

O Papel do Fundador no Crescimento e Desempenho Financeiro de Empresas Familiares: um Estudo Multi-Casos

Samuel Franco de Assis Junior (UFU) - samufranco@hotmail.com

Luana Fernandes De Souza (UFU) - luana@arqueira.com.br

Vinicius Silva Pereira (UFU) - viniuss56@gmail.com

Dany Rogers Silva (UFU) - danyrogers@ufu.br

Kamyr Gomes de Souza (UFU) - kamyr-nx@hotmail.com

Resumo:

O objetivo desta pesquisa foi analisar o impacto da saída do fundador no crescimento e desempenho financeiro de duas grandes empresas familiares. Foi realizado um estudo de caso múltiplo, que teve como amostra duas empresas familiares internacionais abertas, a Walmart e a Kuala Lumpur Kepong Berhad. Para o tratamento dos dados, utilizou-se o modelo de dados em painel. Para a empresa Kuala, nem a alavancagem nem a rentabilidade foram significativamente impactadas pela sucessão, mas houve melhora no crescimento. Já para a Walmart, a alavancagem foi significativamente reduzida após a saída do fundador, mas não houve impacto do crescimento, contrariando a hipótese de que a saída do fundador da gestão acarretaria efeito negativo sobre o crescimento da empresa. Na Walmart, a sucessão também apresentou efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa.

Palavras-chave: Empreendedorismo. Sucessão Familiar. Desempenho Financeiro.

Área temática: Abordagens contemporâneas de custos

O Papel do Fundador no Crescimento e Desempenho Financeiro de Empresas Familiares: um Estudo Multi-Casos

Resumo

O objetivo desta pesquisa foi analisar o impacto da saída do fundador no crescimento e desempenho financeiro de duas grandes empresas familiares. Foi realizado um estudo de caso múltiplo, que teve como amostra duas empresas familiares internacionais abertas, a Walmart e a Kuala Lumpur Kepong Berhad. Para o tratamento dos dados, utilizou-se o modelo de dados em painel. Para a empresa Kuala, nem a alavancagem nem a rentabilidade foram significativamente impactadas pela sucessão, mas houve melhora no crescimento. Já para a Walmart, a alavancagem foi significativamente reduzida após a saída do fundador, mas não houve impacto do crescimento, contrariando a hipótese de que a saída do fundador da gestão acarretaria efeito negativo sobre o crescimento da empresa. Na Walmart, a sucessão também apresentou efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa.

Palavras-chave: Empreendedorismo. Sucessão Familiar. Desempenho Financeiro.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

1 Introdução

A questão da sucessão, em empresas familiares, é um tema de grande complexidade, tanto pelos conflitos internos relacionados à escolha do novo líder, quanto pela necessidade de se dar continuidade à empresa. Observa-se que, em média, o compromisso das empresas familiares das famílias com atividades estratégicas e com o empreendedorismo declina vertiginosamente, após o afastamento do fundador (MIZUMOTO, 2007; JASKIEWICZ; COMBS; SABINE, 2015).

Entretanto, podem existir exceções notáveis, quando os sucessores dessas empresas familiares mantêm a postura empreendedora de seu fundador através das gerações. Ao agir de forma empreendedora, seja introduzindo novos produtos e serviços, participando de diferentes mercados, ou adotando novas tecnologias, as empresas tornam-se mais aptas a ganhar vantagem competitiva face às contínuas mudanças ocorridas no mundo empresarial (JASKIEWICZ; COMBS; SABINE, 2015).

Este costuma ser um desafio para empresas familiares, já que estas não têm uma reputação de se engajarem em atividades estratégicas, até porque, a preocupação inicial das empresas familiares é sua sobrevivência e, habitualmente, manifestam dificuldades quanto a escolha dos recursos disponíveis para conquistarem vantagens competitivas (RICA, 2015), principalmente após a morte de seu fundador (JASKIEWICZ; COMBS; SABINE, 2015).

A sobrevivência e continuidade de uma empresa fazem parte da visão de longo prazo da mesma e existem muitas empresas bem-sucedidas e conhecidas que resistem ao tempo e as gerações (ANSARI; GOERGEN; MIRA, 2014). Mesmo assim, a transferência do controle do fundador de uma empresa para outra geração é um processo árduo: apenas um terço das empresas familiares americanas sobrevivem à segunda geração e de 10% a 15% à terceira geração.

Conforme Molly, Laveren e Deloof, (2010), acontecem mudanças na taxa de dívida e no desempenho das empresas após uma transferência geracional. Há estudos que preveem um efeito positivo no desempenho quando acontece a sucessão, visto que o envolvimento da família

ativamente nos negócios aumenta a riqueza: os novos membros da família nos negócios trazem conhecimentos e *insights* sobre a empresa, afetando positivamente os incentivos e a inovação.

Também há evidências de que descendentes controlando empresas familiares são mais rentáveis do que o próprio fundador, aumentando a capacidade de crescer e gerar lucros, colhendo benefícios do investimento anterior. A maioria dos estudos encontraram evidências de mudanças no desempenho das empresas familiares depois da transferência de poder (MOLLY; LAVEREN; DELOOF, 2010).

Os conflitos no seio da família, gerados pelo processo de sucessão na empresa, em função dos membros familiares envolvidos, podem impactar o negócio não só do ponto de vista da propriedade, mas também podem afetar o crescimento e desempenho financeiro da mesma. Há uma clara relação entre a sucessão nas empresas familiares e a sua estrutura financeira, mas a literatura não é conclusiva se existe uma relação positiva entre sucessão e dívida ou uma relação negativa (MAUTONE, 2007).

As empresas familiares estão menos expostas aos custos de agência, devido à assimetria de informações existente entre gestores, acionistas e credores, entretanto eles podem surgir a partir que uma nova geração assume o gerenciamento, devido a conflitos familiares (REYNA; ENCALADA 2016).

Molly, Daveren e Deloof (2010) realizaram um estudo na Bélgica para avaliar as diferenças de desempenho financeiro, sobre o aspecto da taxa de dívida, crescimento e rentabilidade na empresa após a primeira sucessão e a segunda em diante. Estudos anteriores relataram que estes indicadores se apresentavam negativos quanto à primeira sucessão e neutros ou positivos quando avaliados na segunda geração em diante, que foram confirmados através da pesquisa

O problema a ser respondido nesse estudo foi: Qual o impacto do processo da primeira sucessão na estrutura financeira de empresas familiares? A partir dele, o objetivo desta pesquisa é analisar o impacto da saída do fundador no crescimento e desempenho financeiro de duas grandes empresas familiares. Para tanto, foi avaliado o caso da Walmart e da Kuala, empresas internacionais que já vivenciaram a saída do fundador de sua gestão. Para a execução da pesquisa, foram delimitados os seguintes objetivos específicos:

- a) Comparar o desempenho da empresa antes e depois da primeira sucessão vivenciada por empresas familiares internacionais.
- b) Verificar os índices de alavancagem financeira antes e depois da primeira sucessão vivenciada uma empresa familiar internacional.
- c) Examinar a rentabilidade da empresa antes e depois da primeira sucessão vivenciada uma empresa familiar internacional.

Este estudo busca testar se as hipóteses referentes ao crescimento e a rentabilidade das empresas que já passaram pela saída do fundador da gestão aplicam-se na Walmart e Kuala, pertencentes à listagem do Global Family Business Index sobre as 500 maiores empresas familiares ao redor do mundo.

O estudo se justifica pela necessidade de compreender os fatores que possibilitam a longevidade das empresas familiares, que representam cerca de 80 a 90% das empresas mundiais, e que no Brasil representam 98% das organizações empresariais, excluindo-se as estatais (BELMONTE; FREITAS, 2013).

Assim sendo, os empreendimentos familiares possuem grande importância para a economia, principalmente em relação a criação de riqueza e a geração de empregos. Nos Estados Unidos, metade do Produto Interno Bruto (PIB) é formado por empresas familiares, as quais contribuem com cerca de 50% para a geração de empregos. No Canadá e na Alemanha estes percentuais são de 45% e 70%, respectivamente (KREISIG; SPRINGER; PETRY, 2005).

Este estudo pretende contribuir para a literatura ao ampliar o conhecimento acerca dos efeitos de uma sucessão empresarial para as decisões e comportamento da empresa, bem como a identificação das consequências de uma sucessão. É importante o estudo acerca a transferência de gestão em empresas familiares, pois isso pode auxiliar na escolha das melhores práticas ao se realizar uma sucessão, bem como suas perspectivas futuras.

2 Fundamentação teórica

A empresa que tem sua origem e sua história vinculadas a uma família, ou ainda, aquela que mantém membros da família na administração dos negócios, pode ser conceituada como empresa familiar. É uma organização em que tanto a gestão administrativa quanto a propriedade são controladas, na sua maior parte, por uma ou mais famílias, e dois ou mais membros da mesma participam da força de trabalho, principalmente como membros da diretoria. Há autores que defendem que a característica de uma empresa familiar só é fortalecida, quando a mesma é transmitida de uma geração para outra, ou seja, deve haver “história de gerações” (KREISIG; SPRINGER; PETRY, 2005).

Apesar de importante o tema sobrevivência dos negócios de família é pouco explorado pela literatura. Mesmo com muitos exemplos de empresas de longa vida familiar, as suas fontes de longevidade não são bem compreendidas, mas o compromisso da família e a coesão da mesma, são importantes motores de longevidade e sustentabilidade. A longo prazo, valores de família e de negócios consistentes, são cruciais para a manutenção da propriedade (ASTRACHAN, 2010).

A passagem da autoridade e a responsabilidade para o funcionamento da empresa a um novo líder é denominada sucessão executiva, sendo, portanto, um evento organizacional significativo, configurando-se um limite de importantes transformações. Mesmo após a desistência do controle, proprietários/fundadores e até gerentes possuem uma ligação emocional com suas empresas, dessa forma têm uma capacidade de permanecer dentro de sua empresa influenciando, mesmo do lado de fora, mantendo o desejo e os meios para perpetuar o negócio da família. (MUSSOLINO; CALABRÒ, 2013).

Na hora de “passar o bastão”, porém, as empresas familiares enfrentam um grande desafio, visto que devido ao pensamento de dinastia os postos de trabalho de topo, tendem a ser preenchidos por parentes, em vez dos gerentes não familiares, por mais talentosos que sejam. Essa visão de que fortes laços familiares podem impedir o valor do acionista e o desenvolvimento da empresa não é nova, visto que os fortes valores familiares podem restringir as atividades que exigem formas empreendedoras e ausência de nepotismo. Países cujas empresas são dominadas por fortes laços familiares ou de sangue, podem sofrer de um crescimento econômico reduzido (ANSARI; GOERGEN; MIRA, 2014).

Durante o processo de sucessão, as dificuldades de gestão que as empresas familiares apresentam, tornam-se mais visíveis. A sucessão ocorre gradualmente, e o sucessor e sua equipe devem ser treinados para a transmissão do poder, e o processo deve ir além da visão operacional da gestão. É necessário um treinamento sobre questões estratégicas, entender o ambiente e as variáveis que afetam a empresa e a sucessão. A adoção do planejamento estratégico é o primeiro passo na realização do processo sucessório, visto que a transmissão do poder é um assunto intimamente associado à sobrevivência do empreendimento (KREISIG; SPRINGER; PETRY, 2005).

A inabilidade do fundador e, posteriormente, dos sucessores em lidar com as complexas relações entre a família e a empresa, são causas do fracasso das empresas familiares. A empresa familiar é um ambiente fértil para a proliferação de relações emocionais na condução dos negócios, e em muitos casos, não há critérios para a entrada/contratação de membros da família. Isso torna frágil e ilegítima a condução de funções muitas vezes estratégicas para a organização,

e senão forem identificadas e tratadas em tempo, podem comprometer o desempenho ou até mesmo o futuro da empresa. A fraca comunicação entre os membros da família, impedindo o desenvolvimento de um mecanismo em relações as questões estratégicas, o não compartilhamento de visão de futuro e objetivos empresariais e a não existência de um processo de profissionalização da gestão e um tratamento profissional no processo sucessório, podem levar o negócio familiar ao insucesso (MARTINS *et al.*, 2009).

Para Molly, Daveren e Deloof (2010), diversos estudos encontraram evidências que descendentes controlando empresas familiares são mais rentáveis do que o próprio fundador, aumentando a capacidade de crescer e gerar lucros, colhendo assim benefícios do investimento anterior. A maioria desses estudos encontraram evidências de mudanças no desempenho das empresas familiares depois da transferência de poder. Estes estudos encontraram tanto efeitos positivos quanto negativos entre sucessão e financiamento da dívida, apesar da literatura financeira afirmar que o efeito na estrutura de capital, quando da sucessão, é inconclusivo. Há também estudos que argumentam que dada à disponibilidade reduzida de assumir riscos, empresas familiares tornam-se menos dispostas a atrair financiamento de dívida, visto que o aumento do risco tem um efeito negativo sobre a segurança de seus investimentos.

Ainda segundo Molly, Daveren e Deloof (2010) são inconclusivas também as pesquisas sobre o impacto no desempenho de uma transferência geracional. Diversos autores chegaram a conclusões diversas, com uns defendendo que empresas familiares de primeira geração são mais orientadas para negócios do que as empresas de geração posteriores, cujas quais a orientação empreendedora tende a diminuir, cedendo lugar a estabilidade, podendo essa falta de disponibilidade para crescer levar as empresas à estagnação.

Ebihara *et al.* (2014) investigaram custo de capital, a assimetria de informação e de liquidez das empresas familiares *versus* não familiares do mercado japonês e descobriram que o custo da dívida é mais baixo e o custo de capital próprio é maior para as empresas familiares do que para as empresas não familiares, com diferenças pouco significativas e ainda que a assimetria de informações das empresas familiares pode afetar o custo de capital próprio.

Xu *et al.* (2015) em seus estudos com empresas familiares chinesas, concluíram que o envolvimento da segunda geração melhora o desempenho das mesmas, o que é evidenciado por uma maior rentabilidade dos ativos, maior retorno operacional sobre as vendas e que o custo de agência é reduzido em função dos fundadores serem propensos a envolver sua segunda geração, em vez de estranhos. Dessa forma, o compromisso de longo prazo dos membros das empresas familiares contribui para um melhor desempenho das mesmas.

Amore, Minichili e Corbetta (2011) examinaram as consequências de *Chief Executive Officer* (CEOs) profissionais não relacionados pelo sangue para as políticas financeiras de empresas italianas, concluindo que a nomeação de CEOs de fora da família controladora provoca um aumento economicamente e estatisticamente significativo no financiamento da dívida, em torno da transição, impulsionado principalmente pelo vencimento de curto prazo das dívidas. Estes autores abordaram sobre a grande heterogeneidade no impacto das sucessões profissionais sobre a dívida e que o aumento dela é maior quando a empresa é mais jovem e em rápido crescimento.

Reyna e Encalada (2016) também analisaram o efeito da sucessão na estrutura financeira e de capital de empresas familiares em uma amostra de empresas mexicanas durante 2005-2011, e os seus resultados mostraram que o processo de sucessão da primeira para a segunda geração tem um efeito negativo sobre os níveis de endividamento da empresa, que podem levar a algum tipo de estagnação com uma estrutura financeira mais conservadora e limitação da taxa crescimento da empresa. No entanto, quando se considera o processo de mudança geracional, da segunda para terceira geração o resultado é invertido, ou seja, as empresas familiares nas mãos da terceira geração são menos avessos ao risco e são mais propensos a usar dívidas.

3 Aspectos metodológicos

3.1 Delimitação da amostra e caracterização das empresas

Esta pesquisa trata-se de um estudo de casos múltiplo, pois foi realizado em duas empresas internacionais. Para a coleta de dados, utilizou-se o Economática e buscas realizadas nos relatórios disponíveis nos sites das empresas pesquisadas. Para o tratamento dos dados foi utilizado o modelo *pooled* de dados em painel, visando controlar a heterogeneidade individual dos dados e avaliar a evolução das variáveis ao longo do tempo (FAVERO, 2013).

Para a seleção da amostra, foram pesquisadas empresas familiares internacionais abertas que já passaram pela saída de seu fundador da gestão, sendo, portanto, uma amostra não probabilística e não aleatória. Utilizou-se a listagem do Global Family Business Index sobre as 500 maiores empresas familiares ao redor do mundo. Diante disso, foram selecionadas duas empresas, a Walmart, fundada em 1962, classificada em primeiro lugar no ranking, e a Kuala Lumpur Kepong Berhad, fundada em 1906, classificada em 435º lugar no ranking.

Antes de construir a Wal-Mart, Sam Walton promoveu uma verdadeira revolução no varejo e exerceu um longo aprendizado de comerciante. A Wal-Mart é uma empresa que acompanhou a evolução da economia norte-americana ao longo do período de crescimento, com fortes mudanças tecnológicas, de hábitos alimentares e formas de consumo, testando um modelo e estabelecendo relação direta com os fornecedores: criou o conceito de “preços baixos em todos os produtos e todos os dias” (COSTA, 2004).

Sam Walton tinha uma grande capacidade de analisar, conhecer, visitar, buscar inovações entre os concorrentes e adaptá-las para suas lojas. Nos anos 50-60 passou a atuar no segmento de supermercados, em forte expansão nos EUA, muito mais lucrativos. Representando o impulso definitivo na evolução da Wal-Mart, no final dos anos 80, ele lançou os *hypermart* que não alcançaram os resultados esperados, mas evoluíram para os *supercenters* a partir dos anos 90. Existem quatro formatos de lojas da Walmart: Lojas de descontos, *Supercenters*, Sam’s Clubs e Mercados de Vizinhança (COSTA, 2004).

O processo de sucessão foi uma preocupação de Sam Walton, o qual ainda em vida encaminhou o processo, passando seu cargo de CEO a um executivo de carreira dentro da empresa e não pertencente a sua família. Após a sua morte, adotou-se o modelo de administração mista, sendo que os maiores postos de comando no Conselho Executivo são ocupados por profissionais de carreira, de fora da família (COSTA, 2004).

A segunda empresa analisada foi a Kuala, também conhecida como KLC. Sua história inicia em 1906, quando a empresa *Kuala Lumpur Rubber Limited* (KLRC) foi constituída em Londres. KLC tem na Malásia e Indonésia plantações de óleo de palma, sendo a terceira maior empresa do ramo na Malásia. Em 2006, adquiriu a empresa suíça KLC Kolb AG. Em 22 de novembro de 1993, seu fundador, Lee Loy Seng, faleceu após uma curta doença. As operações fabris do grupo expandiram-se globalmente através de *joint-ventures* e aquisições.

3.2 Modelos empíricos e variáveis utilizadas

Neste artigo foram trabalhadas as hipóteses do artigo de Molly, Daveren e Deloof (2010) concernentes à primeira sucessão em empresas familiares, quais sejam:

H1: *A primeira sucessão em empresas familiares leva a um efeito negativo sobre a alavancagem da empresa.*

Justifica-se esta hipótese pois, quando uma empresa passa da primeira geração para a seguinte, seus sucessores tornam-se menos dispostos a atrair financiamento da dívida por causa de uma disponibilidade reduzida de assumir riscos (MOLLY; DAVEREN; DELOOF, 2010).

Além disso, cada transição de uma empresa familiar para a próxima geração tende a tornar mais difusa a participação de capital, de forma que o conselho da empresa prefere reduzir a alavancagem financeira (SCHULZE et al, 2003).

H2: A primeira sucessão em empresas familiares leva a um efeito negativo sobre o crescimento da empresa.

Conforme Schulze et al. (2003), o aumento da dispersão acionária nas empresas familiares pode resultar em um comportamento de aversão mais risco, o que acarreta em redução do crescimento da firma, o que foi sustentado por Molly, Daveren e Deloof (2010), que verificaram diminuição na taxa de crescimento das empresas após a transição para a segunda geração.

H3: A primeira sucessão em empresas familiares leva a um efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa.

A análise econométrica desse estudo subdivide-se em três etapas. Primeiramente, visando identificar o efeito da primeira sucessão para o financiamento da dívida e para o crescimento da empresa, propôs-se a aplicação das Equações 1 e 2, respectivamente.

$$Alavancagem = a_i + a_1 Sucessão + a_2 Tamanho + a_3 Tangibilidade + a_4 ROAop + a_5 Desempenho + a_6 Ano + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que: Alavancagem = Dívida Bruta / Ativo Total; Sucessão = *dummy* para a primeira sucessão, sendo 1 no ano após a sucessão e nos anos seguintes e 0 caso contrário; Tamanho = logaritmo natural dos ativos totais; Tangibilidade = valor de garantia da empresa, calculado como: ativos fixos / ativos totais; ROAop = lucratividade empresa, calculada como: EBITDA/Ativo total; Desempenho = taxa de crescimento do Ativo / nível da dívida, ou: = [(ativo total_{t-1} / ativo total_{t-2}) - 1] / (Passivo Total / Ativo Total); Ano = ano do calendário, compreendido no período delimitado para a pesquisa.

$$Desempenho = a_i + a_1 Sucessão + a_2 Tamanho + a_3 ROAop + a_4 Ano + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que: Desempenho = crescimento da empresa, calculado como: taxa de crescimento do Ativo / nível da dívida, ou: = [(ativo total_{t-1} / ativo total_{t-2}) - 1] / (Passivo Total / Ativo Total); Sucessão = *dummy* para a primeira sucessão, sendo 1 no ano após a sucessão e nos anos seguintes e 0 caso contrário; Tamanho = logaritmo natural dos ativos totais; ROAop = lucratividade empresa, calculada como: EBITDA/Ativo total; Ano = ano do calendário, compreendido no período delimitado para a pesquisa.

Na sequência, para verificar o impacto da primeira sucessão para a rentabilidade da empresa, aplicou-se a Equação 3.

$$ROAop = a_i + a_1 Sucessão + a_2 Tamanho + a_3 Alavancagem + a_4 Ano + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que: ROAop = lucratividade empresa, calculada como: EBITDA/Ativo total; Sucessão = *dummy* para a primeira sucessão, sendo 1 no ano após a sucessão e nos anos seguintes e 0 caso contrário; Tamanho = logaritmo natural dos ativos totais; Alavancagem = Dívida Bruta / Ativo Total; Ano = ano do calendário, compreendido no período delimitado para a pesquisa.

4 Resultados e discussões

4.1 Estatísticas descritivas e correlações

Nas Tabelas 1 e 2 são apresentados os resultados da estatística descritiva sobre a média e desvio-padrão das variáveis utilizadas neste estudo, referentes às duas empresas que compõem a amostra desta pesquisa, bem como as correlações entre as variáveis utilizadas nos modelos.

Tabela 1 – Análise descritiva e correlação entre variáveis utilizadas dos modelos – Empresa Kuala

Variáveis	Média	Desvio Padrão	1	2	3	4	5	6	7
1. Ano	1.996,8730	5,1739	1						
2. Sucessão	0,7465	0,4381	0,7553	1					
3. Alavancagem	47,3783	49,1833	0,6402	0,3417	1				
4. Tamanho	15,5749	4,8546	0,7082	0,9224	0,2445	1			
5. Tangibilidade	0,2429	0,1961	-0,8784	-0,548	-0,558	-0,4404	1		
6. Desempenho	0,7427	3,1228	-0,4013	-0,4222	-0,1513	-0,6189	0,1261	1	
7. ROAop	-5,5958	24,6064	-0,1813	-0,0761	-0,5053	-0,0399	0,1361	0,0183	1

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 1 refere-se a Kuala, sendo que o período pesquisado foi de 1988 a 2006. Como a sucessão ocorreu em 1992, verifica-se que em 74,65% do período transcorreu durante a segunda geração. A alavancagem média foi de 47,37%, com alto desvio padrão. A tangibilidade dos ativos foi de 24,29%, o que indica baixa imobilização dos ativos. O crescimento médio foi de 0,74%, apresentando ROA operacional médio negativo.

A partir dos testes de correlações, percebeu-se relação positiva da alavancagem e tamanho ao longo do tempo, ao passo que a tangibilidade, o crescimento e o ROA operacional apresentaram relação inversa com o tempo. A variável tamanho apresentou correlação de 0,9224 com a *dummy* sucessão.

A Tabela 2 refere-se a empresa Walmart, sendo o período pesquisado de 1983 a 2015. Como a sucessão ocorreu em 1993, verifica-se que em 72,73% do período transcorreu durante a segunda geração. A alavancagem média foi de 32,77%, o que sugere maior utilização de capital próprio na operação da empresa. A tangibilidade dos ativos foi de 50,19%, e o crescimento médio foi de 0,51%. A rentabilidade média foi de 16,83%.

Tabela 2 – Análise descritiva e correlação entre variáveis utilizadas dos modelos – Empresa Walmart

Variáveis	Média	Desvio Padrão	1	2	3	4	5	6	7
1. Ano	1.999,0000	9,6695	1						
2. Sucessão	0,7273	0,4523	0,7504	1					
3. Alavancagem	32,7676	8,2297	-0,8558	-0,8707	1				
4. Tamanho	24,3081	1,6002	0,9635	0,8634	-0,9178	1			
5. Tangibilidade	0,5019	0,0671	0,9252	0,846	-0,911	0,9606	1		
6. Desempenho	0,5152	0,3149	-0,7427	-0,4248	0,6251	-0,655	-0,6823	1	
7. ROAop	0,1683	0,0189	0,54	0,3631	-0,6268	0,5364	0,4795	-0,5511	1

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

Identificou-se alta correlação negativa entre sucessão e alavancagem, e alta correlação positiva da sucessão com o tamanho e tangibilidade. Quanto ao período, verificou-se relação negativa com a alavancagem e crescimento, e relação positiva com o tamanho, a tangibilidade e com a rentabilidade.

4.2 Análise dos resultados

Neste tópico, serão tratados os modelos desenvolvidos para atender às hipóteses da pesquisa. A Tabela 3 apresenta os resultados do painel para a empresa Kuala, considerando a Alavancagem como variável dependente. Observa-se que as variáveis Tamanho, ROAop, Crescimento e Ano demonstraram-se significativas ao nível de 1% e a variável Tangibilidade apresentou-se significativa ao nível de 10%. A variável explicativa (Sucessão) não foi estatisticamente significativa neste modelo.

Tabela 3 – Resultados do Modelo Pooled a partir da variável Alavancagem para a Kuala

Variáveis	Coefficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Sucessão	31,2630	27,5063	1,14	0,2600		
Tamanho	-7,9631***	2,7987	-2,85	0,0060		
Tangibilidade	98,3584*	49,8282	1,97	0,0530		
ROAop	-0,6868***	0,1534	-4,48	0,0000	0.6246	19.86
Crescimento	-0,7920***	1,8081	-0,44	0,0000		
Ano	11,8835***	2,4620	4,83	0,0000		
Constante	-23.609,0900***	4.917,0310	-4,80	0,0000		

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.
Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 4 apresenta os resultados do painel para a empresa Walmart, considerando a Alavancagem como variável dependente. Observa-se que as variáveis Sucessão e ROAop demonstraram-se significativas ao nível de 5%.

A variável Tangibilidade apresentou-se significativa ao nível de 10%. A variável Sucessão teve coeficiente de -6,5134, indicando que, após a transferência de gestão, tenha diminuído a taxa da dívida da empresa.

Tabela 4 – Resultados do Modelo Pooled a partir da variável Alavancagem para a Walmart

Variáveis	Coefficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Sucessão	-6,5134**	2,6007	-2,50	0,0190		
Tamanho	-0,8612	2,2375	-0,38	0,7040		
Tangibilidade	-49,4382*	27,2535	-1,81	0,0820		
ROAop	-112,4068**	32,6294	-3,44	0,0020	0.9016	48.32
Crescimento	0,6030	2,5514	0,24	0,8150		
Ano	0,0876	0,2544	0,34	0,7330		
Constante	-73,2774	467,7069	-0,16	0,8770		

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.
Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

A Tabela 5 apresenta os resultados do painel para a empresa Kuala, considerando o Crescimento como variável dependente. As variáveis Sucessão e Tamanho demonstraram-se significativas ao nível de 1%. Observa-se relação positiva entre Sucessão e Crescimento, de forma que, após a transferência de gestão, verificou-se maior crescimento no total dos ativos.

Deste modo, não se confirmou a primeira hipótese do artigo, de que a primeira sucessão ocorrida em empresas familiares leva a um efeito negativo sobre o crescimento da empresa pois, especificamente no caso da Kuala, este melhorou após a saída do fundador da gestão.

Tabela 5 – Resultados do Modelo Pooled a partir da variável Desempenho para a Kuala

Variáveis	Coefficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Sucessão	7,3525***	1,6730	4.39	0,0000		
Tamanho	-0,9979***	0,1481	-6.74	0,0000		
ROAop	0,0019	0,0110	0.18	0,8610	0,4973	18,0600
Ano	-0,0657	0,0800	-0.82	0,4140		
Constante	142,2919	159,1407	0.89	0,3750		

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.
Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 6 apresenta os resultados do modelo com a variável dependente Crescimento para a Walmart. Apenas a variável Ano foi significativa para o modelo, sendo que ao longo do tempo, pode ter reduzido o crescimento da Walmart.

Com relação à Sucessão, apesar de o coeficiente ter sido negativo, em acordo com a primeira hipótese da pesquisa, não houve significância, nada se podendo afirmar de forma conclusiva. Dessa forma, no caso da Walmart, outras variáveis não contempladas na pesquisa explicariam melhor o crescimento da empresa, como evidencia a significância e elevado valor da constante.

Tabela 6 – Resultados do Modelo Pooled a partir da variável Desempenho para a Walmart

Variáveis	Coefficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Sucessão	-0,0147	0,2102	-0,07	0,9450		
Tamanho	0,1964	0,1519	1,29	0,2070		
ROAop	-4,0826	2,4524	-1,66	0,1080	0,5875	12,0400
Ano	-0,0505**	0,0181	-2,78	0,0100		
Constante	97,3219***	32,9494	2,95	0,0060		

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.
Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Tabela 7 apresenta os resultados do modelo de dados em painel para a Kuala, considerando a Rentabilidade como variável dependente.

Tabela 7 – Resultados do Modelo Pooled a partir da variável Rentabilidade para a Kuala

Variáveis	Coefficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Sucessão	2,8476	15,5972	0,1800	0,8560		
Tamanho	-0,8170	1,3886	-0,5900	0,5580		
Alavancagem	-0,3527***	0,0733	-4,8100	0,0000	0,2563	6,9400
Ano	1,6585*	0,9894	1,6800	0,0980		
Constante	-3.290,0410*	1.965,3940	-1,6700	0,0990		

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.
Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

Apenas as variáveis Alavancagem e Ano foram significativas neste modelo, respectivamente a 1% e 10% de significância. A alavancagem impacta negativamente a rentabilidade; porém, ao longo dos anos, esta rentabilidade tenderia a aumentar.

Com relação à variável Sucessão, esta não foi significativa no modelo de rentabilidade, mas o coeficiente foi positivo, contrariando a segunda hipótese da pesquisa, de que a primeira sucessão em empresas familiares levaria a um efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa.

A Tabela 8 apresenta os resultados do modelo de Rentabilidade para a Walmart.

Tabela 8 – Resultados do Modelo Pooled a partir da variável Rentabilidade para a Walmart

Variáveis	Coefficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Sucessão	-0,0367**	0,0134	-2,7300	0,0110		
Tamanho	0,0066	0,0090	0,7400	0,4670		
Alavancagem	-0,0028***	0,0008	-3,3900	0,0020	0,5149	9,4900
Ano	-0,0006	0,0011	-0,5900	0,5600		
Constante	1,3917	1,9636	0,7100	0,4840		

Nota: *Significativo ao nível de 10%; **Significativo ao nível de 5%; ***Significativo ao nível de 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores (2015).

A Alavancagem foi significativa a 1% de significância, indicando relação negativa entre a taxa da dívida da empresa e a rentabilidade. Já a Sucessão foi significativa, considerando-se 5% de significância. Como o coeficiente foi negativo de -0,0367, não se rejeita, para o caso específico da Walmart, a segunda hipótese da pesquisa, de que a primeira sucessão em empresas familiares levaria a um efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa. Esses resultados estão alinhados à pesquisa de Molly, Daveren e Deloof (2010), na qual não foi encontrada nenhuma evidência se que a rentabilidade de uma empresa familiar tenha sido afetada pela sucessão. Isto mostra que a sucessão não deve ser encarada como um evento negativo no ciclo de vida de uma empresa familiar.

5 Considerações finais

O objetivo desta pesquisa foi analisar o impacto da saída do fundador no crescimento e desempenho financeiro de duas grandes empresas familiares. Partiu-se da ideia de que uma sucessão empresa familiar pode impactar a estrutura financeira e o desempenho de uma empresa, dado que a transferência de gestão é um dos eventos mais importantes e críticos para o ciclo de vida de uma empresa familiar.

Para a empresa Kuala, nem a alavancagem nem a rentabilidade foram significativamente impactada pela saída do fundador da gestão, mas houve significativa melhoria no crescimento. Já para a Walmart, a alavancagem foi significativamente reduzida após a transferência de gestão, mas não houve impacto do crescimento, contrariando a hipótese de que a primeira sucessão em empresas familiares acarretaria efeito negativo sobre o crescimento da empresa. No entanto, a segunda hipótese foi confirmada para a Walmart, pois a sucessão apresentou efeito negativo sobre a rentabilidade da empresa.

Nota-se, portanto, que os resultados da pesquisa foram controversos, ainda carecendo de maiores estudos. Porém, conforme Molly, Daveren e Deloof (2010), o fato de não ter sido encontrado um efeito significativo da sucessão das empresas nos indicadores financeiros isso indica que uma transferência não é necessariamente um evento negativo no ciclo de vida de uma empresa familiar.

Como limites da pesquisa, tem-se a reduzida quantidade de empresas pesquisadas, devido à dificuldade para a identificação das datas exatas de sucessão em cada empresa familiar.

Para futuras pesquisas, sugere-se investigar como as empresas familiares lidam com os conflitos organizacionais em processos sucessórios, e analisar as características de empreendedorismo que possibilitam a longevidade das empresas familiares de sucesso.

Referências

- AMORE, M.; D.; MINICHILLI, A.; CORBETTA, G. How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 4, p. 1016-1027, 2011.
- ANSARI, I.; F.; GOERGEN, M.; MIRA, S. The determinants of the CEO successor choice in family firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 28, p. 6-25, 2014.
- ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, 2008.
- ASTRACHAN, J.; H. Strategy in family business: Toward a multidimensional research agenda. **Journal of Family Business Strategy**, v. 1, n. 1, p. 6-14, 2010.
- BELMONTE, V.; A.; B.; FREITAS, W.; R.; S. Empresas familiares e a profissionalização da gestão: estudo de casos em empresas paulistas. **Revista de Administração da UFSM**, v. 6, n. 1, p. 71-90, 2013.
- BERTUCCI, J.; L.; OLIVEIRA; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M.; M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.
- CAMPOS, M. M. **Governança corporativa: aplicabilidade na empresa familiar**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) - Escola de Administração, Universidade Federal da Bahia. 134 f. 2006.
- CHUA, J. H. et al. Family involvement and new venture debt financing. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 4, p. 472-488, 2011.
- DONNELLEY, R.; G. A empresa familiar. **Rev. adm. empres.** [online]. 1967.
- EBIHARA, Takashi et al. Market liquidity, private information, and the cost of capital: Market microstructure studies on family firms in Japan. **Japan and the World Economy**, v. 32, p. 1-13, 2014.
- FAVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review - BBR**, v. 10, n. 1, p. 131-156, enero-marzo, 2013.
- JASKIEWICZ, P.; COMBS, G. J.; RAUC, S. B. Entrepreneurial legacy: Toward a theory of how some family firms nurture transgenerational entrepreneurship. **Journal of Business Venturing**, v. 30, p. 29-49, 2015.

JENSEN, M.; C.; MECKLING, W.; H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

KREISIG, D.; SPRINGER, F.; A.; PETRY, L.; I. O processo de gestão em empresas familiares: um estudo em empresas de terceira a quinta gerações. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...** 2005.

MARTÍ, J.; MENÉNDEZ-REQUEJO, S.; ROTTKE, O.; M. The impact of venture capital on family businesses: Evidence from Spain. **Journal of World Business**, v. 48, n. 3, p. 420-430, 2013.

MARTINS, A. et al. Empresa familiar e as dificuldades enfrentadas pelos membros da terceira geração. **Revista de Ciências da Administração**, v. 10, n. 22, p. 30-54, 2009.

MIZUMOTO, F. M.; MACHADO FILHO, C. P. Práticas De Governança Corporativa Em Empresa Familiar De Capital Fechado: Um Estudo De Caso. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 12, n. 2, p. 3 - 17, abril/junho 2007.

MOLLY, V.; LAVEREN, E.; DELOOF, M. Family business succession and its impact on financial structure and performance. **Family Business Review**, v. 23, n. 2, p. 131-147, 2010.

MUSSOLINO, D.; CALABRÒ, A. Paternalistic leadership in family firms: Types and implications for intergenerational succession. **Journal of Family Business Strategy**, v. 5, n. 2, p. 197-210, 2014.

RICCA, M. **Empresa Familiar - Sucessão em Conflito**. Ricca& Associados, 2015. Disponível em < http://www.empresafamiliar.com.br/old_site/art4_ricca.pdf>. Acesso em 24 out. 2015.

SAN MARTIN-REYNA, J.; DURAN-ENCALADA, J.; A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. **Journal of Family Business Strategy**, v. 3, n. 2, p. 106-117, 2012.

SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N. Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. **Academy of Management Journal**, v. 46, p. 179-194, 2003.

XU, N. et al. Founder's political connections, second generation involvement, and family firm performance: evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, 2015.