

## **Impacto da Heterogeneidade de Propriedade e Controle Familiar nas Decisões de Investimento**

**THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES**

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

**CLAUDIO ANTONIO PINHEIRO MACHADO FILHO**

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

## **Impacto da Heterogeneidade de Propriedade e Controle Familiar nas Decisões de Investimento**

### **Resumo**

As empresas familiares são composições diferentes das demais estruturas de propriedade (Anderson, Duru & Reeb, 2012). Essas diferenças ocorrem porque as empresas familiares são compostas pelo envolvimento da família na propriedade e na gestão. Diante desta situação, o comportamento de aversão ao risco e de busca pela perpetuidade se sobressaem. Assim, as decisões de investimento são fortemente impactadas por essas características (Chrisman & Patel, 2012). Essa pesquisa buscou responder como as empresas familiares brasileiras realizaram seus investimentos durante o período entre 2006-2016. A pesquisa envolveu uma análise de 343 companhias que estiveram listadas em bolsa durante o período. Os investimentos em Capex e capital de giro foram confrontados estatisticamente com as variáveis de estrutura de propriedade, bem como variáveis de controle. Os resultados encontrados se alinham as pressuposições de aversão ao risco e busca pela perpetuidade, visto que em todos os resultados o pressuposto do conservadorismo se mostrou latente. Os diferentes tipos de empresas familiares apresentaram impactos diferentes para as decisões de investimento. Para as decisões de investimento em Capex ocorreu uma linearidade entre o grau de complexidade e as decisões de investimento. Já para os índices de capital de giro, isto não ocorreu.

**Palavras-chave:** Empresas Familiares; Investimentos; Heterogeneidade.

### **Introdução**

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

Várias hipóteses teóricas afirmam que as empresas familiares são consideradas mais avessas ao risco, o que em tese fomentaria um menor grau de inovações e de investimento, sobretudo os investimentos arriscados, mesmo com a probabilidade de evitar burocracias internas e ter maior poder de decisão (Chrisman, Chua, De Massis, Frattini, & Wright, 2015; Filser, De Massis, Gast, Kraus, & Niemand, 2017; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Essa realização de investimentos mais seguros está balizada pelas decisões avessas ao risco e que possam vir a colocar em risco o capital familiar (Chrisman, Chua, Pearson, & Barnett, 2012; Hoopes & Miller, 2006).

Essa aversão ao risco relacionada ao capital familiar possui relação com quatro itens. O primeiro 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 apresenta que as famílias comumente veem a empresa como um investimento pessoal e do qual extraem os principais benefícios econômicos e não econômicos (Nordqvist, Sharma, & Chirico, 2014). O terceiro consiste na riqueza socioemocional, anseio pela perpetuidade e orientação de longo prazo. Esses detalhes fazem com que as decisões sejam tomadas em uma empresa familiar buscando manter o controle da mesma pela família, manter a propriedade e transmitir ela para as gerações vindouras e realizar investimentos que sejam saudáveis e não coloquem a empresa em risco (Anderson & Reeb, 2003; Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). O último consiste na heterogeneidade das empresas familiares, item que apresenta como ocorre o envolvimento da família na empresa e que resulta em variações financeiras e em decisões

estratégicas e operacionais (Chrisman & Patel, 2012; Schmid, Ampenberger, Kaserer, & Achleitner, 2015).

Diante disso, a pergunta de pesquisa consistiu em entender qual o impacto do envolvimento da família na estrutura de propriedade e controle para as decisões de investimento. Para responder a esta questão, este estudo buscou analisar como o envolvimento das famílias nas empresas listadas na principal bolsa de valores brasileira (B3) afetou as decisões de investimento em Capex e capital de giro das mesmas. Os resultados encontrados mostram que existe aderência das teorias de aversão ao risco nas empresas familiares com os dados das empresas brasileiras, pois essas apresentaram investimentos menores em Capex do que os das não familiares e tiveram um comportamento oposto para investimentos em capital de giro que são considerados mais conservadores.

Por fim, deve-se dizer que este estudo está dividido em sete partes sendo a primeira delas esta introdução. A segunda parte explana o referencial teórico e as proposições do estudo. A terceira explica e caracteriza a metodologia utilizada. A quarta apresenta os resultados estatísticos e econométricos. A quinta apresenta uma discussão sobre os resultados encontrados. A sexta versa sobre as considerações finais. A sétima apresenta as referências utilizadas.

### **Referencial e Proposições do Estudo**

Empresas familiares são comumente ligadas a estratégias conservadoras no tocante aos investimentos, todavia a combinação entre estrutura de propriedade e controle familiar quando combinada e fontes de heterogeneidade resulta em variações dentro destes tipos de investimento (Chua, Chrisman, Steier, & Rau, 2012). Empresas familiares possuem duas características que as diferenciam das empresas não familiares. O primeiro destes itens consiste na riqueza socioemocional (SEW). Este modelo deriva dos aspectos comportamentais da teoria da agência e assevera que 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 (Chrisman & Patel, 2012; Shleifer & Vishny, 1997; Wiseman & Gomes-Mejia, 1998). Isso ocorre com ainda mais ênfase em empresas familiares, visto que na maioria das vezes estas organizações cogitam realizar sucessões entre os membros da família, o que faz com que as decisões sejam tomadas de forma a não prejudicar o futuro da companhia (Berrone et al. 2012; Chrisman et al., 2015).

O segundo item consiste na orientação de longo prazo. Este é um dos itens mais relevantes em decisões das empresas familiares, sobretudo nas decisões de investimento (Anderson & Reeb, 2003; James, 1999). Diante desta situação, as empresas criam capacidades únicas que: a) as empresas familiares podem colocar um prêmio sobre a prospecção e exploração e enfrentar diferentes trade-offs para alcançar seu objetivo de manter o controle da família através das gerações; (b) empresas familiares apresentam heterogeneidade significativa em *exploration* e *exploitation*; e (c) em relação às empresas não familiares, as empresas familiares podem trazer diferentes recursos e usá-los de forma diferente em diferentes momentos (Breton-Miller & Miller, 2008; Goel & Jones, 2016).

Esses dois elementos unidos resultam na chamada resiliência das empresas familiares frente às não familiares. Isto resulta da combinação de elementos importantes sobre as boas práticas de governança corporativa e características típicas das empresas familiares como objetivos não econômicos, motivação para a continuidade da empresa em posse da família, e altruísmo (Chrisman, Steier, & Chua, 2010; Sharma & Carney, 2012).

Além da resiliência, um dos fatores impactantes versa sobre os aspectos políticos e macroeconômicos, como as crises financeiras. As taxas sobre herança e transferência de propriedade, segundo Ellul et al. (2010) e Tsoutsoura (2015), consiste no principal exemplo

de como legislações afetam os investimentos. No tocante aos impactos macroeconômicos, as empresas familiares podem estar mais alinhadas com um comportamento conservador, pois segundo Campello, Graham e Harvey (2010) um momento de crise econômica ou problemas econômicos recorrentes podem promover uma restrição de crédito e isto causa uma diminuição do volume de investimentos. 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 (Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente, & Castrillo, 2007; Gallo, Tapies, & Cappuyns, 2004).

Entretanto, existe grande variabilidade no comportamento de investimento das empresas familiares. Chrisman e Patel (2012) apresentam que em determinados contextos, a riqueza socioemocional varia com que as empresas familiares investissem mais ou menos do que as empresas não familiares. As empresas familiares apresentam um comportamento não linear de investimentos, diferentemente das empresas não familiares (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2013). 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). A partir das referências utilizadas na montagem da fundamentação teórica e do modelo teórico, as seguintes proposições devem ser atendidas pela pesquisa.

Proposição 01: as tipologias mais robustas de empresas familiares apresentam maior alinhamento com menores gastos em CAPEX

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

H<sub>0</sub> – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) não apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos.

H<sub>1</sub> – as empresas familiares consideradas como mais restritas (empresas com propriedade e comando sobre o conselho e a gestão) apresentam diferenças significantes para as demais empresas no tocante aos investimentos.

Proposição 02: as tipologias mais robustas de empresas familiares apresentam maior alinhamento maiores gastos em Capital de Giro.

A existência de diferentes tipologias para as empresas familiares torna-se fundamental para descobrir os efeitos da heterogeneidade. Perfis mais complexos de empresas familiares (empresas familiares com membros na presidência do conselho e no cargo de CEO) tem mais poder de decisão para emplacar os objetivos da família no comando da empresa. Isso resulta em um alinhamento ainda mais forte das pressuposições de aversão ao risco e de riqueza socioemocional. Isso quer dizer que as empresas com maior participação da família (modelos mais robustos de empresas familiares) mais robustas tendem a ter maior aversão ao risco e maior riqueza socioemocional e isso faz com que o investimento seja maior em Capital de Giro, pois estes são investimentos mais conservadores (Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011).

## Metodologia

### *Construção da variável Empresa Familiar*

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

- a) Como o Brasil possui um modelo em econômico em que a estrutura de propriedade das empresas é considerada concentrada (Aldrighi & Mazzer Neto, 2005), portanto estes autores recomendam a partir de obras como as de Claessens et al. (2000) que se inicie o cálculo a partir de uma concentração acima de 15% das ações ordinárias em posse de um grupo (via maior acionista último); e
- b) Presidência ou vice-presidência da empresa; e/ou
- c) Cargos de presidência ou vice-presidência no conselho.

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

Os outros modelos estão no quadro abaixo com as respectivas especificações quanto ao envolvimento da família. Mas além da especificação individual de cada tipo, estas empresas foram separadas em três grupos.

**Quadro 1** – Tipologias das empresas familiares

Grupo	Tipo	Descrição
Grupo 1	FAM1	Empresas familiares com controle acionário e assentos no conselho
	FAM2	Empresas familiares com controle acionário e cargos de direção (Top Team Management – TMT)
	FAM3	Empresas familiares com controle acionário somado aos assentos no conselho e aos cargos de TMT
Grupo 2	FAM4	Empresas familiares com controle acionário e presidência do conselho
	FAM5	Empresas familiares com controle acionário e CEO familiar
Grupo 3	FAM6	Empresas familiares com controle acionário e presidência do conselho somados a familiares nos cargos de TMT
	FAM7	Empresas familiares com controle acionário, presidência do conselho e CEO familiar

### *Variáveis de investimento e variáveis de controle*

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

O primeiro tipo de investimento analisado consiste no investimento em bens de capital (CAPEX). Anderson, Duru e Reeb (2012) apresentam que as empresas que possuem posse ou controle familiar realizam investimentos totais de longo prazo menores do que empresas não

familiares (com um percentual de 7,5% menor). Contudo, os resultados encontrados apresentam que quando analisados apenas os investimentos em bens de capital (máquinas, equipamentos e outros ativos físicos), os resultados encontrados são 15% maiores para as empresas familiares. Isso se deve, sobretudo ao conservadorismo e aversão ao risco das empresas familiares o que faz com que elas prefiram ativos tangíveis e passíveis de serem elementos garantidores de solvência.

O segundo tipo de investimento está relacionado investimento em capital de giro de empresas familiares. Empresas familiares tendem a possuir maior liquidez que empresas não familiares, entretanto, tais empresas acabam por possuir altos investimentos em inventário (estoques) o que acaba por prejudicar o capital de giro das empresas. Isso se deve à um modelo conservador e busca por elementos que possam servir como garantias em períodos de crise (Gottardo & Moisello, 2013). O investimento em capital de giro foi determinado pelo seguinte cálculo: *Ativo Circulante – Caixa – Passivo Circulante*.

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

**Quadro 2 – Variáveis e descrição**

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

#### Amostra

A amostra consiste de empresas de capital aberto que estiveram em algum momento listadas na B3 entre os períodos de 2006-2016. 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 343 a partir das bases do Economática® e do Comdinheiro®. O período da pesquisa (2006-2016) foi selecionado por compreender duas crises econômicas: a Crise Financeira Global de 2008 e a Recessão Econômica Brasileira a partir de 2013.

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

**Quadro 1 - Empresas separadas por setor**

Setor	Quantidade de Empresas	Percentual
Agronegócio	3	0.9%
Alimentos processados	25	7.3%
Bens de Consumo	15	4.4%

Biocombustíveis e Petróleo	13	3.8%
Celulose	7	2.0%
Comércio e Distribuição	15	4.4%
Construção	41	12.0%
Holdings Não Financeiras	7	2.0%
Indústria	34	9.9%
Indústria de Materiais de Construção	15	4.4%
Informática	11	3.2%
Metalurgia	20	5.8%
Mineração	4	1.2%
Petroquímico	11	3.2%
Saúde	15	4.4%
Serviços	26	7.6%
Vestuário	27	7.9%
Telecomunicações	16	4.7%
Transportes	30	8.7%
Utilidades Domésticas	8	2.3%
<b>Total</b>	<b>343</b>	<b>100%</b>

### Modelos Econométricos

Os dois modelos econométricos foram contemplados pelas regressões múltiplas a seguir. Cada um dos modelos foi utilizado para todos os tipos de empresas familiares delineados em passos anteriores da metodologia para cada um dos índices de interesse.

$$\text{Índice Capex}_{it} = \alpha_{it} + \beta_{FAMn}(\text{Familiar})_{it} + \beta_{Control}(\text{Variáveis de controle})_{it} + \text{fixed effects}(\text{setor\_ano}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Índice CG}_{it} = \alpha_{it} + \beta_{FAMn}(\text{Familiar})_{it} + \beta_{Control}(\text{Variáveis de controle})_{it} + \text{fixed effects}(\text{setor\_ano}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Essas regressões foram realizadas utilizando a abordagem por efeitos fixos. Entende-se que os dois primeiros podem proporcionar significâncias maiores, entretanto o último possui mais robustez (Wooldridge, 2014). O mecanismo computacional utilizado foi o modelo *areg*, pelo fato do mesmo contemplar com qualidade os modelos com muitos efeitos fixos, como por exemplo “setores da economia” e “ano da observação”. Como essa pesquisa contemplou empresas de 20 setores durante 11 anos, este modelo foi o que melhor se aplicou. Seguindo as explicações de (McCaffrey, Lockwood, Mihaly, & Sass, 2012), a variável de efeitos fixos foi a combinação de setor e ano de observação.

### Análise dos Resultados

Os resultados da pesquisa, conforme apresentados na metodologia, compõem uma análise sobre 342 companhias listadas na B3 entre 2006-2016. A primeira parte dos resultados consiste em uma demonstração dos resultados básicos, tanto para amostra geral quanto ao separar as empresas nos segmentos descritos pela metodologia.

### Estatísticas Descritivas

Iniciando pelas estatísticas descritivas, a primeira das tabelas de resultado apresenta uma visão geral sobre os valores encontrados para a amostra geral. A Tabela 1 separa em seis categorias os resultados da amostra geral: média, mínimo, mediana, máximo, desvio-padrão e número de observações.

**Tabela 01 - Resultados para amostra geral.**

Variável	Média	Minímo	Mediana	Máximo	DV	N
Idade (anos)	45,54	0	43,00	150,00	34,030	3.367
Gastos com Capex (ln)	10,89	0	11,06	18,31	2,630	2.517
Índice de Capex (Capex/AT)	0,065	0	0,043	0,498	0,073	2.607
Índice de capital de giro (Wc/AT)	0,122	-0,491	0,122	0,499	0,189	2.622
Fluxo de Caixa (EBIT/AT)	0,043	-0,993	0,051	0,998	0,198	2.971
Endividamento (Debt/Total Assets)	0,284	0	0,239	4,375	0,320	2.996
Price/Book (índice)	0,746	-8,689	0,799	8,091	0,590	2.197
Return-on-equity (índice)	0,063	-83,819	0,089	80,864	3,415	3.016
Receitas (ln)	6,323	-8,225	6,507	12,728	2,345	2.855
Tamanho (ln Total Assets)	6,857	-8,111	7,003	13,710	2,327	3.024
Tangibilidade (ln Imobilizado)	5,068	-6,907	5,196	13,353	2,626	2.911

Estes resultados apresentam um panorama das variáveis para a amostra, entretanto, torna-se necessário apresentar estes dados separados conforme a descrição da metodologia para todos os tipos de envolvimento familiar. Os dados da tabela seguinte apresentam a mediana dos valores encontrados em cada tipologia.

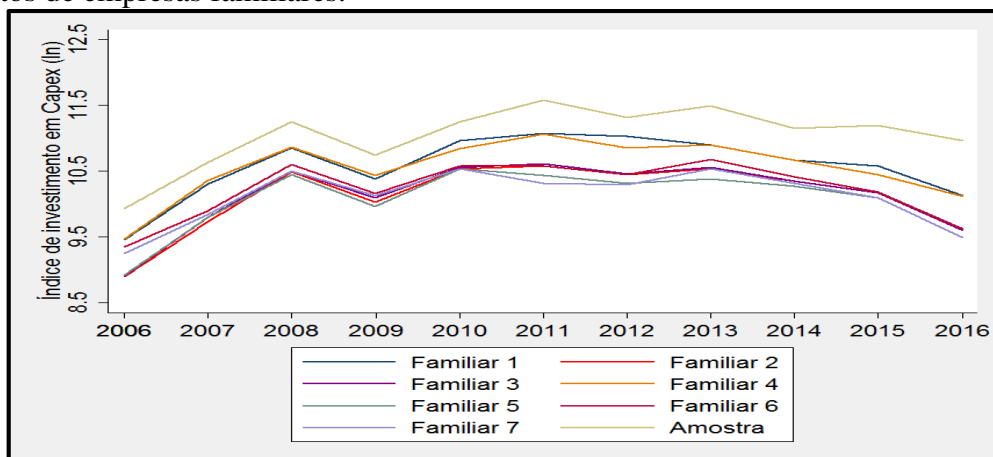
**Tabela 02 – Diferença entre medianas para os diferentes tipos de empresas familiares.**

Variável	NF	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
Gasto em Capex	11,629	10,573	10,579	10,134	10,092	10,152	10,211	10,133
Índice de Capex	0,052	0,038	0,039	0,033	0,033	0,034	0,034	0,033
Índice de CG	0,0966	0,1441	0,1465	0,1766	0,1777	0,1770	0,1799	0,1800
Tamanho	7,337	6,788	6,796	6,399	6,410	6,456	6,507	6,468
Idade (anos)	32,5	49	50	53	53	53	54	53
ROE	9,912	8,495	8,183	8,485	8,719	8,631	8,515	8,677
Receitas	6,809	6,261	6,242	5,949	5,959	5,960	5,987	5,975
Price/Book	0,861	0,751	0,746	0,766	0,715	0,717	0,717	0,713
Tangibilidade	5,531	5,057	5,036	4,614	4,641	4,657	4,678	4,614
Endividamento	0,215	0,271	0,269	0,263	0,256	0,265	0,256	0,248

Os resultados mostram que existem diferenças quando comparamos apenas a mediana dos investimentos em relação às diferentes formas de envolvimento das empresas familiares com o controle e a gestão. Pode-se perceber também que existe uma diferença clara ao comparar os diversos tipos de empresas familiares e não familiares. Ao comparar os dois tipos de investimento (Capex e Capital de Giro) os resultados mostraram que as empresas familiares (de todos os tipos) tiveram investimentos menores em Capex e maiores em Capital de Giro. Outro item que fica evidente na análise das medianas é que a distribuição dos investimentos não ocorre de forma hierárquica, ou seja, não existe linearidade nas medianas encontradas que apontasse da menor para a maior participação da família no controle. Mesmo assim, os elementos encontrados apontam que as empresas familiares atuam de maneira mais conservadora, sobretudo quando são considerados investimentos mais arriscados ou com custos elevados (Anderson et al., 2012; Stockmans, Lybaert, & Voordeckers, 2010; Wright, Chrisman, Chua, & Steier, 2014). Essas descrições apresentam um alinhamento dos resultados com as proposições e hipóteses estabelecidas. Assim, após as análises descritivas, pode-se dizer que as duas hipóteses apresentam um viés de confirmação. Entretanto, para análises mais profundas, as próximas etapas apontam as regressões propostas na metodologia.



Primeiramente torna-se importante analisar graficamente as curvas de investimento ao longo do tempo de todos os tipos de empresas familiares estabelecidos pela metodologia. Desta forma, o gráfico (Figura 1) apresenta as curvas de investimento em CAPEX de todos os segmentos de empresas familiares.



**Figura 1** – Diferença de investimentos dentre as tipologias de empresas familiares

Percebe-se que todos os modelos de investimento das empresas familiares apresentaram medianas para os índices de Capex menores que a mediana da amostra, ou seja, ao considerarmos empresas familiares de formas diferentes, pode-se encontrar como cada tipo evoluiu ao longo do tempo.

Os resultados mostram que em todos os modelos os impactos das empresas familiares são negativos e estão alinhados com os resultados encontrados nas Tabelas 1 e 2 em que foram analisados os impactos das empresas familiares. Entretanto, conforme esperado pelas hipóteses, os resultados para cada tipologia são diferentes. Pode-se dizer que eles também seguem uma hierarquia, visto que quanto maior o envolvimento da família nas empresas menor também é a quantidade de recursos alocados em Capex. Os sete modelos representam sete tipos de empresas familiares, sendo que no primeiro existe a menor participação da família e no sétimo ocorre a maior participação da família no comando da empresa. Como definido na metodologia as tipologias estão separadas em três grupos: Grupo 1 (Familiar 1, 2 e 3); Grupo 2 (Familiar 4 e 5); Grupo 3 (Familiar 6 e 7).

**Tabela 03 – Impactos dos tipos de empresas familiares nos Índices de Capex.**

Variáveis	Índice de Capex - $\ln(\text{Capex}/\text{AT})$						
	I	II	III	IV	V	VI	VII
Fam 1	-0,1981*** (-2,74)	-	-	-	-	-	-
Fam 2	-	-0,1762** (-2,50)	-	-	-	-	-
Fam 3	-	-	-0,2747*** (-3,84)	-	-	-	-
Fam 4	-	-	-	-0,3147*** (-4,31)	-	-	-
Fam 5	-	-	-	-	-0,2845*** (-3,98)	-	-
Fam 6	-	-	-	-	-	-0,2634*** (-3,61)	-
Fam 7	-	-	-	-	-	-	-0,3069*** (-4,16)
Tamanho	-0,1029 (-1,35)	-0,0994 (-1,31)	-0,0984 (-1,29)	-0,1041 (-1,36)	-0,0986 (-1,29)	-0,0947 (-1,25)	-0,0995 (-1,30)
Fluxo de Caixa	1,1208*** (3,12)	1,0878*** (3,08)	1,1438*** (3,21)	1,1545*** (3,21)	1,1471*** (3,21)	1,1153*** (3,14)	1,1227*** (3,13)
Endividamento	0,0517 (0,27)	0,0304 (0,16)	0,0421 (0,22)	0,0279 (0,15)	0,0435 (0,23)	0,0199 (0,10)	0,033 (0,02)
Price/Book	0,0513 (1,19)	0,0511 (1,19)	0,0476 (1,15)	0,0467 (1,14)	0,0473 (1,15)	0,0481 (1,16)	0,0473 (1,15)
Tangibilidade	0,2164*** (-2,73)	0,2151*** (3,07)	0,2148*** (3,04)	0,2172*** (3,07)	0,2147*** (3,04)	0,2131*** (3,02)	0,2149*** (3,04)
Idade	-0,0032*** (-2,73)	-0,0031*** (-2,68)	-0,0033*** (-2,81)	-0,0033*** (-2,78)	-0,0033*** (-2,81)	-0,0033*** (-2,75)	-0,0032*** (-2,71)
Constante	-3,4864*** (-11,70)	-3,5243*** (-12,10)	-3,5195*** (-12,73)	-3,4825*** (-12,36)	-3,5156*** (-12,73)	-3,5465*** (-12,87)	-3,5115*** (-12,53)
Efeitos Fixos de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R <sup>2</sup>	0,3115	0,3108	0,3147	0,3168	0,3153	0,3140	0,3161
Observações	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778

Esta tabela apresenta um conjunto de equações com a variável dependente sendo o Índice de Capex ( $\ln(\frac{\text{Capex}}{\text{AT}})$ ). Existem sete equações para apresentar como ocorre a causalidade dos diferentes tipos de Empresa Familiar no Índice de Capex. Cada um dos sete tipos possui uma configuração definida na metodologia e possui impactos significantes, porém diferentes para o índice de Capex.

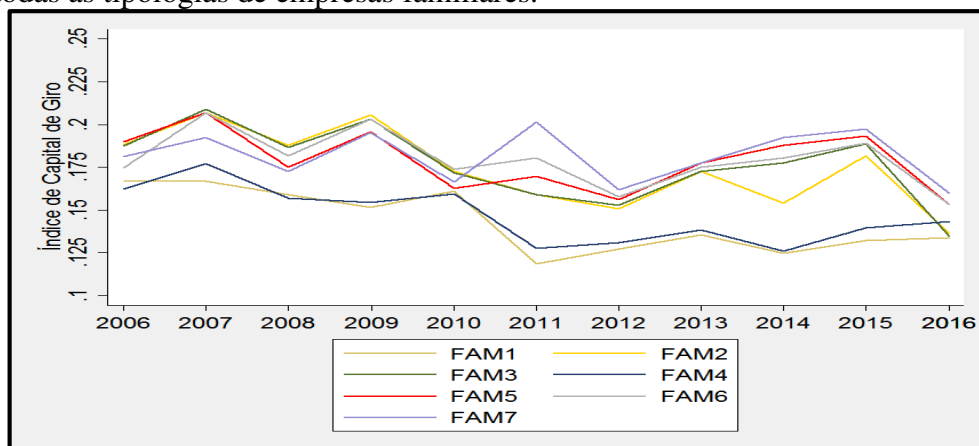
As empresas familiares do Tipo 1, 2 e 3 tiveram investimentos 19%, 17% e 27%, respectivamente, menores do que as empresas não familiares. As empresas do Tipo 4 e 5 tiveram investimentos 31% e 28%, respectivamente, menores do que as não familiares. Por fim, as empresas do Tipo 6 e 7 tiveram investimentos 26% e 30%, respectivamente, menores do que as não familiares. A média foi 21% menos para o Grupo 1; 29,5% para o Grupo 2; e 28% para o Grupo 3. Esses resultados mostram que as fontes de heterogeneidade podem ser causadas pela definição do que se entende como empresa familiar (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999; Sharma, 2004).

O poder oriundo da participação acionária e do controle familiar sobre o conselho e a gestão podem promover mudanças significativas nas decisões. E diante do fato de que empresas familiares possuem maiores graus de aversão ao risco, quanto maior o poder da família sobre as decisões da empresa, menor será a quantidade de recursos aportados em decisões muito arriscadas ou dispendiosas. Assim, o fato das empresas dos Grupos 2 e 3 terem menores investimentos em Capex podem ser interpretados como o envolvimento da família em condições de realização de investimentos arriscados ocorre. Tais fatos concordam com as pesquisas de Anderson e Reeb (2004), Anderson e Reeb (2012), Chrisman e Patel (2012) e Gomez-Mejia et al. (2012).

Após essas afirmações entende-se que as empresas familiares mais complexas podem balizar suas decisões com grande influência da riqueza socioemocional e da aversão ao risco. Isso pode ser percebido pelo fato de que empresas familiares com tipologias mais robustas (como os casos do Tipo 5, Tipo 6 e Tipo 7 mostram) apresentaram valores próximos a  $\beta = -0,30$  o que representa que as empresas familiares com essa tipologia investem 30% menos que as demais empresas. O ponto em comum entre esses três tipos é que a participação ativa dos membros da família na estrutura de propriedade e no conselho concomitantemente com a participação em cargos diretivos e/ou assumindo o papel de CEO. Esse papel exercido pelos familiares nos altos cargos diretivos faz com que os objetivos de maximização do valor da empresa concomitantemente com uma grande aversão ao risco proporcionem menor as empresas familiares com maior grau de envolvimento tenham menores índices de investimento em ativos arriscados, tais como o CAPEX

### *Envolvimento da Família x Índice de Capital de Giro*

Ao iniciar a discussão sobre os impactos diretos de cada tipo de empresa familiar nos índices de capital de giro, deve-se resgatar que os resultados comparativos das Tabelas 02 e 04. Essas tabelas mostram que os índices de capital de giro das empresas familiares são maiores do que o das não familiares. Assim, cabe mostrar graficamente as curvas de investimento ao longo do tempo de todos os tipos de empresas familiares estabelecidos pela metodologia. Desta forma, o gráfico (Figura 2) apresenta as curvas dos índices de capital de giro de todas as tipologias de empresas familiares.



**Figura 2** – Índices de capital de giro ao longo do tempo para todos os tipos de empresas familiares

As curvas apresentadas na Figura 2 mostram que as tipologias mais robustas de empresas familiares foram as que apresentaram os melhores índices de capital de giro ao longo do tempo. Entretanto, se tornam necessárias análises econométricas mais robustas para compreender como cada tipologia impacta nos índices de capital de giro. Estas análises estão na Tabela 08.

Os resultados mostraram que existe variabilidade nos impactos causados por tipos diferentes de empresas familiares. A maior parte dos tipos de empresas familiares apresentaram índices superiores a 0,02 pontos percentuais nos índices de capital de giro. As tipologias que apresentaram os melhores índices de  $Wc$  foram  $Fam_1$ ,  $Fam_2$ ,  $Fam_3$  e  $Fam_5$ . Os resultados foram 0,028, 0,022, 0,026 e 0,026 respectivamente. Todos esses foram significantes estatisticamente e estão em linha com as proposições teóricas.

Todavia, as diferenças mesmo estatisticamente significantes, não apontaram que os grupos familiares descritos como mais robustos tiveram índices superiores para os índices de capital de giro. Deve-se dizer que mesmo com a não ocorrência na linearidade no aumento conforme a robustez do envolvimento das empresas familiares, dois tipos com grande robustez (Tipo 3 e Tipo 5) estiveram entre os maiores índices. Assim, pode-se justificar, embora parcialmente, que essas implicações possuem grande suporte teórico na escala F-PEC a qual apresenta que uma das questões mais importantes é o “Poder” que os membros da família podem exercer sobre a gestão da empresa e este poder aumenta conforme os cargos (e também o número de familiares) ocupados pelos membros da família.

Também é importante mostrar que essas diferenças para grupos mais robustos estão em linha com a riqueza socioemocional, pois para Berrone et al. (2012) e Cennamo et al. (2012) a riqueza socioemocional tende a aumentar conforme a participação da família aumenta nos cargos influentes, mesmo que eles não sejam propriamente os principais tomadores de decisão. Neste sentido, o único resultado que surpreende é o grande impacto das empresas familiares do tipo 1, ainda que como essa tipologia também apresenta empresas familiares como aquelas que além da propriedade também possuem assentos no conselho, então o resultado também conforma com a proposição de envolvimento e ajuste dos índices de capital de giro.

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

Portanto, agrupando as seguintes concepções teóricas: empresas familiares em boas condições financeiras realizam maiores investimentos (Chrisman & Patel, 2012); empresas familiares podem ter menos acesso a fontes externas de recursos (Gedajlovic & Carney, 2010); e senso de autopreservação e desejo pela perpetuidade das empresas familiares (Berrone et al., 2012).

Assim, cabe salientar que os impactos dos índices de capital de giro apresentaram variabilidade significativa, contudo não tiveram essa variabilidade de forma linear.

**Tabela 04 – Impactos dos tipos de empresas familiares nos Índices de Capital de Giro (Índice Wc)**

Variáveis	Índice de Capital de Giro (Wc/AT)						
	I	II	III	IV	V	VI	VII
Fam 1	0,0287*** (2,94)	-	-	-	-	-	-
Fam 2	-	0,0215** (2,18)	-	-	-	-	-
Fam 3	-	-	0,0262** (2,42)	-	-	-	-
Fam 4	-	-	-	0,0178 (1,45)	-	-	-
Fam 5	-	-	-	-	0,0258** (2,38)	-	-
Fam 6	-	-	-	-	-	0,0190* (1,67)	-
Fam 7	-	-	-	-	-	-	0,0088 (0,67)
Tamanho	0,0218*** (3,63)	0,0213*** (3,52)	0,0214*** (3,50)	0,0211*** (3,45)	0,0213*** (3,49)	0,0209*** (3,41)	0,0203*** (3,32)
Fluxo de Caixa	0,3722*** (5,33)	0,3767*** (5,39)	0,3717*** (5,30)	0,3716*** (5,30)	0,3714*** (5,30)	0,3737*** (5,33)	0,3726*** (5,32)
Endividamento	-0,0009*** (-2,94)	-0,0009*** (-2,90)	-0,0009*** (-2,98)	-0,0009*** (-2,93)	-0,0009*** (-2,98)	-0,0009*** (-2,94)	-0,0009*** (-2,84)
Price/Book	0,0324 (1,45)	0,0321 (1,44)	0,0324 (1,43)	0,0321 (1,43)	0,0324 (1,43)	0,0321 (1,43)	0,0318 (1,43)
Tangibilidade	-0,0083* (-1,82)	-0,0081* (-1,76)	-0,0083* (-1,79)	-0,0080* (-1,74)	-0,0082* (-1,79)	-0,0080* (-1,73)	-0,0077* (-1,68)
Idade	0,0002 (1,38)	0,0002 (1,30)	0,0002 (1,44)	0,0001 (1,34)	0,0002 (1,42)	0,0001 (1,35)	0,0001 (1,24)
Constante	-0,0540 (-1,45)	-0,0452 (-1,22)	-0,0434 (-1,16)	-0,0379 (-1,02)	-0,0429 (-1,15)	-0,0375 (-1,00)	-0,0291 (-0,78)
Efeitos Fixos de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R <sup>2</sup>	0,3050	0,3030	0,3039	0,3020	0,3037	0,3022	0,3012
Observações	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768	1.768

Esta tabela apresenta um conjunto de equações com a variável dependente sendo o Índice de Capital de Giro ( $Wc/At$ ). Existem sete equações para apresentar como ocorre a causalidade dos diferentes tipos de Empresa Familiar no Índice Wc. Cada um dos sete tipos possui uma configuração definida na metodologia e possui impactos significantes, porém diferentes para o Índice Wc. Para a montagem desse índice convencionou-se selecionar para o modelo a seguinte restrição para eliminar a presença de outliers e observações influentes:  $-0,5 \leq Wc \leq 0,5$ .

## Discussão

A partir dos resultados das tabelas anteriores e também dos breves comentários sobre esses resultados, o próximo passo consiste em uma discussão de como os resultados se alinham as proposições teóricas propostas anteriormente.

A primeira proposição apresentou que as tipologias mais robustas de empresas familiares apresentam maior alinhamento com menores gastos em CAPEX. Como utilizar apenas a variável “família” pode ser complicado para pesquisas empíricas (Schmid et al., 2015), o modelo consistiu em encontrar os impactos de diferentes tipos de empresas familiares. As hipóteses desta proposição eram: a) não existência de diferenças entre os investimentos em Capex das empresas familiares mais e menos complexas ( $H_0$ ); b) empresas familiares mais complexas realizam investimentos menores em Capex ( $H_1$ ). Os resultados apontam essa tendência, visto que considerando a separação em três grupos quanto ao envolvimento da família na empresa, o grupo que contemplou as três tipologias com menor envolvimento da família na empresa teve níveis de investimento em Capex maiores do que os dois grupos com tipologias mais robustas. Assim sendo, perfis mais complexos de empresas familiares (empresas familiares com membros na presidência do conselho e no cargo de CEO) tem mais poder de decisão para emplacar os objetivos da família no comando da empresa. Como uma família busca a preservação do controle e da riqueza da família, portanto opta por reduzir os investimentos mais arriscados. Esse alinhamento entre menores investimentos e maior participação pode ser corroborado pelas pressuposições de aversão ao risco e de riqueza socioemocional (Chrisman & Patel, 2012; Chrisman et al., 2010; Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011). Portanto, quanto maior o envolvimento da família com o negócio, os investimentos tendem a ser mais conservadores, mesmo considerando grandes empresas.

A segunda proposição apresentou que as tipologias mais robustas de empresas familiares apresentam maior alinhamento com maiores gastos em Capital de Giro. Isso ocorre devido às pressuposições de aversão ao risco e de riqueza socioemocional (Berrone et al., 2012). As hipóteses levantadas por essa proposição foram: a) não existência de diferenças entre os investimentos em capital de giro das empresas familiares mais e menos complexas ( $H_0$ ); b) empresas familiares mais complexas realizam investimentos maiores em capital de giro ( $H_1$ ). Os resultados atendem parcialmente a hipótese  $H_1$ . O atendimento parcial ocorreu porque as empresas familiares da tipologia 7 (com maior envolvimento da família no negócio) não apresentaram impacto com maiores índices de capital de giro. A única das tipologias familiares robustas que aderiu a proposição teórica foi a tipologia 5 (empresas familiares com controle acionário e CEO familiar). Entretanto, pode-se dizer que todas as empresas familiares, independentemente da tipologia escolhida, apresentaram impactos positivos para os índices de capital de giro, fato que tem relação com a maior aversão ao risco e maior riqueza socioemocional das empresas familiares (Kotlar et al., 2014; Miller et al., 2011).

Outro fato importante consiste na quantidade de recursos internos que uma empresa possui, tais como tangibilidade e tamanho. Quando empresas possuem esses recursos de forma mais elevada, sua capacidade de endividamento aumenta, portanto sua capacidade de realização de investimentos maiores (Capex e P&D) também aumenta (Almeida & Campello, 2007; Campello & Giambona, 2013). Como empresas familiares comumente possuem ativos menores, fato que pode ser encontrado em Anderson e Reeb (2003), tais empresas também possuem maiores restrições de financiamento. Ao analisar os dados encontrados, pode-se perceber que as empresas familiares possuem menores índices de tamanho e tangibilidade (Tabela 2), portanto possuem menor capacidade para endividar-se e conseqüentemente menor capacidade para a realização de investimentos como Capex. Neste contexto, as empresas familiares utilizam sua capacidade de investimento para ser direcionada ao capital de giro, pois esse além de ser mais conservador, pode proporcionar maior capacidade de investimento futura. Portanto, as empresas familiares estão diante

de um contexto em que o envolvimento da família se envolve com as restrições financeiras da empresa e isso causa maiores investimentos em capital de giro. Embora a proposição não se confirme completamente de forma linear para as tipologias mais robustas, os resultados apontaram que quase todas as tipologias familiares (exceto a tipologia 7) possuem investimentos maiores em capital de giro (estatisticamente significantes).

### **Considerações Finais**

Os resultados encontrados pela pesquisa mostraram que existe aderência entre as teorias de investimento, as teorias sobre riqueza socioemocional e autopreservação das empresas familiares com as características de investimento das empresas familiares brasileiras listadas em bolsa. Esta é a grande contribuição pois agrupa teorias e condiciona respostas diferentes das habituais para as empresas familiares, visto que se concentra em explicar porque os resultados das empresas familiares brasileiras são diferentes das empresas americanas e europeias. Os resultados encontrados apontaram que as empresas familiares investiram muito menos em Capex que as empresas não familiares. Em contraposição, os índices de capital de giro das empresas familiares foram maiores do que os das não familiares. Esses resultados se configuram como importantes para o período analisado, visto que entre 2006-2016 muitos problemas econômicos e institucionais afetaram o comportamento de investimento das empresas familiares. Essa inter-relação entre o ambiente institucional e econômico frágil atua em combinação com o comportamento de autopreservação das empresas familiares. Portanto, nessas condições torna-se natural que as empresas familiares brasileiras invistam menos em Capex, diferentemente dos resultados encontrados para os EUA, em que o ambiente institucional e econômico possui maior robustez.

No tocante ao capital de giro, uma das proposições se confirma completamente e outra apenas parcialmente. Deve-se dizer que os resultados confirmam as pressuposições teóricas de autopreservação e aversão ao risco, pois em todos os testes as empresas familiares apresentaram impacto positivo para os índices de capital de giro. Além disso, uma empresa familiar que possui características de restrição financeira mais latente (tamanho e tangibilidade menores) tende a ter menor possibilidade de captar recursos externos e conseqüentemente terão que atuar de maneira mais arriscada no momento de investimento em Capex. Assim, tais empresas tendem a realizar investimentos em capital de giro como uma forma de proteção e de segurança, mas também para que no longo prazo essas empresas consigam realizar investimentos arriscados utilizando seus fundos internos.

Como limitações desta pesquisa, podem ser apontados que foram utilizadas apenas as empresas listadas na B3, o que prejudica uma compreensão de todo o universo das empresas familiares brasileiras, pois a maioria delas se concentra nas empresas limitadas e nas sociedades anônimas de capital fechado. Portanto uma pesquisa com as características utilizadas encontra resultados comparáveis aos das pesquisas com empresas americanas e europeias, mas apenas tangencia a realidade brasileira. Como estudos futuros recomenda-se dois tipos de pesquisas, sendo a primeira uma comparação do comportamento das empresas familiares antes e depois das crises ocorridas no período entre 2006-2013 e a segunda uma pesquisa que crie relações de interação entre empresas familiares e condições de restrição financeira.

### **Referências**

- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115–137.  
<https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200009>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460.

<https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>

- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1744–1758.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.018>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S & P 500. *American Finance Association*, 58(3), 1301–1328.  
<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258–279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. De, & Castrillo, L. a. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Busi ... *Family Business Review*, XX(3), 199–213. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00095.x>
- Breton-Miller, I. Le, & Miller, D. (2008). To grow or to harvest? Governance, strategy and performance in family and lone founder firms. *Journal of Strategy and Management*, 1(1), 41–56. <https://doi.org/10.1108/17554250810909419>
- Campello, M., & Giambona, E. (2013). *Real Assets and Capital Structure*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Vol. 48). <https://doi.org/10.1017/S0022109013000525>
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470–487.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009>
- Carney, M. (2005). Corporate Governance and Competitive Advantage in Family- Controlled Firms. *Entrepreneurship & Regional Development*, 249–265. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00081.x>
- Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family-Controlled Firms Care More About Their Stakeholders. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1153–1173.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00543.x>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., De Massis, A., Frattini, F., & Wright, M. (2015). The ability and willingness paradox in family firm innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 32(3), 310–318. <https://doi.org/10.1111/jpim.12207>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(2), 267–293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00407.x>
- Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). Variations in R & D Investments Of Family and Nonfamily Eirms : Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976–997. <https://doi.org/10.2307/23317622>
- Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2010). Corporate Entrepreneurship in Family Firms: A Family Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, (662), 1043–1056.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00412.x>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family Business by behavior.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1103–1113.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00540.x>
- Eddleston, K. A., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2010). Governance and trust in family firms: An introduction. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34(6), 1043–1056.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00412.x>
- Filser, M., De Massis, A., Gast, J., Kraus, S., & Niemand, T. (2017). Tracing the Roots of



- Innovativeness in Family SMEs: The Effect of Family Functionality and Socioemotional Wealth. *Journal of Product Innovation Management*, 0(0). <https://doi.org/10.1111/jpim.12433>
- Gallo, M. A., Tapiés, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303–318. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020.x>
- Gedajlovic, E., & Carney, M. (2010). Markets, hierarchies, and families: Toward a transaction cost theory of the family firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 34(6), 1145–1172. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00418.x>
- Goel, S., & Jones, R. J. (2016). Entrepreneurial Exploration and Exploitation in Family Business: A Systematic Review and Future Directions. *Family Business Review*, 29(1), 94–120. <https://doi.org/10.1177/0894486515625541>
- Hoopes, D. G., & Miller, D. (2006). Ownership preferences, competitive heterogeneity, and family-controlled businesses. *Family Business Review*, 19(2), 89–101. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00064.x>
- James, H. S. J. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41–55. <https://doi.org/10.1086/250095>
- Kotlar, J., Fang, H., De Massis, A., & Frattini, F. (2014). Profitability goals, control goals, and the R&D investment decisions of family and nonfamily firms. *Journal of Product Innovation Management*, 31(6), 1128–1145. <https://doi.org/10.1111/jpim.12165>
- McCaffrey, D. F., Lockwood, J. R., Mihaly, K., & Sass, T. R. (2012). A review of Stata commands for fixed-effects in normal linear models. *The Stata Journal*, 12(3), 406–432.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2011). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics. *Journal of Management Studies*, 48(1), 1–25. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00896.x>
- Nordqvist, M., Sharma, P., & Chirico, F. (2014). Family firm heterogeneity and governance: A configuration approach. *Journal of Small Business Management*, 52(2), 192–209. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12096>
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., & Achleitner, A. K. (2015). Family firm heterogeneity and corporate policy: Evidence from diversification decisions. *Corporate Governance (Oxford)*, 23(3), 285–302. <https://doi.org/10.1111/corg.12091>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179–194. <https://doi.org/10.2307/30040613>
- Sharma, P. (2004). An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family Business Review*, 17(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00001.x>
- Sharma, P., & Carney, M. (2012). Value Creation and Performance in Private Family Firms: Measurement and Methodological Issues. *Family Business Review*, 25(3), 233–242. <https://doi.org/10.1177/0894486512457295>
- Stockmans, a., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional Wealth and Earnings Management in Private Family Firms. *Family Business Review*, 23(3), 280–294. <https://doi.org/10.1177/0894486510374457>
- Wiseman, R. M., & Gomez-mejia, L. R. (1998). A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking. *Academy of Management Review*, 23(1), 133–153.
- Wright, M., Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. P. (2014). Family Enterprise and Context. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 1247–1260. <https://doi.org/10.1111/etap.12122>