

**“INFLUÊNCIA FAMILIAR NO RETORNO, VALOR E RISCO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS”¹**

“FAMILY INFLUENCE ON THE RETURN, VALUE AND RISK OF BRAZILIAN COMPANIES”

Camila Adam

Doutoranda em Ciências Contábeis (FURB)
Universidade Regional de Blumenau (FURB)
adam.camila11@gmail.com

Jules Kout Tene

Doutorando em Ciências Contábeis (FURB)
Universidade Regional de Blumenau (FURB)
tenejules5@yahoo.fr

Moacir Manoel Rodrigues Júnior

Doutor em Métodos Numéricos em Engenharia (UFPR)
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
moacir.rodrigues@ufsc.br

RESUMO

Objetivo: Analisar a relação entre a influência familiar no retorno, valor e risco das empresas brasileiras.

Fundamento: As empresas familiares têm uma imagem organizacional distinta no mercado, visto apresentarem uma identidade única relacionada ao envolvimento familiar nos negócios, que pode ser mensurado por meio da extensão de sua propriedade, ingresso às práticas de governança corporativa e envolvimento direto na gestão. Na literatura, há indícios de que a configuração familiar é um fator que está relacionado com o desempenho corporativo, inclusive referente ao mercado.

Método: Realizou-se um estudo documental com 108 empresas familiares brasileiras de capital aberto com ações negociadas na B3 no período de 2014 a 2018. Os dados foram coletados no Formulário de Referência e na base Refinitiv Eikon®. Para a análise, utilizou-se regressão com Painel de Dados empilhados.

Resultados: Constatou-se que não há relação significativa entre a influência familiar e o retorno das ações. Por outro lado, quanto maior a participação familiar no Conselho de Administração e quando o CEO pertence à família maior o valor de mercado e o risco das ações. Além disso, constatou-se que quanto maior a participação familiar na diretoria menor é o valor de mercado e o risco das ações e quando há dualidade do CEO menor o valor de mercado.

¹ Artigo recebido em: 25/08/2023. Revisado por pares em: 12/01/2024. Reformulado em: 03/10/2024. Recomendado para publicação: 02/09/2024 por Marco Aurélio dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em: 03/03/2025. Organização responsável pelo periódico: UFPB

Contribuições: Os resultados trazem uma reflexão, principalmente para gestores e investidores, sobre a configuração das empresas familiares numa economia emergente e as possíveis estratégias para se alcançar um melhor desempenho perante o mercado. Ademais, permite uma compreensão sobre as peculiaridades da influência familiar nos negócios, não sendo essa estritamente positiva ou negativa.

Palavras-chave: Influência familiar. Retorno. Valor de mercado. Risco.

ABSTRACT

Objective: Analyze the relationship between family influence on the return, value and risk of Brazilian companies.

Background: Family businesses have a distinct organizational image in the market, as they present a unique identity related to family involvement in the business, which can be measured through the extent of ownership, entry into corporate governance practices and direct involvement in management. In the literature, there is evidence that family configuration is a factor that is related to influencing corporate performance, including in relation to the market.

Method: This investigation utilized an archival method with 108 publicly traded Brazilian family companies with shares traded on B3 in the period from 2014 to 2018. Data were collected in the *Formulário de Referência* and in the Refinitiv Eikon® database. For the analysis, the study used regression with Pooled Data Panel.

Results: The results show that there is no significant relationship between the family influences on the stock return. On the other hand, the greater the family participation in the Board of Directors and when the CEO belongs to the family, the greater the market value and risk of the shares. In addition, it was found that the greater the family participation in the board, the lower the market value and risk of the shares and when there is duality of the CEO, the lower the market value.

Contributions: The results provide a reflection, mainly for managers and investors, on the configuration of family businesses in an emerging economy and the possible strategies to achieve better performance in the market. Furthermore, it allows an understanding of the peculiarities of family influence on business, which is not strictly positive or negative.

Keywords: Family influence. Return. Market value. Risk.

1 INTRODUÇÃO

A estrutura empresarial mais comum, em nível mundial, é a das empresas familiares (Carr et al., 2021). No Brasil, segundo dados do IBGE e SEBRAE, 90% das empresas são familiares, sendo que elas representam 65% do Produto Interno Bruto do país e são responsáveis por 75% das vagas de emprego. No mercado de capitais, a representatividade das empresas familiares também não é diferente, até porque em sua história, o mercado de capitais brasileiro foi baseado por empresas de estrutura familiar ou governamental (Vieira & Mendes, 2006). Dentre os principais tipos de empresas listadas na bolsa brasileira, destaca-se as empresas com alta concentração de capital (Nascimento et al., 2018), principalmente as empresas familiares (Coutinho, 2013).

As empresas familiares têm uma imagem organizacional distinta no mercado, visto apresentarem uma identidade única relacionada ao envolvimento familiar nos negócios, que acaba criando uma vantagem competitiva (Neffe et al., 2024; Zellweger et al., 2012). Anderson e Reeb (2003) afirmam que tais empresas costumam ter um desempenho melhor do que as não familiares, tanto sob o aspecto da lucratividade, quanto relacionado ao mercado. Diante desse cenário, especialmente para o contexto brasileiro, questiona-se acerca dos determinantes de tal vantagem competitiva nas empresas familiares.

Na literatura, define-se uma empresa como familiar a partir do envolvimento da família nos negócios, sendo que a influência familiar nas empresas pode ser mensurada por meio da extensão de sua propriedade, ingresso às práticas de governança corporativa e envolvimento direto na gestão (Astrachan *et al.*, 2002). Dentro desse campo, há indícios da existência de um desempenho superior das empresas familiares em relação as demais, visto apresentarem uma configuração única (Heino *et al.*, 2020; Zellweger, 2006). Essa configuração deriva da influência familiar nos negócios, que baseada pelos interesses familiares, é determinante na definição dos objetivos/metapas, estratégias, gestão e resultados da empresa (Chrisman *et al.*, 2012; Watkins-Fassler *et al.*, 2024).

As empresas familiares são focadas no longo prazo e optam por estratégias menos arriscadas, o que tende a diminuir o seu risco (Gentry *et al.*, 2016; Swanpitak *et al.*, 2020). A estratégia de longo prazo é consequência do horizonte de investimento dos membros familiares, que buscam prolongar o valor da empresa e não se atentam, de forma demasiada, em resultados de curto prazo (Liew & Devi, 2021). Além disso, devido à baixa diversificação e alta concentração de propriedade, os membros familiares possuem fortes incentivos para aumentar o valor da empresa, pois são estes que se beneficiam e suportam as consequências das decisões organizacionais (Cheng, 2014; Hedge *et al.*, 2020).

Villalonga e Amit (2006) constataram que a propriedade familiar tende a gerar valor somente quando o fundador atua como CEO da empresa, no entanto quando os descendentes atuam como CEOs, o valor da empresa tende a ser destruído. Neste trabalho, os autores indicam ainda que outro ponto importante de envolvimento familiar é a possibilidade de atuação da família no controle do Conselho de Administração.

Zellweger (2006) identificou, quanto ao desempenho financeiro, que empresas familiares apresentam notadamente retornos e riscos menores, enquanto para determinação do valor da companhia o desempenho é superior. Costa *et al.* (2014), investigaram a gestão familiar e a criação (ou destruição) de valor nas empresas brasileiras e os resultados mostraram a existência de uma relação negativa entre a presença de diretores relacionados à família e o valor da firma. No entanto, o estudo não analisa as questões de retorno e risco das ações dessas empresas.

Apesar dessa discussão não ser recente, ainda não está claro se o engajamento familiar melhora (ou prejudica) o desempenho das empresas (Ingram *et al.*, 2020; Schulze & Gedajlovic, 2010). Na literatura ainda persiste a ambiguidade se a empresa familiar é um modelo de negócios eficaz (Barros-Contreras *et al.*, 2024; Shyu, 2011). Nesse sentido, há duas vertentes principais na literatura sobre a influência familiar. A vertente da relação positiva afirma que a família promove vantagem competitiva, ao reduzir os custos de agência. Já a vertente da relação negativa argumenta que a família promove gestão ineficaz, devido à alta concentração de propriedade facilitar a expropriação dos acionistas minoritários (Cid *et al.*, 2022; Ghalke *et al.*, 2024).

Além disso, há evidências de que a relação da influência familiar sobre o desempenho de mercado é menos robusta, em comparação ao desempenho financeiro (Gill & Kaur, 2015), e que as constatações da literatura são em sua maioria de mercados desenvolvidos e regulamentados (Cid *et al.*, 2022; Villalonga & Amit, 2006), o que se entende como uma lacuna a ser explorada.

Nesse sentido, entende-se que a influência familiar nos negócios está relacionada ao desempenho de mercado das empresas. Contudo, a direção dessa relação, ou seja, se é positiva ou negativa, não é consensual. Levando em consideração que o tipo de influência familiar (a extensão da propriedade, da gestão e do controle familiar), também é determinante no desempenho (Taras *et al.*, 2018), considera-se relevante distinguir tais formas de envolvimento e sua interferência sobre o desempenho das empresas, principalmente num mercado emergente. A partir do exposto, o objetivo da pesquisa é analisar a relação da influência familiar no retorno, valor e risco das empresas familiares brasileiras.

Para atender ao objetivo da pesquisa, realizou-se um estudo documental com as empresas familiares brasileiras de capital aberto. Os dados foram coletados no Formulário de Referência e na base Refinitiv Eikon®. Os resultados indicam que a influência familiar, seja ela pela propriedade, governança ou gestão, não possui relação com o retorno do preço das ações. Especificamente sobre cada item da influência familiar, constatou-se que a propriedade não possui relação com o desempenho de mercado (retorno, valor e risco). Em relação a governança, verificou-se que quanto maior a participação familiar no Conselho de Administração, maior o valor de mercado e o risco das ações. Para a gestão, observou-se que quanto maior a participação familiar na diretoria, menor o valor de mercado e o risco das ações. Por fim, quando há Dualidade do CEO na companhia, menor o valor de mercado.

O estudo apresenta como justificativa o enfoque em empresas familiares, visto que esse tipo de organização, caracterizada pela concentração de capital, é uma das bases do mercado de capitais brasileiros (Vieira & Mendes, 2006). Além disso, o estudo explora o contexto brasileiro, com as particularidades de uma economia emergente da América Latina, em que estruturas de propriedade concentrada, como as empresas familiares, são parte importante no desenvolvimento econômico (Brandt *et al.*, 2023; Ghalke *et al.*, 2024). Como destaca Cid *et al.* (2022), as companhias da América Latina possuem características semelhantes, principalmente em relação a alta concentração de propriedade e fraca proteção ao investidor. Ademais, muitas das evidências e constatações da literatura, desenvolvidas em economias desenvolvidas, podem não ser aplicadas nos mercados emergentes (Watkins-Fassler *et al.*, 2024). Portanto, os resultados podem ser relevantes também para outros países, trazendo insights para novas pesquisas.

Quanto a questão teórica, o estudo enseja o desenvolvimento da literatura acerca das questões da influência da participação familiar e seu impacto no desempenho de mercado. No aspecto prático, o estudo possibilita as empresas brasileiras analisarem quais características da participação familiar têm impacto no retorno das ações, em seu valor e risco. Assim, espera-se que os resultados proporcionem uma reflexão sobre a configuração familiar nas empresas brasileiras, com vistas a indicar caminhos que criem valor. Por exemplo, se é necessária a adoção de melhores práticas de governança ou a pulverização da propriedade e da gestão, para que o desempenho de mercado dessas empresas aumente (Cid *et al.*, 2022).

A investigação proposta contribui ainda com a constituição de um quadro teórico-analítico sobre as empresas familiares brasileiras, conforme destaca Volta *et al.* (2021). De certa forma, a construção dessa estrutura, permite uma compreensão melhor das peculiaridades da influência familiar nos negócios, seja em questões estratégicas, gerenciais, financeiras, de mercado e organizacionais. Além disso, o estudo contribui com o entendimento da heterogeneidade das empresas familiares (Raul *et al.*, 2019), em que a influência familiar no desempenho não pode ser vista de forma dicotômica, unicamente positiva ou negativa (Alves & Gama, 2020).

2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES

Conforme Astrachan *et al.* (2002), uma família pode influenciar um negócio por meio da extensão de sua propriedade, pela participação em instrumentos de governança corporativa e envolvimento na gestão. Este nível de influência familiar pode ser medido por meio da subescala de poder do F-PEC que avalia o grau de influência global ou de poder nas mãos de membros da família em relação ao negócio. A influência da família por meio da propriedade pode ser entendida como o percentual das ações da empresa detido pelos membros familiares. Enquanto a influência da família a partir da governança e gestão pode ser compreendida como a proporção de representantes da família que são membros dos Conselhos de Administração ou da Diretoria (Alves & Gama, 2020; Astrachan *et al.*, 2002).

Na literatura há alguns exemplos de que a influência familiar é determinante para o desempenho e outros indicadores das empresas. Analisando empresas dos Estados Unidos, Anderson e Reeb (2003) investigaram a relação entre a propriedade da família fundadora e o desempenho de empresas de capital aberto da Standard & Poors 500 e verificaram que as empresas familiares têm valores para seu Q de Tobin mais altos e maior retorno sobre os ativos do que empresas não familiares comparáveis. Além disso, os autores encontraram que a relação entre as propriedades familiares e o desempenho da empresa não é linear e que, quando os membros da família servem como CEO, o desempenho é melhor do que quando o CEO é externo.

Investigando empresas da Fortune 500 durante os anos de 1994 e 2000, Villalonga e Amit (2006) verificaram que a propriedade familiar cria valor apenas quando é combinada com certas formas de controle e gestão familiar. Os resultados apontaram que a propriedade familiar cria valor somente quando o fundador atua como CEO da empresa familiar ou como Presidente do Conselho de Administração. Já quando os descendentes atuam como CEOs, o valor da empresa é destruído.

No cenário das empresas no México, Poletti-Hugues e Williams (2019) investigaram o efeito da participação da família no valor da empresa e na tomada de riscos corporativos. Eles verificaram que as empresas familiares desfrutam de maior valor e toleram níveis mais altos de risco do que empresas não familiares. Além disso, perceberam que o valor da empresa aumenta quando as empresas seguem boas práticas de governança corporativa.

Analisando mais precisamente a relação entre a propriedade familiar e os retornos do mercado de ações, Eugster e Isakov (2019) exploraram as empresas não financeiras listadas no mercado acionário Suíço entre os anos de 2003 e 2013 e verificaram que os retornos acionários das empresas familiares são significativamente mais altos do que os das empresas não familiares. Os autores sugerem que o maior retorno acionário é decorrente do prêmio recebido pelos investidores externos por manterem ações dessas empresas, pois estão expostos aos problemas específicos de agências presentes nas empresas familiares.

O impacto positivo da propriedade da família no retorno das ações pode estar relacionado a um esforço avaliado inadequadamente, pelos participantes do mercado, dos membros da família, uma vez que a concentração da propriedade nas mãos da família pode ter efeitos positivos e negativos na eficiência econômica (Eugster & Isakov, 2019). Entende-se que os participantes do mercado têm preocupações com as perspectivas das empresas familiares devido à presença de possíveis problemas de agência. Os investidores ganham um prêmio por manter ações dessas empresas e esse prêmio é proporcional ao nível de controle da família (Eugster & Isakov, 2019).

Ao investigarem as empresas familiares de capital aberto na Índia, Hedge et al. (2020) identificaram que em mercados emergentes, em que o ambiente é menos competitivo e com alto potencial de crescimento, a concentração de propriedade familiar tende a melhorar o desempenho, especificamente no retorno das ações. Desta forma, apresenta-se como uma das hipóteses da pesquisa:

H1: Há uma relação positiva entre a influência familiar no negócio e o retorno da ação.

O desempenho da empresa é uma das preocupações centrais das empresas familiares, visto que seus membros estão emocionalmente ligados aos negócios e dependem do seu desempenho para sobreviverem (Singla, 2020). Nesta perspectiva, as famílias têm fortes incentivos para maximizar o valor da empresa e tomar as melhores decisões possíveis para maximizar sua própria riqueza (Anderson & Reeb, 2003; Eugster & Isakov, 2019).

A propriedade, como uma característica da influência familiar, afeta o desempenho das empresas familiares, que ao não possuírem separação entre propriedade e gestão, reduzem os custos de agência e melhoram o desempenho (Singla, 2020; Ghalke et al., 2024). A participação na Diretoria e no Conselho de Administração, também são importantes nesse sentido, pois as famílias, a partir

de sua posição dominante, podem acompanhar de perto a gestão e contestar qualquer decisão em seu interesse. Esse comportamento pode gerar valor para a empresa e seus acionistas (Anderson & Reeb, 2003; Eugster & Isakov, 2019).

Investigando empresas não financeiras de 13 países da Europa Ocidental, Maury (2006), verificou que o controle familiar está associado a um maior valor de mercado das empresas em comparação com as controladas por proprietários não-familiares. O estudo sugere que o valor de mercado aumenta quando os acionistas minoritários conseguem ser protegidos do oportunismo familiar, principalmente onde o mercado é mais bem regulado. Desta forma, a proteção dos acionistas minoritários se traduz em ganhos de eficiência no controle familiar, promovendo maior valorização da empresa.

No contexto das empresas do México, Poletti-Hugues e Williams (2019), investigaram o efeito da participação da família no valor da empresa e verificaram que as empresas familiares desfrutam de maior valor do que as empresas não familiares. O estudo argumenta que o maior valor de mercado das empresas familiares é explicado pela redução dos custos de agência, derivado da não separação da propriedade e gestão, que promove a redução da assimetria de informação entre principal e agente. Além disso, os autores sugerem que a cultura e as tradições das empresas familiares mexicanas favorecem o maior valor de mercado, ao priorizarem os interesses familiares.

Ao analisar as empresas familiares chilenas, Cid et al. (2022) identificaram que há impacto positivo da propriedade familiar no valor da empresa, contudo, ressaltaram que essa relação é em forma de U, ou seja, em determinado momento, a relação se torna negativa. Ademais, os autores identificaram que quando o CEO ou presidente do conselho é o fundador, o valor da empresa aumenta. Esse efeito decorre pelo fato de os membros familiares possuírem a reputação e riqueza da família e aplicam maior eficiência na sua gestão. O mercado identifica esse efeito, e consequentemente, o valor da empresa se eleva.

Sendo assim, apresenta-se hipótese para esse estudo:

H2: Há uma relação positiva entre a influência familiar no negócio e o valor de mercado.

Conforme traz a literatura, as empresas familiares são tradicionalmente retratadas como conservadoras e avessas a riscos, justamente por buscarem preservar seus ativos para as gerações futuras (Alessandri et al., 2018). A orientação de longo prazo é típica das empresas familiares e molda as preferências de risco e influencia os investimentos estratégicos (Gentry et al., 2016; Swanpitak et al., 2020). Ao serem propensas a horizontes de tempo prolongados para tomada de decisões estratégicas, as empresas familiares acabam reduzindo o seu foco em retornos de curto prazo (Anderson & Reeb, 2003; Liew & Devi, 2021), que envolvem comportamentos mais arriscados que podem comprometer a salvaguarda do negócio familiar (Lumpkin & Brigham, 2011).

A influência familiar, a partir da propriedade, governança e gestão, são capazes de afetar as estratégias da empresa. Assim, quando os membros familiares tiverem posse de considerável percentual de ações da empresa, e/ou participarem da Diretoria e Conselho de Administração, maior será sua influência nas decisões que definirão as estratégias da empresa, podendo perpetuar os interesses familiares, que visam proteger a riqueza socioemocional da família (Alessandri et al., 2018).

Analisando empresas de capital aberto dos Estados Unidos, Gentry et al. (2016) examinaram o papel da orientação de longo prazo na tomada de decisões em empresas familiares e constataram que por focarem suas estratégias no longo prazo, as empresas familiares apresentam riscos menores. Conforme os autores, os membros familiares orientam as empresas na direção mais conservadora dos investimentos e das estratégias, garantindo a sobrevivência dos negócios da família.

Kim e Cho (2021) investigaram empresas de capital aberto e grupos *chaebol* (grande conglomerado controlado e administrado por uma família) na Coreia do Sul. Os resultados indicaram que

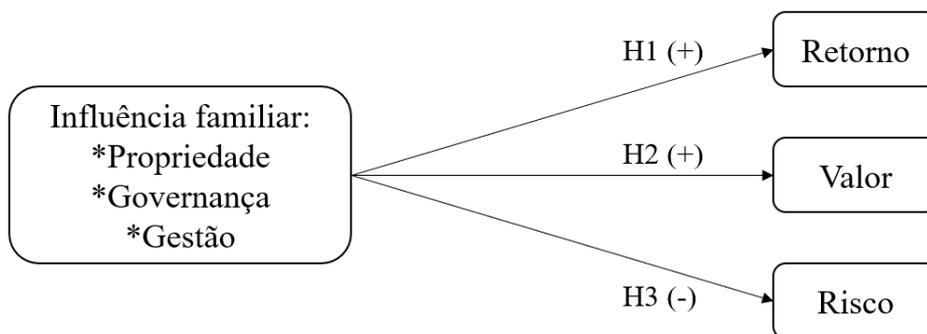
a propriedade dos maiores *blockholders* familiares estava relacionada a um menor risco sistemático e volatilidade das ações dessas empresas, sendo a relação intensificada nos grupos *chaebol*. Os autores indicam que os blocos familiares, com tendência à aversão ao risco, utilizam da sua influência para reduzir a volatilidade das ações.

Nesse ensejo, apresenta-se como hipótese desta pesquisa:

H3: Há uma relação negativa entre a influência familiar no negócio e o risco da ação.

Na Figura 1, apresenta-se o desenho da pesquisa, que mostra a relação proposta pelas hipóteses e as variáveis utilizadas.

Figura 1. Modelo conceitual



Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme a Figura 1, a hipótese deste estudo propõe uma relação positiva entre a variável independente (influência familiar) e a variável dependente (retorno), uma relação positiva entre a variável independente (influência familiar) e a variável dependente (valor) e uma relação negativa entre a variável independente (influência familiar) e a variável dependente (risco). Na próxima seção, apresenta-se a metodologia adotada na pesquisa.

3 METODOLOGIA

A população do estudo foi composta pelas empresas familiares brasileiras de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores B3. As companhias de capital aberto apresentam considerável propriedade, gestão e controle familiar (Coutinho, 2013), o que fornece uma configuração importante para a realização do estudo. Na bolsa de valores B3 estão listadas 424 empresas e destas 173 são empresas familiares. Após a exclusão das empresas estatais, empresas não familiares e as que não apresentavam dados suficientes para o período analisado, a amostra do estudo foi formada por 108 empresas familiares.

Uma empresa é considerada familiar quando há envolvimento dos membros familiares na propriedade da empresa e/ou nos cargos da alta administração (Anderson & Reeb, 2003). O envolvimento concede aos membros familiares, poder e legitimidade para influenciar a tomada de decisões da empresa (Chrisman *et al.*, 2012). Desta forma, a pesquisa considerou como empresa familiar a companhia na qual os membros de uma família específica detinham percentual igual ou superior a 20% das ações ordinárias da empresa (Singla *et al.*, 2014; Purkayastha *et al.*, 2019) e/ou pelo menos 2 membros da mesma família no Conselho de Administração (Anderson & Reeb, 2003; Laffranchini & Braun, 2014). O interesse da pesquisa está voltado no poder de voto dos membros familiares, por isso a definição de empresa familiar considera apenas ações ordinárias. O estudo de Santos e Silva (2018) também utilizou apenas ações ordinárias para classificar uma empresa como familiar no contexto brasileiro.

Os dados para a classificação das empresas em familiares e para a influência familiar foram coletados nos Formulários de Referência, de cada empresa, disponíveis no *site* da bolsa de valores B3. Essas análises foram realizadas para os anos de 2014 a 2018. Para a classificação das empresas como familiares, o estudo analisou o controle e grupo econômico, no item 15 do Formulário de Referência, mais especificamente a posição acionária, no item 15.1/2. Além disso, analisou-se na seção Assembleia e administração, o sobrenome dos membros do Conselho de Administração, especificamente no item 12.5/6, e as relações familiares, no item 12.9 do Formulário de Referência.

Quanto a influência familiar, que tem como objetivo analisar a extensão e a maneira que a família se envolve na empresa (Astrachan *et al.*, 2002), o estudo analisou alguns itens do Formulário de Referência. Em relação a propriedade, analisou-se a posição acionária e o sobrenome dos acionistas, no item 15.1/2, e as relações familiares, no item 12.9. Mais especificamente, identificou-se quem eram os membros da família controladora e posteriormente coletou-se o percentual de ações ON detidas por estes. Quanto a governança e a gestão, verificou-se o sobrenome e o cargo eletivo ocupado pelos membros do Conselho de Administração e Diretoria, no item 12.5/6, e as relações familiares, no item 12.9 do Formulário de Referência. Essa conferência teve como intuito identificar os membros da família controladora (identificação para posterior contagem) em cargos de governança e gestão. As variáveis relacionadas ao retorno, valor, risco, tamanho, rentabilidade e crescimento foram coletados na base da Refinitiv Eikon®.

Na Tabela 1, apresenta-se as variáveis utilizadas no estudo, bem como a descrição e definição destas, e os autores base.

Tabela 1

Constructo da pesquisa

Variável	Definição	Autores
Variáveis independentes - Influência familiar		
Propriedade		
Percentual de ações ordinárias familiar	Percentual de ações ordinárias detidas pelos membros da família controladora	Singla (2020)
Governança		
Participação familiar no Conselho de Administração	Proporção de membros familiares em relação ao número total de membros no Conselho de Administração	Cheng (2014)
Presidente do Conselho de Administração é familiar	<i>Dummy</i> , 1 se o presidente do Conselho de Administração for da família e 0 caso contrário	Kohli e Gill (2019)
Gestão		
Participação familiar Diretoria	Proporção de membros familiares em relação ao número total de membros na diretoria	Cheng (2014)
CEO é familiar	<i>Dummy</i> , 1 se o CEO for da família e 0 caso contrário	Kohli e Gill (2019)
Diretor de Relação com Investidores é familiar	<i>Dummy</i> , 1 se o diretor de Relações com Investidores for da família e 0 caso contrário	Cheng (2014)
CEO <i>Duality</i>	<i>Dummy</i> , 1 se o CEO também for Presidente do CA e 0 caso contrário	Dorata e Petra (2008)
Variáveis dependentes		
Retorno	Variação preço das ações	Eugster e Isakov (2019)
Valor de mercado	<i>Market-to-book</i>	Singla (2020)
Risco	Volatilidade do preço das ações	Kohli e Gill (2019)
Variáveis de controle		
Tamanho	Logaritmo do ativo	Kohli e Gill (2019)
Rentabilidade	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização /Ativo total	Maury (2006)
Crescimento	Variação das vendas	Chen e Wang (2019)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para medir a influência familiar, a variável independente, o estudo utilizou as medidas de propriedade, governança e gestão, conforme a subescala de poder F-PEC do estudo de Astrachan *et al.* (2002). Quanto as variáveis dependentes, estimou-se o risco por meio da volatilidade do preço das ações, utilizando o desvio padrão do preço semanal das ações durante os anos de 2013 a 2018. Como *proxy* de valor da empresa, utilizou-se a medida do *market-to-book*, obtida através da razão entre o valor de mercado da companhia e o valor contábil do capital próprio. O retorno foi estimado mediante a variação percentual do preço das ações no início e final dos anos de 2012 a 2018.

Os procedimentos estatísticos foram executados no software STATA®. Os modelos de regressão foram trabalhados com um Painel de Dados empilhados (*Pooled Ordinary Least Squares*), inserindo o controle de efeitos fixos de ano e setor para as empresas. Esses tratamentos se justificam pelos efeitos temporais serem mais importantes do que os relacionados com as empresas (Wooldridge, 2010), visto que estes, já são controlados pelas variáveis de controle. Os dados foram coletados para o período entre 2014 e 2018 (5 anos). O estudo trabalhou com dados desbalanceados, totalizando 507 observações. Os modelos estimados para verificação das hipóteses de pesquisa são descritos nas equações, Eq. (1), Eq. (2) e Eq. (3), sendo que representam respectivamente o teste para retornos, valor e risco:

$$\begin{aligned} \text{Retorno}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 PF_{i,t} + \beta_2 PFCA_{i,t} + \beta_3 PCAF_{i,t} + \beta_4 PFDI_{i,t} + \beta_5 CEOF_{i,t} + \beta_6 DRIF_{i,t} \\ & + \beta_7 CEOD_{i,t} + \beta_8 Tamanho_{i,t} + \beta_9 Rentabilidade_{i,t} + \beta_{10} Crescimento_{i,t} \\ & + \beta_{11} EfeitoFixoSetor + \beta_{12} EfeitoFixoAno + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{Eq. (1)}$$

$$\begin{aligned} \text{Valor}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 PF_{i,t} + \beta_2 PFCA_{i,t} + \beta_3 PCAF_{i,t} + \beta_4 PFDI_{i,t} + \beta_5 CEOF_{i,t} + \beta_6 DRIF_{i,t} \\ & + \beta_7 CEOD_{i,t} + \beta_8 Tamanho_{i,t} + \beta_9 Rentabilidade_{i,t} + \beta_{10} Crescimento_{i,t} \\ & + \beta_{11} EfeitoFixoSetor + \beta_{12} EfeitoFixoAno + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{Eq. (2)}$$

$$\begin{aligned} \text{Risco}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 PF_{i,t} + \beta_2 PFCA_{i,t} + \beta_3 PCAF_{i,t} + \beta_4 PFDI_{i,t} + \beta_5 CEOF_{i,t} + \beta_6 DRIF_{i,t} \\ & + \beta_7 CEOD_{i,t} + \beta_8 Tamanho_{i,t} + \beta_9 Rentabilidade_{i,t} + \beta_{10} Crescimento_{i,t} \\ & + \beta_{11} EfeitoFixoSetor + \beta_{12} EfeitoFixoAno + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{Eq. (3)}$$

em que:

$PF_{i,t}$ = Percentual de ações ordinárias familiar;

$PFCA_{i,t}$ = Participação familiar no Conselho de Administração

$PCAF_{i,t}$ = Presidente do Conselho de Administração é familiar

$PFDI_{i,t}$ = Participação familiar Diretoria

$CEO_{i,t}$ = CEO é familiar

$DRIF_{i,t}$ = Diretor Relação com Investidores é familiar

$CEOD_{i,t}$ = CEO Duality

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção apresenta a sequência de análises que foram realizadas a partir dos resultados do estudo. A Tabela 2 mostra a análise descritiva das variáveis do estudo. Observa-se nesta tabela que as empresas familiares na B3 têm, em média, um total de ativo estimado de R\$ 31 bilhões e um valor de mercado (*market-to-book*) de 1,69, indicando que o mercado reconhece um valor maior das empresas do que o registrado nas demonstrações contábeis. Essas empresas têm uma rentabilidade média de 7,1% e aumentam seu faturamento em cerca de 4,8% ao ano. Além disso, as ações dessas empresas oferecem um retorno médio de 15,2% e um risco (volatilidade do preço) médio de R\$ 2,80.

Tabela 2

Análise descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Retorno	0,1524	0,6387	-0,8542	5,1103
Valor	1,6926	1,9935	0,0448	16,8543
Risco	2,8066	6,3769	0	84,5472
Percentual de ações ordinárias familiar	0,6048	0,2302	0,0381	1
Participação familiar no Conselho de Administração	0,4099	0,2295	0	1
Presidente do Conselho de Administração é familiar ^a	0,7140	-	-	-
Participação familiar na Diretoria	0,2969	0,2863	0	1
CEO é familiar ^a	0,5523	-	-	-
Diretor de Relação com Investidores é familiar ^a	0,2150	-	-	-
CEO Duality ^a	0,1183	-	-	-
Tamanho (mi)	31.495	173.604	15	1.552.797
Rentabilidade	0,0716	0,0820	-0,3898	0,3215
Crescimento	0,0487	0,3955	-1	3,6884

Nota. ^a Variável *dummy*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto à propriedade, a família possui 60,5% das ações com direito a voto, o que indica que há uma maior concentração da propriedade e do controle na família. Essa forte influência da família pode ser percebida ao analisar a composição do Conselho de Administração e da Diretoria das empresas. No que se refere ao Conselho de Administração, verificou-se que em média a proporção de membros familiares no Conselho de Administração é de 41% e, em 71,40% das empresas o Presidente do Conselho de Administração é da família. Já em relação à Diretoria, a família ocupa em média 29,7% dos cargos de diretorias sendo que em 55,2% das empresas o CEO é familiar e em 21,5% o Diretor de Relação com Investidores é familiar. Foi verificado também que em 11,8% das empresas há a situação de CEO *duality*, quando um mesmo indivíduo exerce as funções de CEO e Presidente do Conselho de Administração.

Tabela 3

Retorno, Valor e Risco por setor

Setor	Nº	Retorno	Média	
			Valor	Risco
Bens Industriais	22	0,0532	2,2690	1,6456
Consumo Cíclico	22	0,2320	1,7000	2,1773
Consumo Não Cíclico	15	0,1411	2,0579	6,4913
Financeiro	29	0,0926	1,3056	2,0229
Materiais Básicos	13	0,2946	1,1305	4,3023
Petróleo, Gás e Biocombustível	1	0,1178	0,7040	0,8845
Saúde	3	0,1231	1,4023	1,5782
Tecnologia da Informação	1	-0,0266	3,9917	2,4650
Utilidade Pública	2	0,6412	1,8445	0,9125

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3, que os setores apresentam diferenças entre si quando comparados em relação ao retorno e risco das ações e o valor de mercado das empresas familiares. Quanto o retorno das ações, destaca-se o setor da Utilidade Pública com maior retorno, com um aumento de 64,1% do preço das ações, e o setor da Tecnologia da Informação que não apresentou retornos positivos, com uma redução de 2,7% do preço das ações. Em relação ao risco, o setor do Consumo Não Cíclico apresentou a maior volatilidade do preço das ações, cerca de R\$ 6,49, e o setor de Petróleo, Gás e Biocombustível o menor risco, com uma volatilidade de R\$ 0,88. No tocante ao valor de

mercado (*market-to-book*), o setor de Petróleo, Gás e Biocombustível apresentou o menor valor, 0,70 e o setor da Tecnologia da Informação o maior valor 3,99.

A Tabela 4 apresenta o resultado da regressão OLS em relação a influência familiar sobre o retorno, valor e risco das empresas familiares brasileiras. Cabe destaque que foram inicialmente estimados todos os modelos por OLS e testados os pressupostos necessários para que estimador seja considerado adequado. Apenas na estimação do modelo que explica o risco (Eq. 3), verificou-se que os resíduos podem ser considerados heterocedásticos. Mesmo assim, foram estimados novamente todos os modelos com correção de White para erros padrão robustos, que são os resultados apresentados.

Tabela 4
Regressão OLS

	Retorno (Eq. 1)		Valor (Eq. 2)		Risco (Eq. 3)	
	Coef.	Erro Pad. Robusto	Coef.	Erro Pad. Robusto	Coef.	Erro Pad. Robusto
Variáveis independentes						
Intercepto	-0,6048*	0,3072	0,6889	1,3864	12,6330***	3,2762
Propriedade						
Percentual de ações ordinárias familiar	0,0634	0,1066	-0,3641	0,3593	-1,2250	0,8288
Governança						
Participação familiar no Conselho de Administração	0,1045	0,1653	0,8761**	0,4201	3,3675**	1,6172
Presidente do Conselho de Administração é familiar ^a	0,0860	0,0550	-0,2396	0,2160	0,2043	0,3426
Gestão						
Participação familiar na Diretoria	0,1702	0,1348	-0,9316**	0,3722	-4,0782**	1,7577
CEO é familiar ^a	0,0292	0,0633	0,4170*	0,2238	1,9739**	0,9986
Diretor Relação Investidores é familiar ^a	-0,0921	0,0812	-0,0745	0,2761	1,0619	0,8915
CEO Duality ^a	-0,0008	0,0904	-0,6506***	0,2235	0,9030	0,8869
Variáveis de controle						
Tamanho	0,0106	0,0137	-0,0203	0,0624	-0,4784***	0,1569
Rentabilidade	1,7857***	0,3751	7,2530***	1,4954	2,8143	4,2051
Crescimento	0,1054	0,0732	-0,0141	0,2082	0,7309	0,5967
Informações do modelo						
Efeitos Fixos de Setor	Sim		Sim		Sim	
Efeitos Fixos de Ano	Sim		Sim		Sim	
Prob > F	0,0000		0,0000		0,0000	
R ²	0,2688		0,1860		0,1308	
R ² ajustado	0,2355		0,1490		0,0913	
Durbin Watson	1,6195		1,7946		1,8966	
Shapiro Francia ^b	0,00001		0,00001		0,00001	
Teste de White	0,4433		0,5422		0,0068	
Máximo <i>Variance inflation factor</i>	2,75		2,75		2,75	
Observações	507		507		507	

Nota. *p<0,1. **p<0,05. ***p<0,01. ^a Variável *dummy*. ^b Conforme o Teorema Central do Limite, relaxa-se o pressuposto da normalidade.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos resultados da Tabela 4, analisou-se as hipóteses da pesquisa. Referente a hipótese 1, que discute sobre a influência familiar no retorno da ação, verificou-se que não há relação significativa entre as variáveis, apesar do sinal dos coeficientes, em sua maioria, ser positivo. Ou seja, a influência familiar, seja esta pela propriedade, governança ou gestão, não possui relação com o retorno do preço das ações. Assim, os resultados divergem do estudo de Eugster e Isakov (2019) que verificaram que os retornos acionários das empresas familiares são significativamente maiores.

Talvez o contexto das pesquisas possa ser a explicação para essa divergência, visto que o estudo de Eugster e Isakov (2019) foi realizado em um país desenvolvido e os dados desta pesquisa são de um país emergente, em que todo um cenário econômico acaba se modificando. Como ressalta Cid et al. (2022), em companhias de mercados emergentes, quando existe alta concentração de propriedade pela família controladora, há a possibilidade de esta utilizar sua participação na gestão e/ou no controle para benefício próprio.

Em relação a hipótese 2, que discute sobre a influência familiar no valor de mercado, constatou-se que a influência familiar a partir da participação na governança e gestão estão relacionadas ao valor de mercado. Especificamente sobre a governança, há uma relação positiva. Quanto maior a participação familiar no Conselho de Administração, maior o valor de mercado das empresas familiares. Sobre a participação na gestão, há relações positivas e negativas, dependendo da situação. Por exemplo, o valor de mercado das empresas familiares aumenta quando o CEO é familiar. Por outro lado, o valor de mercado reduz com a participação familiar na diretoria e quando o CEO também é Presidente do Conselho de Administração, ou seja, quando há o CEO Duality.

Ademais, o resultado negativo quanto a influência familiar pela gestão, confirma a vertente da relação negativa, que a maior influência familiar no negócio gera conflitos de interesses com os acionistas minoritários, visto os membros familiares oportunizarem os interesses familiares em sobreposição aos demais acionistas (Villalong & Amit, 2006). Nesse tipo de contexto, o valor de mercado das empresas com maior representação familiar na Diretoria tende a ser reduzido (Ashwin *et al.*, 2015). Em outras palavras, em certas situações, a participação de membros não familiares na gestão/governança, tende a ser benéfica para o desempenho de mercado das empresas familiares (Gill & Kaur, 2015).

A relação positiva entre o valor de mercado e a presença de um CEO familiar é apoiada pelo estudo de Jin et al. (2021), que argumentam que CEOs familiares conseguem aproveitar de forma mais eficiente a vantagem competitiva das empresas familiares, principalmente por terem internalizado a cultura, rotinas e as práticas da empresa.

A relação negativa do CEO Duality com o valor de mercado corrobora com o estudo de Desai *et al.* (2003), que verificaram que o CEO Duality está negativamente relacionado com o desempenho de empresas de capital aberto dos Estados Unidos. Essa relação negativa, pode ser resultado da percepção do mercado frente a maior influência do CEO nas operações de negócio quando este também é Presidente do Conselho de Administração, o que aumenta as chances de esse agir de acordo com seus próprios interesses. Assim, o mercado acaba avaliando negativamente esse tipo de composição na alta gerência (Dorata & Petra, 2008).

Quanto a hipótese 3, que discute sobre a influência familiar no risco da ação, constatou-se que influência familiar, a partir da participação na governança e na gestão, estão relacionadas ao risco da ação. Quanto a governança, existe uma relação positiva, em que quanto maior a participação familiar na diretoria, maior o risco da ação das empresas familiares. No tocante a gestão, o risco da ação reduz com a participação familiar na diretoria e aumenta quando o CEO é familiar.

Os resultados referentes ao maior risco corroboram as investigações de Alessandri *et al.* (2018) e Poletti-Hugues e Williams (2019), de que quando os membros familiares participam dos conselhos da alta administração, tem maior poder e influência sobre as operações, o que leva a defenderem os interesses familiares nas decisões. E em virtude de a família dispor de uma orientação de longo prazo, para proteger a riqueza socioemocional, está propensa a aceitar perdas no curto prazo, o que pode gerar maior risco nas ações.

Os achados, quanto as hipóteses 2 e 3, levam à reflexão sobre a necessidade de diferenciar as empresas familiares que são administradas pela família e aquelas que são governadas pela família (Gill & Kaur, 2015). Na presente pesquisa, constatou-se que a participação familiar na governança, mais especificamente no Conselho de Administração, é benéfica para o valor de mercado, mas

aumenta o risco da ação. Quanto a participação na gestão, a participação familiar na diretoria é prejudicial ao valor de mercado, mas reduz o risco da ação. Já o valor de mercado é beneficiado quando o CEO é familiar, mas prejudicado quando há CEO Duality. Ademais, ressalta-se que os resultados refletem a heterogeneidade das empresas familiares, o que implica que numa menor previsibilidade de comportamento (Raul et al., 2019). Soma-se a isso, o fato de a pesquisa analisar dados de empresas brasileiras, dispostas numa economia emergente, que possuem características distintivas de outras regiões, principalmente em relação ao mercado e questões culturais (Ghalke et al., 2024).

Por fim, ressalta-se que para nenhuma das variáveis relacionadas ao desempenho de mercado (retorno da ação, valor de mercado e risco da ação) apresentou relações significativas com a influência familiar a partir da propriedade. Esse achado indica que o percentual que a família detém de ações não possui relação com seu desempenho de mercado. Alves e Gama (2020) investigaram pequenas e médias empresas portuguesas e constataram que a propriedade não se apresentou relevante para explicar o desempenho, provavelmente pelo fato da especificidade das empresas.

A partir do exposto, apresenta-se, na Tabela 5, um resumo do resultado das hipóteses.

Tabela 5

Resumo do resultado das hipóteses

Hipóteses	Propriedade	Governança	Gestão	Resultado
H1: Há uma relação positiva entre a influência familiar no negócio e o retorno da ação.	X	X	X	Não suportada
H2: Há uma relação positiva entre a influência familiar no negócio e o valor de mercado.	X	✓	✓	Suportada parcialmente
H3: Há uma relação negativa entre a influência familiar no negócio e o risco da ação.	X	X	✓	Suportada parcialmente

Nota. ✓ suportada; X não suportada.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme apresenta a Tabela 5, os resultados levam para o não suporte da Hipótese 1, que prepõe uma relação positiva entre a influência familiar e o retorno da ação. A hipótese 2, que prevê uma relação positiva da influência familiar no valor de mercado, é aceita somente quando se analisa a participação familiar no Conselho de Administração e quando o CEO é familiar. Contudo, a hipótese não é aceita em relação a participação familiar na diretoria e quando há CEO Duality, pois nessas circunstâncias o efeito da família é negativo sobre o valor de mercado. Desta forma, suporta-se parcialmente a hipótese 2, visto que os resultados corroboram com a hipótese apenas nos itens governança e gestão.

Quanto a hipótese 3, que prevê uma relação negativa da influência familiar no risco da ação, é aceita apenas quando se analisa a participação familiar na diretoria. A hipótese não é aceita em relação a participação familiar no Conselho de Administração e quando o CEO é familiar, pois nessas situações a configuração familiar tem efeito positivo sobre o risco. Desta forma, suporta-se parcialmente a hipótese 3, visto que os resultados apoiam a hipótese somente no item gestão.

5 CONCLUSÕES

O objetivo do estudo foi analisar a relação da influência familiar no retorno, valor e risco das empresas brasileiras. Os resultados indicam que a influência familiar, seja ela pela propriedade, governança ou gestão, não possui relação com o retorno do preço das ações. Especificamente sobre cada item da influência familiar, constatou-se que a propriedade não possui relação com o desempenho de mercado (retorno, valor e risco). Em relação a governança, verificou-se que quanto maior a participação familiar no Conselho de Administração, maior o valor de mercado e o risco das ações. Para a gestão, observou-se que quanto maior a participação familiar na diretoria, menor o valor de

mercado e o risco das ações. Por fim, quando há Dualidade do CEO na companhia, menor o valor de mercado.

Quanto as contribuições do estudo, destaca-se a apresentação de uma reflexão acerca da configuração das empresas familiares brasileiras, principalmente acerca das possíveis estratégias para se alcançar melhores resultados perante o mercado (Cid et al., 2022), como a adoção de boas práticas de governança corporativa e a pulverização da propriedade e da gestão. Os resultados também são oportunos, pois trazem indicativos, tanto para os gestores das empresas familiares quanto para os respectivos acionistas, sobre os efeitos dos principais tipos de influência familiar nos indicadores de mercado.

Além disso, conforme indica Pamplona *et al.* (2021), as pesquisas sobre empresas familiares ainda são incipientes, necessitando de maiores evidências. Nesse sentido, o estudo contribui para a teoria ao trazer evidências sobre as empresas familiares numa vertente mais financeira/de mercado, explorando as implicações sobre o retorno e risco das ações e valor de mercado dessas organizações. Ao ter como enfoque as empresas brasileiras, o estudo também contribui com a literatura sobre influência familiar e desempenho em mercados emergentes, que não necessariamente, seguirá a mesma lógica/comportamento dos mercados desenvolvidos (Watkins-Fassler et al., 2024).

Por fim, a pesquisa é relevante ao explanar sobre a heterogeneidade das empresas familiares. Deve-se levar em consideração que a influência familiar no desempenho não é necessariamente positiva ou negativa (Alves & Gama, 2020), dependerá de vários fatores e circunstâncias. Como limitação de pesquisa, destaca-se a definição operacional empregada para classificar as empresas em familiar ou não familiar. Como tantas outras definições, a escala F-PEC não consegue abarcar a infinidade de configurações familiares existentes, o que possivelmente influencia na composição da amostra analisada. Para pesquisas futuras, sugere-se a ampliação do estudo para outros países da América Latina e/ou de economias emergentes, pois como traz o estudo de Villalonga *et al.* (2015), pode existir variação nos resultados dependendo da definição de empresa familiar escolhida e a localização geográfica das empresas familiares.

REFERÊNCIAS

- Alessandri, T. M., Mammen, J., & Eddleston, K. (2018). Managerial incentives, myopic loss aversion, and firm risk: A comparison of family and non-family firms. *Journal of Business Research*, 91, 19-27. DOI: 10.1016/j.jbusres.2018.05.030
- Alves, C. A., & Gama, A. P. M. (2020). A performance das empresas familiares: uma perspectiva da influência da família. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 163-182. DOI: 10.7819/rbgn.v22i1.4040
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(1), 1301-1328. DOI: 10.1111/1540-6261.00567
- Ashwin, A. S., Krishnan, R. T., & George, R. (2015). Family firms in India: family involvement, innovation and agency and stewardship behaviors. *Asia Pacific Journal of Management*, 32, 869-900. DOI: 10.1007/s10490-015-9440-1
- 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. DOI: 10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x
- Barros-Contreras, I., Campopiano, G., Discua Cruz, A., Martin-Cruz, N., & Hernangómez B, J. (2024). Knowledge integration in family firms: Understanding the nexus between familiness and organizational effectiveness. *European Management Review*, 21(1), 150-165. DOI: 10.1111/emre.12572

- Block, J., Miller, D., & Jaskiewicz, P. (2011). Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: a Bayesian reconciliation. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 232-245. DOI: 10.1016/j.jfbs.2011.10.001
- Brandt, E. T., Silva, M. Z., & Mucci, D. M. (2021). Determinantes do gerenciamento de riscos corporativos em empresas familiares. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 18(4), 663-691. DOI: 10.4013/base.2021.184.06
- Carr, J. C., Vardaman, J. M., Marler, L. E., McLarty, B. D., & Blettner, D. (2021). Psychological antecedents of decision comprehensiveness and their relationship to decision quality and performance in family firms: an upper echelons perspective. *Family Business Review*, 34(1), 33-47. DOI: 10.1177/0894486520917774
- Cheng, Q. (2014). Family firm research – A review. *China Journal of Accounting Research*. 7(3), 149-163. DOI: 10.1016/j.cjar.2014.03.002
- Chen, I., & Wang, D. K. Real option, idiosyncratic risk, and corporate investment: Evidence from Taiwan family firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 1-62. DOI: 10.1016/j.pacfin.2018.05.011
- 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. DOI: 10.1111/j.1540-6520.2010.00407.x
- Cid, C., San Martín, P., & Saona, P. (2022). Founding-family-controlled firms, intergenerational succession, and firm value. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 35(1), 3138-3167. CID: 10.1080/1331677X.2021.1986673
- Costa, C. M., Galdi, F. C., & Motoki, F. Y. S. (2014). Family management: creating or destroying value? *Economics Bulletin*, 34(4), 2292-2302.
- Coutinho, L. F. L. (2013). *Aquisição de controle de companhia de capital pulverizado*. São Paulo: Almedina.
- Desai, A., Kroll, M., & Wright, P. (2003). CEO duality, board monitoring, and acquisition performance: a test of competing theories. *Journal of Business Strategies*, 20(2), 137-156. DOI: 10.54155/jbs.20.2.137-156
- Dorata, N. T., & Petra, S. T. (2008). CEO duality and compensation in the market for corporate control. *Managerial Finance*, 34(5), 342-353. DOI: 10.1016/S2212-5671(16)00039-3
- Eugster, N., & Isakov, D. (2019). Founding family ownership, stock market returns, and agency problems. *Journal of Banking & Finance*, 107, 1-20. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2019.07.020
- Gentry, R., Dibrell, C., & Kim, J. (2016). Long-Term Orientation in Publicly Traded Family Businesses: Evidence of a Dominant Logic. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(4), 733-757. DOI: 10.1111/etap.12140
- Ghalke, A., Haldar, A., & Kumar, S. (2023). Family firm ownership and its impact on performance: evidence from an emerging market. *Review of Managerial Science*, 17(2), 493-512. DOI: 10.1007/s11846-022-00527-7
- Gill, S., & Kaur, P. (2015). Family involvement in business and financial performance: A panel data analysis. *Vikalpa*, 40(4), 395-420. DOI: 10.1177/0256090915605756
- Hegde, S., Seth, R., & Vishwanatha, S. R. (2020). Ownership concentration and stock returns: Evidence from family firms in India. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101330. DOI: 10.1016/j.pacfin.2020.101330
- Heino, N., Tuominen, P., & Jussila, I. (2020). Listed family firm stakeholder orientations: The critical role of value-creating family factors. *Journal of Family Business Strategy*, 11(4), 100376. DOI: 10.1108/ARLA-08-2015-0234
- Ingram, T., Kraśnicka, T., & Głód, G. (2020). Relationships between familiness, innovation and organizational performance in Polish family businesses. *Creativity and innovation management*, 29(4), 701-718. DOI: 10.1111/caim.12407

- Jin, K., Lee, J., & Hong, S. M. (2021). The dark side of managing for the long run: Examining when family firms create value. *Sustainability*, 13(7), 3776. DOI: 10.3390/su13073776
- Kim, H. S., & Cho, K. S. (2021). The ownership of the largest family blockholders and Korean firm risk. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 287-296. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0287
- Kohli, M., & Gill, S. (2019). Impact of family involvement on strategy and CEO compensation Evidence from the Indian pharmaceutical industry. *Journal of Family Business Management*, 1-24. DOI: 10.1108/JFBM-09-2019-0060
- Laffranchini, G., & Braun, M. (2014). Slack in Family Firms: Evidence from Italy. *Journal of Family Business Management*, 4(2), 171-193. DOI: 10.1108/JFBM-04-2013-0011
- Liew, C. Y., & Devi, S. S. (2021). Family firms, banks and firm value: Evidence from Malaysia. *Journal of Family Business Management*, 11(1), 51-85. DOI: 10.1108/JFBM-03-2019-0015
- Lumpkin, G. T., & Brigham, K. H. (2011). Long-Term Orientation and Intertemporal Choice in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35(6), 1149-1169. DOI: 10.1111/j.1540-6520.2011.00495.x
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 321-341. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002
- Nascimento, M. M., Wainberg, D., Silva, F. B., & Roma, S. L. C. (2018). Mercado de capitais. In: FER-RARI, Marcos Adolfo Ribeiro (Org.) et al. *O BNDES e as agendas setoriais: contribuições para a transição de governo*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
- Neffe, C., Wilderom, C., & Lattuch, F. (2024). Family firm performance through transformational CEO leadership and familiness-related team forces. *Leadership & Organization Development Journal*, Ahead-of-print. DOI: 10.1108/LODJ-09-2023-0536
- Pamplona, E., Silva, T. P. da, & Nakamura, W. T. (2021). Influence of capital structure on the economic performance of Brazilian family and non-family businesses. *Revista De Administração Da UFSM*, 14(1), 162-181. DOI: <https://doi.org/10.5902/1983465934400>
- Poletti-Hugues, J., & Williams, J. (2019). The effect of family control on value and risk-taking in Mexico: A socioemotional wealth approach. *International Review of Financial Analysis*, 63, 369-381. DOI: 10.1016/j.irfa.2017.02.005
- Purkayastha, S., Veliyath, R., & George, R. (2019). The roles of family ownership and family management in the governance of agency conflicts. *Journal of Business Research*, 98(1), 50-64. DOI: 10.1016/j.jbusres.2019.01.024
- Rau, S. B., Schneider-Siebek, V., & Günther, C. (2019). Family firm values explaining family firm heterogeneity. *Family Business Review*, 32(2), 195-215. DOI: 10.1177/0894486519846670
- Santos, T. R., & Silva, J. O. (2018). A influência da família tem algum efeito? Análise da remuneração dos executivos das empresas familiares e não familiares. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12:e148149. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.148149>
- Schulze, W. S., & Gedajlovic, E. R. (2010). Whither Family Business? *Journal of Management Studies*, 47(2), 191-204. DOI: 10.1111/j.1467-6486.2009.00887.x
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411. DOI: 10.1108/17439131111166393
- Singla, C., Veliyath, R., & George, R. (2014). Family firms and internationalization-governance relationships: Evidence of secondary agency issues. *Strategic Management Journal*, 35(4), 606-616. DOI: 10.1002/smj.2111
- Singla, H. (2020). Does family ownership affect the profitability of construction and real estate firms? Evidence from India. *Journal of Financial Management of Property and Construction*. DOI: 10.1108/JFMPC-08-2019-0067

- Swanpitak, T., Pan, X., & Suardi, S. (2020). Family control and cost of debt: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101376. DOI: 10.1016/j.pacfin.2020.101376
- Taras, V., Memili, E., Wang, Z., & Harms, H. (2018). Family involvement in publicly traded firms and firm performance: a meta-analysis. *Management Research Review*, 41(2), 225–251. DOI:10.1108/mrr-05-2017-0150
- Vieira, S. P., & Mendes, A. G. S. T. (2006). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Organizações em Contexto*, 2(3), 48-67.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2015). Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 635-654. DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034357
- Volta, C. L. C. C., Borges, A. F., & Cappelle, M. C. A. (2021). Sucessão em empresas familiares: Um olhar a partir do conceito de Conatus. *Revista de Administração Contemporânea*, 25(4), e200021. DOI: 10.1590/1982-7849rac2021200021.por
- Watkins-Fassler, K., Rodríguez-Ariza, L., Fernández-Pérez, V., & Briano-Turrent, G. D. C. (2024). Interlocking directorates and family firm performance: an emerging market's perspective. *Journal of Family Business Management*, 14(1), 45-63. DOI: 10.1108/JFBM-02-2023-0018
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Zellweger, T. M. (2006). *Risk, Return and Value in the Family Firm*. Tese de doutorado em Administração de Empresas, University of St. Gallen, Bamberg, Alemanha.
- Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., & Memili, E. (2012). Building a family firm image: How family firms capitalize on their family ties. *Journal of Family Business Strategy*, 3(4), 239-250. DOI: 10.1016/j.jfbs.2012.10.001