinação entre a variável familiar e as variáveis estruturais (variáveis financeiras) possuem impacto negativo para as políticas de investimento.

Segundo Chrisman e Patel (2012) e Patel e Cooper (2014) as empresas familiares possuem investimentos não lineares e esses investimentos tendem a ter quedas acentuadas conforme essas empresas chegam próximas aos seus objetivos econômicos. A este comportamento pode-se atribuir a visão baseada em resultados passados do comportamento planejado de Ajzen (1991) e Ouellette e Wood (2001) em que os agentes baseiam suas ações futuras em crenças de que os resultados se manterão perenes ao longo do tempo. Somando isso ao contexto de percepção de crise a partir de 2008 e de crise real a partir de 2011, as empresas poderão buscar apenas a manutenção dos resultados já alcançados sem incorrer em grandes investimentos em bens de capital.

A terceira hipótese a ser testada consiste em analisar a interação da estrutura de propriedade com a idade da firma (proxy para perpetuidade) e seus impactos nas decisões de investimento.

Proposição 4 – A combinação entre a variável relativa a propriedade familiar e a idade da empresa (como proxy para perpetuidade) terá impacto positivo nas decisões de investimento.

A partir das particularidades mencionadas anteriormente para as empresas familiares como o foco no longo prazo e decisões que visem a manutenção da propriedade sob o controle da família (Miller et al., 2007), espera-se que as empresas familiares conforme avançam em termos de período de existência podem aumentar seus investimentos visando melhores resultados para a empresa (ganhos econômicos) e para a família (ganhos não econômicos).

Proposição 5 – Ao separar as amostras em empresas com resultados abaixo e acima de um dado ponto alvo (mediana do setor das empresas da amostra), tanto a variável familiar quanto a variável de interação entre propriedade familiar e idade terão impactos positivos na amostra com receitas abaixo da mediana.

Tomando como base os aspectos latentes do conceito de riqueza socioemocional como a valorização do patrimônio da família e a busca pela maximização da riqueza para os membros da família (Chrisman & Patel, 2012; Miller et al., 2010; Patel & Cooper, 2013; Sharma & Salvato, 2011) espera-se que em um momento de problemas financeiros enfrentados pela empresa ela busque agir com menos conservadorismo em decisões financeiras visando os ganhos futuros. A respeito da idade, esta variável funciona como uma proxy para a busca pela perenidade, portanto também agirão de forma mais agressiva diante de resultados insatisfatórios.

Proposição 6 – A combinação entre a variável familiar e as variáveis estruturais possuem impacto negativo para as políticas de investimento mesmo separando as amostras em dois segmentos.

Como bens de capital e P&D apresentam gastos elevados e de imobilização do capital espera-se que as empresas mais tangíveis ou com maior tamanho não realizem esses investimentos de forma corriqueira. Apesar de empresas mais tangíveis ou grande robustez em termos de tamanho sofrerem menos problemas de uma possível restrição de crédito (Almeida & Campello, 2007; Campello et al., 2010) os investimentos em bens de capital não serão realizados a todo momento. Unindo essa característica aos conceitos de riqueza socioemocional, pode-se dizer que as empresas não realizarão investimentos quando considerarem que seu tamanho é satisfatório (Chua et al., 2015), sobretudo em um período de crise. Portanto, mesmo diante de resultados insatisfatórios em termos de receitas, caso o tamanho da empresa seja considerado satisfatório pela família, sua política de investimentos não sofrerá impactos positivos.

Proposição 7 – A separação de empresas por categorias diferentes, tais como a presença do fundador no controle da empresa, geração presente no comando da empresa e existência de um membro externo no controle da empresa apresentará decisões de investimento diferentes (heterogeneidade).

Espera-se que fundadores ajam visando a perpetuidade da empresa (realizando maiores investimentos, mesmo em um período de crise), outros membros da família tenham visões mais conservadoras sobre os investimentos (agravadas em um período de crise) e membros externos a família no controle realizem investimentos similares aos investimentos das empresas não familiares (Anderson et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012). Esta proposição está fortemente embasada nos conceitos de heterogeneidade em empresas familiares, visto que quando membros da família estão no controle da organização existe maior probabilidade de ações com aversão ao risco (Chua et al., 2012), mas quando o fundador está presente a probabilidade de que a empresa esteja baseada por uma visão de longo prazo aumenta (Chrisman & Patel, 2012).

A partir destas proposições, a proposta final deste trabalho consiste em agrupar três conjuntos teóricos, os quais são os relacionados à estrutura e controle familiar, a teoria do comportamento planejado e o embasamento teórico referente a riqueza socioemocional. A partir disso

METODOLOGIA

Design da pesquisa quantitativa

A pesquisa subdivide-se em duas partes visando atender as oito proposições e aos três objetivos propostos anteriormente. A primeira parte consiste em uma pesquisa quantitativa que busca compreender as relações causais dos vários tipos de estrutura e controle de propriedade familiar (heterogeneidade) na política de investimentos de empresas brasileiras de capital aberto. A amostra consiste de empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa. Serão retiradas as empresas de utilidade pública, bem como empresas financeiras (Anderson & Reeb, 2003; Anderson et al., 2012). O total das empresas excluindo as empresas financeiras e de utilidade pública consiste em um total de 230 empresas. Essas empresas terão seus resultados financeiros analisados durante o período que compreendeu 2005-2016. Estarão contemplados os períodos de percepção da crise em 2008-2009 (devido à Crise Global em 2008) e o período de desaleração da economia nacional a partir e 2011 (Gonçalves & Guimarães, 2015).

As etapas para a realização da pesquisa quantitativa consistem nas seguintes:

1. Testes das diferenças entre os valores investidos em Capex e P&D das empresas familiares e não familiares em todo o período da pesquisa (2005-2016), assim como nos períodos pré-crise, durante o período de percepção da crise (2008-2009) e após o início do declínio econômico brasileiro (após 2011).
2. Verificação do impacto da variável empresa familiar nas decisões de investimento em Capex e P&D (além do Investimento Total) por meio de regressões múltiplas que segundo Wooldridge (2014) funcionam para testar o impacto de várias variáveis sobre uma variável dependente em uma relação simultânea.

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. Capex}_{it} \\ &= \alpha_{it} + \beta_{FAM}(\text{Familiar})_{it} + \beta_{Control}(\text{Variáveis de controle})_{it} \\ &+ \varepsilon_{it} \quad ((1)) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. P\&D}_{it} \\ &= \alpha_{it} + \beta_{FAM}(\text{Familiar})_{it} + \beta_{Control}(\text{Variáveis de controle})_{it} \\ &+ \varepsilon_{it} \quad ((2)) \end{aligned}$$

$$Inv.Total_{it} = \alpha_{it} + \beta_{FAM}(Familiar)_{it} + \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \quad ((3))$$

Em que:

Índice de Inv. Capex – taxa de investimento em Capex da empresa i no ano t pelo total de investimentos da empresa i no ano t .

Índice de Inv. P&D – taxa de investimento em P&D da empresa i no ano t pelo total de investimentos da empresa i no ano t .

Inv. Total – taxa de investimento total da empresa i no ano t pelo total de ativos da empresa.

Familiar – empresas em que a família possui acima de 20% da propriedade (La Porta et al., 1999) somada à presença de membros da família nos cargos de direção (Anderson & Reeb, 2003) e/ou presença de membros na presidência ou vice-presidência do conselho.

Variáveis de controle – tamanho, tangibilidade, idade, receitas, market-to-book.

3. Descrição do impacto da interação da variável empresa familiar com as variáveis estruturais da empresa (tamanho, receitas, idade e oportunidades de crescimento).

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. Capex}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{FAM}(Family)_{it} + \beta_{Interação}(Variáveis\ de\ Interação)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad ((4))$$

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. P\&D}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{FAM}(Family)_{it} + \beta_{Interação}(Variáveis\ de\ Interação)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad ((5))$$

$$\begin{aligned} Inv.Total_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{FAM}(Family)_{it} + \beta_{Interação}(Variáveis\ de\ Interação)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad ((6))$$

Em que:

Variáveis de interação – podem ser descritas como a multiplicação da variável Empresa Familiar pelas outras variáveis, como pode ser visto pelo seguinte exemplo:

$$Family * Size_{it} = Family_{it} * Size_{it} \quad (7)$$

Segundo Wooldridge (2014), as variáveis de interação são importantes para captar as diferenças que a união de duas variáveis pode causar no modelo. Minimiza o problema de variável omitida.

4. Identificação do impacto da heterogeneidade das empresas familiares (em relação ao proprietário principal) nas políticas de investimento. Os modelos foram construídos a partir de menções sobre fundadores, membros da família e membros externos a família no controle (Anderson et al., 2012, Chrisman & Patel, 2012; Chua et al., 2012)

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. Capex}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{LoneFounder}(Lone\ Founder)_{it} + \beta_{Other}(Other)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. P\&D}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{LoneFounder}(Lone\ Founder)_{it} + \beta_{Other}(Other)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. Total}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{LoneFounder}(Lone\ Founder)_{it} + \beta_{Other}(Other)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (10)$$

Em que:

Lone Founder – fundador como proprietário (acima de 20% da propriedade).

Other – outros membros da família como proprietários (acima de 20% da propriedade).

5. Identificação do impacto da heterogeneidade das empresas familiares (em relação ao CEO da empresa) nas políticas de investimento.

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. Capex}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{Family}(Family)_{it} + \beta_{LoneFounder}(Lone\ Founder)_{it} \\ &+ \beta_{OtherFamily}(Other\ Family)_{it} \\ &+ \beta_{CEO\ Professional}(CEO\ Professional)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} \\ &+ \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (11)$$

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. P\&D}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{Family}(Family)_{it} + \beta_{LoneFounder}(Lone\ Founder)_{it} \\ &+ \beta_{OtherFamily}(Other\ Family)_{it} \\ &+ \beta_{CEO\ Professional}(CEO\ Professional)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} \\ &+ \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (12)$$

$$\begin{aligned} \text{Índice Inv. Total}_{it} &= \alpha_{it} + \beta_{Family}(Family)_{it} + \beta_{LoneFounder}(Lone\ Founder)_{it} \\ &+ \beta_{OtherFamily}(Other\ Family)_{it} \\ &+ \beta_{CEO\ Professional}(CEO\ Professional)_{it} \\ &+ \beta_{Control}(Variáveis\ de\ controle)_{it} \\ &+ \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (13)$$

Em que:

Family – empresa com 20% de propriedade sob a posse de uma família [segundo estritamente a proposição de La Porta et al. (1999)].

Lone Founder – fundador como CEO.

Other Family – outro membro da família como CEO.

CEO Professional – agente externo à família.

6. Identificar se as empresas familiares apresentam diferenças quando estão em situação de estresse financeiro (dificuldades financeiras) e/ou resultados inferiores aos seus concorrentes. Para esta etapa usar-se-ão todas as equações propostas anteriormente com duas separações amostrais: a) separar entre empresas passando por financial stress e em boas condições; b) separar entre empresas com resultados inferiores a mediana dos concorrentes e empresas com resultados superiores aos seus concorrentes.
7. Como testes de robustez analisar-se-ão os investimentos em relação ao setor de atuação da empresa (SIC Code) comparados às oportunidades de crescimento. A partir das análises de D’Mello e Miranda (2010), é possível encontrar que empresas que investem mais que suas concorrentes - mesmo tendo baixas oportunidades de crescimento - são consideradas empresas menos avessas ao risco. Portanto, uma das mensurações consiste em separar por quartis superiores e inferiores à mediana do setor de cada uma das empresas e verificar se suas oportunidades de crescimento são condizentes com as decisões de investimentos. Após essa análise descritiva, realizar uma regressão logística para verificar a probabilidade de uma empresa familiar possuir ou não aversão ao risco.

$$P(\text{Optimistic Investment}) = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \beta_1 \text{Family} + \beta_2 \text{Control})}} \quad (14)$$

Design da pesquisa qualitativa

Para a primeira etapa somente serão selecionadas empresas de capital aberto, listadas na bolsa de valores (BM&FBovespa), portanto existe a necessidade de encontrar a heterogeneidade em empresas de capital fechado. As empresas familiares de capital fechado compõem a maior parte das empresas familiares e no tocante a elas existem dificuldades latentes para a obtenção de dados (Shanker & Astrachan, 1996).

Além disso, quando a propriedade está fortemente concentrada na mão de uma família os elementos ligados a riqueza socioemocional, ao altruísmo em relação à gestão da empresa e a busca do aumento dos ganhos econômicos da família são preponderantes (De Massis et al., 2013; Gomez-Mejia et al., 2012; Shulze et al., 2001). Diante da necessidade de identificar como aspectos como heterogeneidade, riqueza socioemocional e a base comportamental afetam as decisões de investimento em empresas de capital fechado, a opção que mais se adequa aos objetivos consiste em um estudo de caso múltiplo para compreender como são os processos decisórios de investimento. Estudos de casos em empresas familiares são recomendados, segundo De Massis et al. (2014), devido ao campo de empresas familiares englobarem muitos aportes teóricos e níveis de análise.

O modelo conceitual está baseado nos trabalhos de Ajzen (2002), Anderson et al. (2012), Berrone et al. (2012), Chrisman e Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2013). Os trabalhos desses autores focaram em companhias de capital aberto e estrutura de propriedade dispersa e apresentaram relações causais entre características de empresas familiares e decisões de investimento. Diante disso, o foco deste trabalho é a ampliação das características explanadas por esses autores para o contexto das empresas familiares de capital fechado em um momento de crise econômica. Tanto as empresas de capital fechado quanto a situação econômica do país não

foram pesquisadas por esses autores. A figura 1 apresenta a estrutura do modelo conceitual a partir das obras desses autores.

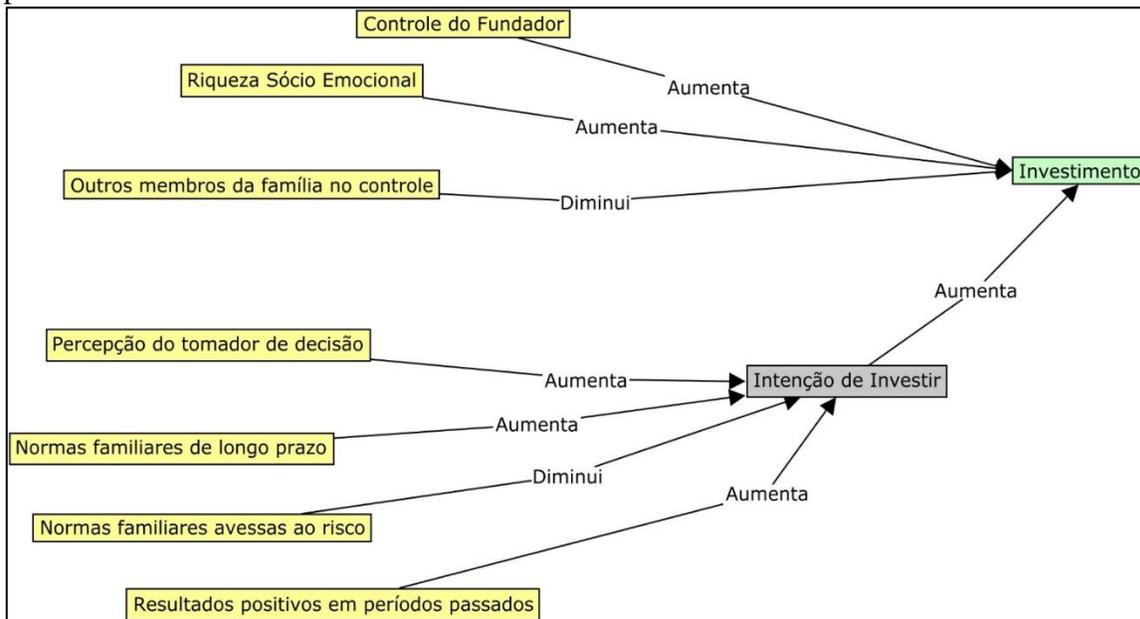


Figura 1: Modelo conceitual a partir de Ajzen (2002), Anderson et al. (2012), Chrisman e Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2012)

Fonte: elaborado pelo autor.

Os construtos e fatores relevantes desse modelo conceitual estão dispostos a seguir:

- a) **Decisões de investimento:** são decisões estratégicas que direcionam o gasto do capital próprio da empresa (ou oriundo de fontes externas de recursos). Comumente as quatro grandes fontes de destino dos recursos são: Capex (bens e equipamentos), P&D, Capital de Giro e Aquisições (Berk & De Marzo, 2000; Anderson et al., 2012). Geralmente as decisões de investimento e seus condicionantes são analisadas a partir de dados ex-post como mencionado por Almeida e Campello (2007). Contudo, alguns trabalhos buscam analisar como é o processo decisório para a realização de investimentos como é o caso do trabalho de Campello et al. (2010) em que eles analisam o comportamento dos tomadores de decisão de empresas situadas em vários países no período subsequente à deflagração da Crise de 2008.
- b) **Estrutura de propriedade com controle do fundador:** definir a estrutura de propriedade familiar é um dos itens de compreensão mais complexa na literatura de empresas familiares (Sharma, 2004). Mesmo diante desse dilema, trabalhos como o de Anderson e Reeb (2004), Miller et al. (2011), Chrisman e Patel (2013) criam formas de operacionalizar essa variável. Para eles, ao analisar o mercado de capitais americano, empresas acima de 5% de percentual de propriedade com posse de uma família, bem como a ocupação do cargo de CEO por um membro da família (seja o fundador ou outro membro da família) faria com que essa empresa pudesse ser classificada como uma empresa familiar. Portanto, empresas familiares controladas pelo fundador são aquelas em que o fundador possui a maior parte das ações da família. Os impactos do controle do fundador são comumente positivos, pois entende-se que fundadores possuem uma visão de longo prazo superior aos outros membros da família (Anderson et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012).

- c) Estrutura de propriedade com controle de outros membros da família: consiste em uma empresa familiar na qual o controle acionário está sob posse de outros membros da família que não sejam fundadores. Os impactos desse tipo de estrutura de controle frequentemente apresentam resultados negativos para as decisões de investimento. Quando o controle passa do fundador para outros membros da família, as decisões de investimento e estratégicas da organização tendem a ser baseadas mais na aversão ao risco do que na visão de longo prazo (Chrisman & Patel, 2012; Gomez-Mejia et al., 2012).
- d) Riqueza socioemocional: baseia-se principalmente em aspectos não econômicos tais como a necessidades de pertencimento, afeto e intimidade; continuidade dos valores da família por meio da empresa; perpetuação da dinastia familiar; status social; preservação do capital social da família; obrigações familiares baseadas em laços de sangue; e capacidade de agir de forma altruísta com os membros da família usando recursos da empresa (Berrone et al., 2012).
- e) Percepção do tomador de decisão: a percepção do tomador de decisão consiste nas pretensões que o tomador de decisão possui. O tomador de decisão pode acreditar ser capaz de alcançar um dado resultado e quanto maior for essa crença, mais facilmente ele tomará determinadas decisões (Ajzen, 1991; Ajzen, 2002; Heaton, 2002).
- f) Normas familiares: normas familiares derivam das normas subjetivas definidas por Ajzen (1991) como sendo as pressões sociais percebidas pelos agentes para que um dado comportamento seja ou não realizado. Elas foram adaptadas para normas familiares no trabalho de Koropp et al. (2014) e divididas em normas familiares com preferências de longo prazo e normas familiares avessas ao risco. Normas familiares que buscam o longo prazo determinam decisões financeiras mais arriscadas buscando o crescimento do negócio e a perenidade da família no controle. Normas familiares avessas ao risco dificultam a tomada de decisões financeiras arriscadas (Koropp et al., 2014).
- g) Resultados passados: Aarts et al. (1998) e Ouelette e Wood (1998) sugerem que a relação forte e consistente entre o comportamento passado e futuro deve-se ao processo de criação de hábitos. Portanto, espera-se que a correlação observada entre a frequência do comportamento antes e depois derive dos resultados positivos alcançados anteriormente (Ouelette & Wood, 1998; Ajzen, 2002).

O método escolhido será o de múltiplos casos. A escolha por um estudo de caso múltiplo refere-se a importância e poder de explicação para fenômenos em tempo real, ou seja, responder os chamados *why* e *how* de um dado evento (Yin, 1981; Eisenhardt, 1989). Especificamente para empresas familiares, um estudo de caso múltiplos se torna importante para criar caminhos alternativos de análise para determinadas variáveis, assim como iniciar a construção teórica sobre características específicas de uma empresa familiar com maior profundidade (De Massis et al. 2014). Tal apontamento fica claro na pesquisa de Dyck et al. (2002) em que eles analisam através de um estudo de caso longitudinal todo o timing, o processo de comunicação e as técnicas empregadas em um processo sucessório malsucedido.

Eisenhardt (1988) aponta que um estudo de caso múltiplo deve contemplar de 4 a 10 casos. Essa quantidade proporcionaria maior poder de replicação, assim como maior poder para apreender características específicas das empresas. Para esta pesquisa serão selecionadas 9 empresas de capital fechado. Essas 9 empresas serão segmentadas em três tipos de empresas: a) empresas controladas por seus fundadores; b) empresas controladas por outros membros da família; c) empresas controladas por um CEO externo à família. Esta separação está

fundamentada em Chrisman & Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2012), pois empresas com perfis diferentes de tomadores de decisão podem apresentar aspectos totalmente diferentes entre si para as decisões de investimento. A isso se deve tanto as características comportamentais do tomador de decisão, bem como o impacto da riqueza socioemocional nas decisões de investimento. A figura 2 apresenta os blocos de empresas que serão analisadas dentro de um contexto maior, ou seja, a Crise Econômica.



Figura 2 – Blocos de empresas analisadas.

Espera-se com esses dois tipos de métodos de pesquisa (quantitativo e qualitativo) alcançar resultados sobre os impactos das especificidades do comportamento familiar nas decisões de investimento. Como decisões de investimento são afetadas por vários fatores inerentes as organizações, a ideia de unir esta metodologia é conseguir o maior número de variáveis em empresas de capital aberto e fechado.

RESULTADOS ESPERADOS

Os resultados deste estudo devem oferecer contribuições teóricas e práticas. Na perspectiva teórica espera-se estender os modelos propostos por Anderson et al. (2012) e Chrisman & Patel (2012) para as decisões de investimento em empresas familiares, agrupando o contexto de crise como um elemento regulador dessas decisões. Os resultados esperados são de que empresas familiares apresentem tanto variação nas decisões de investimento em relação às empresas não familiares quanto em relação à diferentes tipos de empresas familiares.

Além disso, ao trabalhar a SEW, mais duas contribuições são esperadas, a primeira é a validação de uma medida para o construto, conforme sugerido por Berrone et al. (2012) e Le Breton-Miller & Miller (2014) e a segunda é a compreensão do papel que a SEW exerce no processo decisório sobre investimentos. Quanto às contribuições práticas, os resultados deste estudo devem ajudar os tomadores de decisão a lidar melhor com a dinâmica da família e sua interferência nas decisões estratégicas da empresa. Do lado das empresas, esperamos ajuda-las a compreender como criar um ambiente que melhore as decisões de investimentos em um ambiente de empresa familiar, como também minimizar os efeitos negativos da SEW e maximizar os positivos.

REFERÊNCIAS

- Agca, S., Mozumdar, A. (2008). The impact of capital market imperfections on investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking and Finance*, 32, 207–216.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational behavior and human decision processes*, 50, 179-211.
- Aldrighi, D. M., Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61 (2), 129-152.
- Almeida, H., Campello, M. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, 20 (5), 1429-1460.
- Aloui, R., Ben Aissa, M. S., Nguyen, D. K. (2015). Global financial crisis, extreme interdependences, and contagion effects: the role of economic structure? *Journal of Banking and Finance*, 35, 130-141.
- Alvarenga, G. V., Santos, C. F., Passos, M. C., De Negri, F., Cavalcante, L. R., Alves, P. (2011). Indústria automobilística e políticas anticíclicas: lições da crise. *Radar IPEA*, 7, 9-14.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.
- Anderson, R. C., Duru, A., Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744-1758.
- Alves, P. F., Gomes, N. L., Cavalcante, E. J. (2014) *Impacto do investimento em máquinas e equipamentos sobre a inovação tecnológica e a produtividade das firmas industriais brasileiras* (Texto de Discussão 1930). Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA.
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15 (1), 45-58.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2010). *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements.
- Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., Turk, T. A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34 (1), 205-214.
- Becker, G. S. A theory of competition among pressure groups for political influence. *The Quarterly Journal of Economics*, 98 (3), 371-400.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*. 25 (3), 258-279.
- Blanco-Mazagatos, V. Quevedo-Puente, E., Castrillo, L. A. (xxxx). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study. *Family Business Review*, 20 (3), 199-213.
- Bleaney, M. F. (1996). Macroeconomic stability, investment and growth in developing countries. *Journal of Development Economics*, 48, 461-477.
- Brown, J. R, Petersen, B. C. (2009). Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments. *Journal of Banking and Finance*, 33, 971-984.
- Campello, M., Graham, J. R., Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97, 470-487.
- Chrisman, J. J., Patel, P. C. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55 (4), 975-997.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Steier, L. P. (2011). Resilience of family firms: an introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Volume, 1107-1119.
- Chrisman, J. J., Sharma, P., Steier, L. P., Chua, J. H. (2013). The influence of family, goals, governance and resources on firm outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39, 1249-1261.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., De Massis, A. (2015) A closer look at socioemotional wealth: its flows, stocks, and prospects for moving forward. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 39 (2)173-182.
- Cleary, S., (1999). The relationship between firm investment and financial status. *Journal of Finance*, 54, 673–692.

- Cleary, S., (2000). The sensitivity of Canadian corporate investment to liquidity. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 17 (3), 217-232.
- Cleary, S.; Povel, P.; Raith, M., (2007). The U-shaped investment curve: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 1–40
- Corsi F. L. (2010). A crise estrutural e recuperação cíclica do capitalismo global. In.: Sala, J. B.; Gasparoto, A. L. (Org) *Relações Internacionais: polaridades e novos/velhos temas emergentes*. Marília: Oficina Universitária.
- Dudley, E. (2012). Capital structure and large investment projects. *Journal of Corporate Finance*, (xxxx)
- D'Aurizio, L., Oliviero, T., Romano, L. (2015). Family firms, soft information and bank lending in a financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 33, 279-292.
- Ellul, A. Pagano, M., Panuzi, F. Inheritance law and investment in family firms. *American Economic Review*. 100, 2414-2450.
- Fama, E. F., Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. 26.
- Fazzari, S., Hubbard R. G., Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141–206.
- Gallo, M. A., Tàpies, J., Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: financial logic and personal preferences. 17 (4), 303-318.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109, 103-121.
- Gervais, S., Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14 (1), 1-27.
- Gomez-Mejia, L. R., Campbell, J. T., Martin, G., Hoskisson, R. E., Makri, M., Sirmon, D. G. (2013). Socioemotional wealth as a mixed gamble: revisiting family firm R&D investments with the behavioral agency model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37 (6), 1351-1374.
- Gonçalves, C. E. (2015). *Too tight and too loose: monetary policy in Brazil in the last decade* (Working Paper). Disponível em: <http://www.joserobertoafonso.ecn.br/biblioteca-virtual/item/4771-monetary-policy-in-brazil-gon%C3%A7alves.html>
- Gonçalves, C. E., Guimarães, B. (2015). Sovereign default risk and commitment for fiscal adjustment. *Journal of International Economics*, 95 (1), 68-82.
- Ghosal, V.; Nair-Reichert, U. (2007). *Investments in modernization, innovation and gains in productivity: evidence from firms in the global paper industry* (Paper, n. 5.459). MPRA. Disponível em: <<http://goo.gl/VohE3N>>.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795-1809.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 33-45.
- Inoue, C. F. K. V., Lazzarini, S. G., Musachio, A. (2013). Leviathan as a minority shareholder: firm-level implications of state equity purchases. *Academy of Management Journal*, 56 (6), 1775-1801.
- James, H. 1999, Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6, 41-56.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), p. 305-360.
- Kaplan, S., Zingales, L. (1997). Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169–215
- Khotari, S.P., Laguerre, T.E., Leone, A.J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7, 355–382.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. 1999, Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Malmendier, U., Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11 (5), 649-659.
- Massell, B. F. (1962). Investment, innovation, and growth. *Econometrica*, 30 (2) 239-252.

- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella, A. A., Jr.. 2007. Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13,: 829–858.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. 2010. Family ownership and acquisition behavior in publicly traded companies. *Strategic Management Journal*, 31, 201–223.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H. (2011). Family and lone founder ownership and strategic behavior: social context, identity and institutional logics. *Journal of Management Studies*, 48 (1), 1-25.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3) 261-297.
- Moshirian, F. (2011). The global financial crisis and the evolution of markets, institutions and regulation. *Journal of Banking and Finance*, 35, 502–511.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Ouellette, J. A., Wood, W. (1998). Habit and intention in everyday life: the multiple processes by which past behavior predicts future behavior. *Psychological Bulletin*, 124, 54-74.
- Patel, P. C., Cooper, D. Structural power equality between family and non-family TMT members and the performance of family firms. *Academy of Management Journal*, 57 (6), 1624-1649.
- Reinhardt, C. M., Rogoff, K. S. (2014). Recovery from Financial Crises: evidence from 100 Episodes. *American Economic Review*, 104 (5), 50-55.
- Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. *Family Business Review*, 17 (1), 1-36.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy Management Journal*, 46 (2), 179-194.
- Shahroki, M. (2011). The global financial crises of 2007–2010 and the future of capitalism. *Global Finance Journal*, 22, 193-210.
- Shanker, M. C, Astrachan, J. H. (1996). Myths and realities: family businesses' contribution to the US economy – a framework for assessing family business statistics. 9 (2), 107-123.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2).
- Sharma, P., Salvato, C. (2011). Exploiting and exploring new opportunities over life cycle stages of family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35, 1199–1205.
- Teles, V. K., Mendonça, D. P. Política monetária em tempos de crise. *Revista Brasileira de Economia*, 67 (4), 501-519.
- Tsoutsoura, M. (2015). The effect of succession taxes on family firm investment: evidence from a natural experiment. *The Journal of Finance*, 52 (2), 649-688.
- Villalonga, B., Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Wiseman, R. M, Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 23 (1) 133-153.
- Wooldridge, J. M. (2014) *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning.
- Zellweger, T. (2007). Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20 (1), 1-15.