

A Influência do Processo Sucessório em Empresas Familiares: Como o Mercado de Ações e os Resultados das Empresas Reagem às Sucessões

The Succession Process Influence in Family Business: How the Stock Exchange Market and the Company Results Reacts Over Succession

Maurício Alves Ageia
MBA em Gestão de Negócios
mauricio.ageia@hotmail.com

Raul Gomes Pinheiro
Doutor em Administração USCSul
raulpinheiro@hotmail.com

Recebido: Recebido: 28/11/2019– Aprovado: 24/04/2020. Publicado em Julho 2020

Processo de Avaliação: Double Blind Review

RESUMO

Empresas saudáveis e duradouras eventualmente necessitam realizar a troca de gestão, e nas empresas familiares é necessário decidir entre deixar este cargo para herdeiros ou para um profissional da área. Neste momento é necessário compreender como essa transação influenciará a empresa. O estudo objetivou identificar reações do mercado de ações em casos de sucessão profissional e familiar de CEO's em empresas familiares. Foram apurados os valores de fechamento das empresas Azul, Ferbasa, JBS, Magazine Luiza, Unipar Carbocloro e Vulcabras Azaleia, que passaram pelo processo de sucessão nos últimos cinco anos e apresentaram crescimento anual superior a 40% pós-sucessão. A análise indica que o mercado não reage imediatamente a sucessões tradicionais, e que o valor das ações depende do mercado específico da empresa, da macroeconomia e do desempenho operacional da empresa aplicado a partir de sua estratégia de negócios. Foi utilizada a análise gráfica e de variação do valor das ações em períodos específicos para nivelar os resultados encontrados, o que permitiu a identificação de peculiaridades de cada tipo de gestão, e dependendo da situação e estratégia da empresa a mesma pode optar entre os tipos de sucessão. O estudo contribui para auxiliar as tomadas de decisão de investidores e empresas vinculadas ao mercado de ações.

Palavras-chave: Empresa familiar; Sucessão de CEO; Tipos de sucessão; Mercado de ações.

ABSTRACT

Healthy and lasting companies eventually need to carry out a management shift, and in family business it must be chosen between leaving the chair for heirs or to an industry professional. In this moment it becomes necessary to understand how this exchange will influence the company. This paper objectified to recognize stock market reactions in cases of professional and family CEO's succession in family business. The end day closing stock value of the following companies were analyzed, Azul, Ferbasa, JBS, Magazine Luiza, Unipar Carbocloro and Vulcabras Azaleia, whose passed through the succession process in the last five years and presented yearly stock growth higher than 40% after succession. The assay indicates that the market doesn't immediately react over a common succession, and that the stock value depends on the company specific business market, macroeconomics, and the operational performance of the company applied from their business strategy. Graphical analysis and specific period share value changes were used to level the results, which allowed the recognition of each type of management, and depending on the situation applied strategy the company shall choose between the succession types. The assay contributes to assist the investors and companies bounded to the stock exchange decision making.

Key-words: Family Business; CEO succession; Succession types; Stock market.

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O processo de sucessão é um momento de grande relevância nas empresas, em especial nas empresas familiares, uma vez que o patrimônio da família está diretamente vinculado ao patrimônio da empresa, este que tende a ser o maior ativo à disposição de seus membros. A

confiança no sucessor é um fator chave para manter os negócios em operação, tanto internamente em relação tanto aos colaboradores, quanto externamente no âmbito de investidores, fornecedores, clientes e parceiros. Martins et al. (2018) afirmam que é necessário planejamento e a adesão de metas e objetivos, inserindo o sucessor no processo em um longo período de adaptação e preparação para realizar esta tarefa.

O fato de uma empresa passar por uma sucessão familiar ou profissional não define a existência ou não de sucesso futuro da mesma, no entanto a maneira como se deve essa sucessão pode gerar impactos diretos na empresa, e entre elas a sua valorização no mercado de ações, esse que pode reagir a especulações, resultados e decisões registradas pelas empresas. Segundo Cochrane e Culp (2003) o mercado de ações tende a atribuir maior valor às empresas que apresentam maiores perspectivas de ganhos futuros através do fluxo de caixa descontado, por isso a relevância da troca de gestão.

O trabalho de um diretor executivo (CEO) dentro de uma empresa está diretamente ligado às tomadas de decisões de nível estratégico, podendo influenciar o futuro da empresa, impactando resultados e desempenho geral da mesma a curto, médio e longo prazo. Segundo Três, Serra e Ferreira (2014) em empresas familiares existe uma tendência de os CEO's serem também acionistas, elevando o seu tempo de mandato e gerando um foco do negócio em longo prazo, e em empresas não familiares existe um foco dos conselhos de administração no EBITDA, que pode tirar o foco do retorno em longo prazo.

Manter um elevado grau de controle e baixos riscos podem ser fatores prejudiciais para as empresas, mas aplicados corretamente podem elevar sua longevidade. Sendo assim existe uma tendência a ser replicada entre CEO's familiares e profissionais, conforme mostram os estudos de Três, Serra e Ferreira (2014), e os fatores de maior impacto através destas tendências influenciam os modelos de gestão. Segundo Kogut e Fleck (2017) um investidor analisa o estilo de gestão de um CEO no momento de realizar sua aplicação.

Saltorato e Benatti (2018) demonstram como muitos dos acionistas atribuem os valores das ações e os resultados operacionais das empresas aos CEO's e CFO's, uma vez que estes através de suas tomadas de decisões e movimentos arriscados são capazes de mudar todo o mercado ou criar grande valor para as empresas, fato esse que gerou o termo "CEO celebridade". Esses atores possuem grande influência nos resultados das empresas e para alguns investidores podem ser sinônimo de sucesso ou negligência.

A sucessão de um CEO se apresenta como um ponto estratégico e ao mesmo tempo um sistema de gerenciamento de riscos, pois se trata de um processo de longo prazo e que pode

gerar diversos impactos nas organizações. Segundo Carey, Mader e Stevenson (2013) o processo de sucessão é contínuo e se molda de maneiras diferentes em cada empresa, no entanto diversos CEO's concordam que existem similaridades no processo sucessório.

Considerando o contexto geral surge o seguinte problema de pesquisa: De que forma o mercado acionário reage à sucessão do CEO de uma empresa familiar? Para tanto foi estabelecido como objetivo geral: Identificar as reações do mercado de ações, em períodos pré, durante e pós sucessão no cargo de CEO de empresas familiares e os seguintes objetivos específicos: identificar como o mercado de ações reage a diferentes sucessões e identificar os resultados de longo prazo de CEO's familiares e profissionais através da evolução das cotações de ações destas empresas.

Em um cenário onde a maioria das empresas existentes possuem um perfil familiar, a necessidade de discussão do assunto sucessão não pode ser descartada no âmbito administrativo, o gerenciamento de processos sucessórios se mostra como uma tarefa importante para as empresas que almejam a sua continuidade, e pode manter ou gerar mais valor para a mesma quando bem executado. Através da análise do referencial teórico e de dados secundários o presente artigo busca compreender reações do mercado de ações em condições de sucessão de empresas.

2.REFERENCIAL TEÓRICO

Este tópico pretende apresentar como as flutuações do valor das ações estão vinculadas ao papel do CEO nas empresas familiares, além de apresentar como estas funcionam e a influência dos processos sucessórios e sua condução para que seja possível realizar a manutenção da saúde da empresa.

2.1 Empresas Familiares

No Brasil 41% dos empregos formais são provenientes de empresas familiares, segundo Oliveira (2017) em sua maioria as empresas familiares se enquadram como micro e pequenas empresas, no entanto estas são de grande importância no mundo e podem possuir grande solidez, além da capacidade de movimentar grande parte da economia e serem os maiores geradores de empregos. O Wall Mart é a anos a empresa maior faturamento do mundo, com US\$ 485,87 Bilhões e 2,3 milhões de colaboradores ao redor do mundo de acordo com o Family Business Index (2019).

Segundo González et al. (2013) a caracterização de uma empresa como familiar possui um conceito definido, mas depende da simultaneidade dos seguintes fatores, a família possuir a maior parte das ações e controle econômico da mesma, ser a controladora a nível de gestão, podendo assim definir as diretrizes, valores e tomar as decisões de maior relevância, assim como sua responsabilidade sobre a empresa, com um ou mais membros da família nos níveis executivos.

Segundo Paiva, Oliveira e Melo (2008) o tema empresas familiares no Brasil é amplamente discutido, porém em sua maioria se tratam de estudos de casos e estudos mais aprofundados específicos, dificultando assim uma visão mais ampla de um país com diversas variações regionais e porte continental, o que dificulta a consolidação de teorias mais consistentes, uma vez que os resultados obtidos são em sua maior partes específicos de um grupo de empresas, gerando assim diversas variações de conceitos e definições sobre empresas familiares, suas características, situações e resultados.

Buchweitz, Machado e Menezes (2019) identificaram que os temas que mais geram pesquisas acadêmicas no Brasil vinculados a empresas familiares abordam os temas de sucessão, estratégia e governança, os conceitos de empresa familiar se baseiam na gestão da mesma família entre gerações, quando a empresa está em posse da família, ou parentes controladores, em sua maioria os estudos se tratam de estudos de caso e pesquisas qualitativas, corroborando com aquilo que foi pontuado nos estudos de Paiva, Oliveira e Melo (2008) no que se refere ao método de estudo.

Nascimento et al. (2016) afirmam que em empresas familiares a influência cultural possui uma maior relevância dentro da organização, por conta da presença do fundador que tende a trazer suas crenças e valores para a gestão, um dos departamentos capazes de auxiliar a gestão da empresa é a controladoria, uma vez que estes tendem a responder diretamente à diretoria e oferecem apoio a implementação de melhores práticas de governança corporativa, sendo assim gestões familiares mais bem estruturadas tendem a ser menos sensíveis à cultura familiar.

2.2 Sucessão de Empresas

Teston e Filippim (2016) apresentam uma perspectiva de sucessão em empresas familiares, onde se ressalta a influência do fundador da empresa na criação de sua cultura organizacional, e sugere pontos como a inserção de valores no sucessor de maneira antecipada para reduzir um choque pós sucessão, no entanto essa situação se apresenta em um contexto de

pequenas e médias empresas familiares onde a gestão executiva é ainda em muitos pontos parte da operação.

Esse comportamento de realizar a sucessão em longo prazo é corroborado por Carey, Mader e Stevenson (2013), os quais explicaram que os mesmos mencionam também a necessidade do conhecimento da operação como um todo, já que a presença apenas nas reuniões de diretoria podem tornar a visão do sucessor distorcida, isso se aplica a pretendentes internos ou do mercado. Os autores acima acreditam que a cultura e a maneira como a empresa é dirigida possa ser compartilhada através do frequente contato com o CEO antecessor.

Casos como o apresentado por Galli et al. (2019) onde a sucessão se dá pelo falecimento do fundador pode levar a empresas a passar por momentos difíceis como foi relatado no estudo, e os mesmos mostram a vulnerabilidade de empresas dependentes de seu fundador, que neste caso se mostrou também centralizador de tarefas e por conta de questões familiares possuía diversos colaboradores incapacitados em funções estratégicas da empresa, reduzindo ainda mais sua competitividade e dependência.

Da Silva, A. C. G. (2017) indica a possibilidade de dois tipos de sucessão, uma onde o foco é na manutenção da empresa, que ocorre através da cooperação gradual entre fundador e sucessor, e outra que ocorre por motivo de doença ou morte do fundador, onde possivelmente leva a empresa a uma crise ou falência, mas depende muito do empresário aceitar o momento da sucessão, pois o fundador tem papel essencial na empresa de sua fundação ao ponto em que chegou, mas o mesmo pode ser o responsável por seu colapso caso não prepare a sua saída.

A mentoria e o aprendizado do dia a dia são ferramentas que podem auxiliar o desenvolvimento e formação de um gestor, e nas empresas familiares os métodos tradicionais de aprendizagem não necessariamente são os mais eficientes, ou seja, o desenvolvimento do sucessor pode ser mais inovador e ainda é possível desenvolver métodos mais eficientes para o mesmo, podendo depender da estrutura, cultura e modelo de negócios da empresa que está passando por este processo (SILVA; SOUZA-SILVA; 2015).

Segundo Carey, Mader e Stevenson (2013) é necessário o comprometimento da empresa com o processo e o risco de realizar a sucessão em pouco tempo, principalmente com alguém do mercado é mais elevado, em comparação com um sucessor interno preparado por cinco anos ou mais. A falta de um procedimento padrão de como atuar ou um trabalho estruturado de o que se deve considerar como CEO, faz com que o cargo seja mais do que um cargo técnico, e assim a dificuldade de adequar uma pessoa ao mesmo é maior.

Bandiera et al. (2018) afirmam que CEO's sem laços familiares com a família proprietária da empresa tendem a trabalhar mais horas por dia, assim como gerar mais resultados positivos e mais lucros, e que as famílias que mantêm membros familiares nessas posições o fazem para manter o controle da empresa e gerenciar melhor os riscos.

A necessidade de tempo para realizar a sucessão de maneira consistente se apresenta como um consenso, Matesco (2014) concorda com esta abordagem e aborda a necessidade de separação de interesses pessoais e das empresas no caso das sucessões familiares, e a mesma recomenda o uso das ferramentas de governança corporativa, para que assim seja possível reduzir a transferência de cargos apenas por motivos pessoais e protecionistas, permitindo assim a separação de assuntos familiares e executivos.

Segundo Costa et al. (2015) em pequenas empresas poucos executivos se dedicam à sucessão, e os critérios para a seleção do sucessor não são muito bem definidos, podendo esses partir a princípio de noções e perspectiva do fundador, mas a prática e vivência do negócio permite que os mesmos sejam capazes de manter a empresa, sendo assim muitos dos problemas que poderiam ser evitados com o planejamento prévio da sucessão não são evitados, mas a dedicação e ambientação no negócio faz com que organicamente o sucessor se capacite para dar continuidade na organização.

Segundo Lunardi et al. (2017) empresas familiares brasileiras possuem elevada eficiência na geração de resultados econômicos em relação a empresas não familiares, no entanto empresas familiares possuem a tendência de reagir pior a momentos de crise financeira e política no país, esse fenômeno é muitas vezes explicado pela falta de profissionalização do corpo diretivo dessas empresas, que tendem a reagir mal a esse tipo de situação, além de uma menor familiaridade com conceitos de governança corporativa. dos líderes de retorno, ou métodos de análise similares, o que mostra que os grandes investidores costumam seguir tendências similares em suas aplicações.

Segundo Araújo et al. (2018) em situações de eventos de corrupção ligados a empresas registrados na operação lava jato, foi registrada uma queda anormal nas ações das empresas envolvidas e simultaneamente um crescimento anormal de outras empresas dos mesmos segmentos no mesmo período em que as informações foram divulgadas, sendo assim mesmo empresas não envolvidas com a situação (lava jato) tiveram seu retorno sobre ações impactados pela situação, gerando repercussão no mercado como um todo e com maior relevância para as envolvidas.

Araújo Junior et al. (2019) apresentam em seu estudo a influência dos aspectos psicológicos dos investidores na valorização das empresas, gerando uma margem não equivalente ao valor real da empresa, que será reajustado com o tempo e traz a ação novamente ao seu valor de mercado. Alvarenga et al. (2019) indica que não existe uma relação direta entre os lucros trimestrais registrados pelas empresas e o retorno das ações a longo prazo, mas os grandes lucros registrados podem elevar o retorno a curto prazo e são rapidamente ajustados pelo mercado após variação.

Bernardelli; Bernardelli e Castro (2017) apresentam diversos fatores que influenciam e possuem um nível de correlação com as variações apresentadas pelo principal índice da bolsa de valores brasileira, entre eles estão taxa de juros, taxa de câmbio e expectativa do consumidor, através das correlações registradas é possível afirmar que a macroeconomia influencia as empresas que compartilham de um mesmo mercado, como o brasileiro, e a tendência é de que o bloco siga uma mesma direção em relação à valorização das ações.

Segundo Saturnino; Lucena e Saturnino V. (2017) a valorização das ações no mercado em longo prazo é dependente de seus resultados do passado e de bons resultados contábeis publicados, o valor das ações, tomando como base análises fundamentalistas, apresenta uma situação sobre valorização de ações com grande volume de movimentação e elevada liquidez, sendo assim as ações que mais obtém valorização real possuem menor volume de movimentação, e estas em longo prazo apresentam menor crescimento.

2.3 Introdução às Empresas Analisadas

Em 2008 foi fundada no Brasil a Azul Linhas Aéreas, iniciaram suas operações com aeronaves novas e com o conceito de baixo custo. Para manter sua estratégia de baixo custo a Azul operava em aeroportos mais distantes das capitais e passou a oferecer transporte terrestre gratuito para seus clientes do aeroporto para as capitais. Sua sucessão ocorreu em 2017 para atender a exigências da B3. Em 2015 adquiriu 45% das ações da TAP Portugal para proteção de mercado, e em 2018 passou a realizar transporte de carga. (AZUL, 2019)

Em 1961 foi fundada a CIA de Ferro Ligas da Bahia - Ferbasa, que exerce atividades de mineração, metalurgia, recursos florestais e energia renovável, os recursos extraídos pela Ferbasa são destinados a abastecer o mercado brasileiro e em parte o mercado japonês, em 2017 a empresa iniciou suas atividades de energia renovável para suprir parte de suas necessidades de consumo de energia elétrica, custeando parte de sua operação com sua produção de energia eólica considerada limpa. (FERBASA, 2019)

A JBS foi fundada em 1953, no modelo de açougue, em Brasília, com o passar dos anos a empresa passou a expandir suas atividades, em 1977 a empresa realizou exportações, a partir de 2007 realizou diversas aquisições de empresas, além da abertura da Seara Brasil, os herdeiros e proprietários da empresa em 2017 saíram de seus cargos devido a mandados de prisão, foi realizada uma sucessão profissional na diretoria da empresa. (JBS, 2019)

A Magazine Luiza foi fundada em 1957, suas expansões foram familiares e ao longo dos anos novas lojas foram sendo abertas, sua primeira sucessão familiar foi em 1991. A empresa passou a investir em tecnologia, infraestrutura logística, criação de centros de distribuição, abertura de lojas virtuais, entrega em domicílio e em 1999 o início do e-commerce, realizou diversas aquisições de lojas menores, em 2016 passou por sua segunda sucessão familiar. (MAGAZINE LUIZA, 2019)

A Unipar Carbocloro foi fundada em 1969 com atuação nos segmentos químico e petroquímico, realizou diversas aquisições e expansões, em 2016 22,4% da empresa foi comprada, os controladores da compradora se tornaram os novos controladores, em 2017 a Unipar realizou um grande desinvestimento fabril, mas manteve suas operações e resultados operacionais. (UNIPAR CARBOCLORO, 2019)

A Vulcabras foi fundada em 1952, iniciando a produção de calçados masculinos, a empresa utilizava licenciamentos de marcas estrangeiras, até começar a operar com sua própria marca, em 1988 realizou sua primeira sucessão familiar. Nos anos 90 as fábricas foram transferidas por conta de incentivos fiscais, passou por expansões e passou a investir em marketing esportivo, em 2007 efetua a compra a Azaleia S/A, nos anos seguintes a empresa passou por diversas reestruturações operacionais e na diretoria com um novo CEO em 2015, já em 2017 ofertou novas ações no mercado. (VULCABRAS AZALEIA, 2019)/

3 METODOLOGIA

Para atender ao objetivo proposto neste estudo, foi realizada uma pesquisa descritiva onde foi feita uma comparação entre empresas familiares com diretorias sucedidas por membros da família e a troca de gestão entre profissionais do ramo sem vínculos familiares. Segundo Gil (2009) a pesquisa descritiva busca descrever características e através de técnicas de coleta de dados estabelecer relações entre as variáveis estudadas em um determinado grupo e explicá-las.

A análise tentará compreender a reação do mercado nos momentos de anúncio da troca de diretoria, e se existe alguma tendência baseada no tipo de seleção do sucessor, assim como

a evolução do valor das ações ao longo dos anos após a sucessão em cada tipo de escolha de sucessor, verificando assim tendências pós sucessão. Este estudo irá através da análise quantitativa de dados secundários e estudos bibliográficos compreender a influência do processo sucessório no resultado das empresas, através da análise evolutiva das cotações históricas na bolsa de valores e a contextualização de sua situação.

Segundo Gil (2009) uma análise quantitativa busca informações sobre um determinado problema e geram conclusões com base no que foi coletado, no caso do levantamento de dados determina-se uma amostra para ser avaliada como objeto do estudo. Neste estudo a amostragem conta com empresas familiares listadas no IBrA (Índice Brasil Amplo) que passaram por algum tipo de sucessão da diretoria executiva entre os anos de 2015 e 2018, e obtiveram um crescimento anual pós sucessão superior a 40% ao ano, deste grupo se destacaram seis empresas, sendo que duas passaram por sucessão familiar e quatro por sucessão profissional conforme quadro 1.

A seleção deste período ocorre por conta da “operação lava jato”, iniciada em 17 de março de 2014, por conta de sua influência em diversas empresas listadas no IBrA, principalmente nos cargos de alta gestão. A verificação da flutuação das ações foi realizada através dos registros publicados pela B3 Bolsa de valores, sendo verificados na data de anúncio da sucessão, após um mês da sucessão, após um ano quando disponível e no dia 22 de outubro de 2019, data em que foi aprovada no senado federal a reforma da previdência e a bolsa de valores atingiu a marca histórica de 107.000 pontos. Foram apreciados os preços de fechamento em cada dia de verificação para identificar tendências de oscilação.

Quadro 1: Resumo e histórico de empresas

| Empresa | Fundação | Segmento | Faturamento Anual 2018 | Nº de empregados 2018 | Data da Sucessão | Motivo da Sucessão | Tipo de Sucessão |
|-------------------|----------|---------------------|------------------------|-----------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Azul | 2008 | Transporte | R\$ 9.204,60 milhões | 11807 | 24/07/2017 | Adequação Governança | Profissional |
| Ferbasa | 1961 | Mineração e Energia | R\$ 1.381,10 milhões | 3187 | 01/04/2016 | Mercado | Profissional |
| JBS | 1953 | Alimentício | R\$ 181.680,00 milhões | 230086 | 04/12/2018 | Lava Jato | Profissional |
| Magazine Luiza | 1957 | Varejista | R\$ 19.700,00 milhões | 30000 | 01/01/2016 | Manutenção familiar | Familiar |
| Unipar | 1969 | Química | R\$ 3.469,10 milhões | não publicado | 01/04/2015 | Troca de gestão | Profissional |
| Vulcabras Azaleia | 1952 | Manufatura | R\$ 1.249,00 milhões | 15000 | 01/01/2015 | Manutenção familiar | Familiar |

Fonte: Azul (2019); Ferbasa (2019); JBS (2019); Magazine Luiza (2019); Unipar Carbocloro (2019); Vulcabras Azaleia (2019); adaptados pelo autor.

Este se trata de um levantamento de seção cruzada, que segundo Creswell (2010) realiza a coleta de dados em um ponto específico no tempo, uma vez que segundo Bernardelli L. e Bernardelli A. (2016) variáveis macroeconômicas geram repercussões no mercado de ações, e explicam 93,10% das oscilações da bolsa de valores, sendo assim é necessário realizar uma comparação em uma mesma situação macroeconômica para todas as empresas, a fim de evitar desvios de grande relevância não considerados neste estudo.

O quadro 1 apresenta informações das empresas analisadas, seu segmento de atuação, faturamento e sucessão, apresentando um panorama de cada empresa analisada.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

4.1 Variações na Cotação das Ações

De acordo com o gráfico 1, é possível identificar que o mercado não reage de maneira imediata ao anúncio de uma sucessão no cargo de CEO das empresas, independentemente do tipo de sucessão que tenha sido realizada ou motivo de troca de gestão, a única empresa que apresenta uma variação mais expressiva (1,6% em 1 dia) foi a JBS, devido à geração de maior confiança do mercado na empresa devido ao seu histórico, como a gestão anterior “familiar” esteve envolvida em escândalos a troca por uma gestão profissional trouxe maior segurança aos investidores em relação à governança corporativa da gestão, corroborando com Lunardi et al. (2017) sob a ótica do mercado de ações.

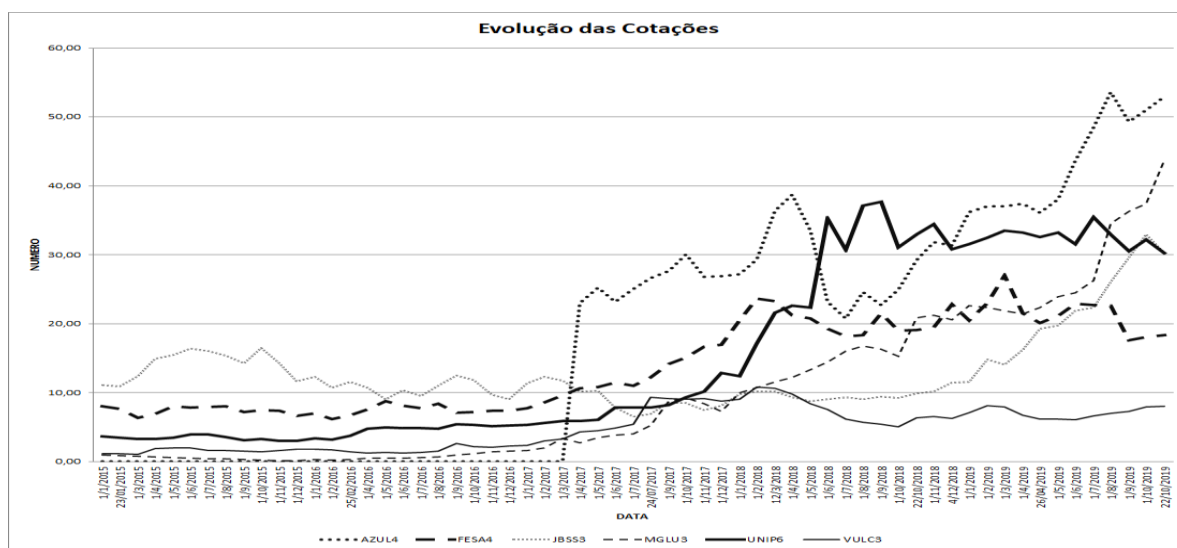


Gráfico 1: Evolução das cotações

Fonte: Bovespa

Conforme o gráfico 1, a JBS apresenta um crescimento elevado no período de 12 meses anteriores à aprovação da reforma da previdência (206,48%), motivado por fatores macroeconômicos como a taxa de câmbio, mantendo o dólar com leves crescimentos estáveis ao longo do período, somados à baixa inflação brasileira e à peste suína africana que resultou no sacrifício de animais na China, elevando a demanda de exportação da JBS, a soma desses fatores elevou muito os lucros da empresa, uma vez que há estabilidade nos preços em moeda nacional, crescimento de moeda estrangeira comercializada, e aumento de demanda de exportação os fatores se tornam multiplicadores de lucros. (JBS, 2019)

As influências da macroeconomia para a JBS, assim como os elevados lucros registrados por conta de situações globais somados a estes fatores corroboram com as teorias de Alvarenga et al. (2019) em relação ao rápido reajuste dos valores das ações por conta dos lucros, com Araújo et al. (2018) em relação à desvalorização por conta de evento relacionado a corrupção, e com Bernardelli, Bernardelli e Castro (2017) sobre a correlação dos fatores macroeconômicos com os retornos positivos sobre as ações da JBS e outras empresas listadas na bolsa valores do mesmo segmento de proteína animal como BRF e Marfrig que também registraram alta no período, apenas com intensidades diferentes.

Em relação ao modo como ocorreram as sucessões, apenas Azul e JBS apresentaram caráter de maior urgência, sendo motivadas por conta da reclusão do diretor até o momento no caso da JBS e para atender a exigências de governança corporativa no caso da Azul. (B3, 2019) No entanto devido ao porte das empresas estudadas, mesmo o caráter de urgência das sucessões não comprometeu as operações ou a gestão das mesmas devido ao seu porte e capacitação do corpo diretivo, que já possuía diversos profissionais capacitados e com experiência na empresa para assumir a função, fatores esses preparativos para uma boa sucessão conforme Carey, Mader e Stevenson (2013).

As sucessões realizadas por motivo de manutenção familiar já contavam com a participação dos herdeiros nas empresas anos antes da efetiva sucessão, para que os mesmos tivessem o conhecimento das operações e se prepararem para assumir a gestão, nesses casos o foco da sucessão é a manutenção da empresa, como explicado por Silva (2017) existe uma preparação para a sucessão, porém o tempo de adaptação na empresa e em cargos de diretoria para futuramente se tornar CEO permite ao sucessor uma maior consistência na sucessão como apresentado por Matesco (2014), permitindo assim a estabilidade das empresas.

Após as sucessões analisadas, ao verificar o período de 1 ano após sucessão conforme apresentados no gráfico 1, foi registrada uma queda de 6% nas ações da Azul, motivada pela queda no número de passageiros transportados no Brasil, que em 2017 apresentava números similares aos de 2013, e impulsionados pelo aumento nos preços de combustíveis e variação cambial no Brasil, afetando todo o setor de aviação brasileiro e refletindo na concorrência, influenciando inclusive a falência da Avianca Brasil, em 2018 o setor de transporte aéreo brasileiro registrou um prejuízo de R\$ 2 bilhões, desvinculando assim a performance da empresa ao fator sucessório neste período. (ANAC, 2013/2017)

As outras empresas obtiveram bons resultados de crescimento no período de 1 ano após a sucessão, os crescimentos registrados foram Ferbasa (41,73%); JBS (92,16%); Magazine Luiza (467,85%); Unipar Carbocloro (44,82%); Vulcabras Azaleia (53,33%). Dentre os crescimentos apresentados os que obtiveram maior destaque foram JBS e Magazine Luiza, sendo o fenômeno JBS já explicado anteriormente, compreendendo o mesmo período de tempo, já o caso Magazine Luiza foi possivelmente um crescimento impulsionado pela estratégia da empresa adotada após a sucessão, uma vez que seu setor apresentou quedas no mesmo período. (SISTEMA INDÚSTRIA, 2019)

O sucessor da Magazine Luiza fora responsável pelo projeto de e-commerce da empresa, atualmente a estratégia divulgada pela empresa é voltado ao mercado digital, ao verificar os relatórios da empresa é possível verificar que de 2014 até 2018 o maior crescimento registrado é no e-commerce (328,81%), sendo assim sua participação como produto na receita da empresa foi de 16,4% em 2014 para 35,7% em 2018, enquanto as vendas em lojas físicas apresentaram crescimento de 29,76%, é possível que a gestão tenha gerado valor acima do mercado, corroborando com Alvarenga et al. (2019) em relação aos lucros registrados e com Cochrane e Culp (2003) ao ganho futuro.

Conforme gráfico 1, nos 12 meses anteriores à aprovação da reforma da previdência ocorreram as seguintes variações, Azul (84,7%); Ferbasa (-4,03%); JBS (206,48%); Magazine Luiza (109,29%); Unipar Carbocloro (-7,93%); VulcabrasAzaleia (26,61%). Resultados positivos de maneira geral, apenas Unipar Carbocloro e Ferbasa apresentaram desempenho ruim, mas isso se deve aos baixos níveis de produtividade apresentados em seus setores no primeiro semestre de 2019, com faturamento similar ao ano de 2008 para metalurgia e 2015 para químicos (SISTEMA INDÚSTRIA, 2019). Essa situação macroeconômica mantém as empresas em um ponto de suporte desde 2018.

Referente às outras empresas do grupo, JBS segue na mesma situação, Magazine Luiza vem tendo crescimentos acima de seu setor, apresentando diferenciação constante, Vulcabras Azaleia apresenta crescimento estável, e segue concorrendo com pirataria e importações de manufaturas mais baratas através de sua nova estrutura e estratégias, e a Azul apresenta crescimento acima de seu setor, cujo vem apresentando crescimento em demanda e lucratividade, tornando assim suas ações mais interessantes e elevando o valor a mercado conforme explicado por Cochrane e Culp (2003).

De modo geral as empresas estão vinculadas a crescimentos de setor, situação macroeconômica e expectativa de mercado, corroborando com Bernardelli, Bernardelli e Castro (2017), sendo assim existe uma dependência do mercado como um todo, no entanto a manutenção do valor da empresa e suas operações depende de sua gestão, estratégia e operação, e os resultados apresentados mostram que mesmo em situação de crise macroeconômica as empresas obtiveram crescimento, a afirmação de Lunardi et al. (2017) de que empresas familiares tendem a reagir pior a momentos de crise se refere a empresas de menor porte, sendo assim não pode ser invalidado pelos resultados apresentados.

Nenhuma das empresas realizou a contratação de um CEO celebridade para que possa se validar a eficiência do mesmo em relação à geração de valor instantânea para as empresas após sucessão, e o mercado não apresentou reação relevante a nenhuma das sucessões executadas logo após o anúncio, exceto a já mencionada JBS. Em relação à valorização em longo prazo as sucessões apresentaram resultados positivos para as empresas analisadas, uma vez que seu crescimento foi contínuo e o contexto geral do Brasil entre 2015 e 2018 foi de recessão.

Quanto aos tipos de sucessão, exceto a JBS que conta com um diferencial macroeconômico de demanda, as empresas com gestores apresentaram resultados de longo prazo mais expressivos, além de possuírem os mandatos mais duradouros de gestões anteriores, corroborando com Três, Serra e Ferreira (2014) em relação ao foco dos negócios em longo prazo e a manutenção do crescimento da empresa com maior consistência.

5 CONCLUSÃO

O objetivo desse estudo de identificar como o mercado reage a diferentes tipos de sucessão foi parcialmente alcançado, porém os objetivos de identificar os resultados de CEO's

familiares e profissionais, e as reações do mercado durante o período sucessório foram satisfatoriamente alcançados, atendendo à resposta da questão de pesquisa, o estudo sugere que o mercado de ações não reage instantaneamente a uma sucessão de empresa familiar, exceto em casos específicos onde um grande nome assume o cargo ou ocorre uma sucessão profissional em casos de corrupção ou ingerência, o valor das ações será ajustado conforme resultados futuros, operação e perspectiva de crescimento da empresa.

Os dados analisados sugerem que situações positivas nos setores de atuação das empresas geram valorização para todo o seu mercado, mas o crescimento em longo prazo depende de gestão, estratégia e operação, neste estudo empresas com gestão familiar possuem resultados mais expressivos do que empresas com gestão profissional, no entanto a gestão profissional apresenta boa consistência e reduz a possibilidade de grandes instabilidades provenientes de casos de corrupção como os que ocorreram durante a lava jato, assim como se mostra como alternativa para gerar confiança no investidor após esse tipo de situação, porém o volume amostral do estudo não é expressivo.

O estudo contribui para a evolução dos conhecimentos que envolvem o mercado de ações e de negócios, auxiliando empresas e investidores em suas decisões na área profissional, e para a área acadêmica na evolução dos estudos sobre sucessão. Este estudo possui limitações de especulação existente no mercado financeiro, volatilidade referente às decisões sobre políticas governamentais e falta de informações de longo prazo de empresas que possuíam suas ações negociadas, como sugestão para estudos futuros é recomendada a realização de estudos de caso múltiplos em determinadas empresas.

REFERÊNCIAS

ALVARENGA, F. O.; MELLO, L. B.; VELOSO, M. V. S.; MACEDO, M. A. S. Relacionamento Temporal entre Lucros Trimestrais e Retorno das Ações no Brasil . **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, n. nd, p. 1-16, 2019.

ANAC. **Painel de indicadores do transporte aéreo 2013**. Disponível em: <https://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas/mercado-de-transporte-aereo/paineis-anos-anteriores/painel-2013>. Acesso em: 17/11/2019.

_____. **Painel de indicadores do transporte aéreo 2017**. Disponível em: <https://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas/mercado-de-transporte-aereo/paineis-anos-anteriores/painel-2017>. Acesso em: 17/11/2019.

AZUL. **História e origem.** Disponível em: <https://www.voeazul.com.br/conheca-a-azul/sobre-azul>. Acesso em: 17/11/2019.

BANDIERA, O.; LEMOS, R.; PRAT, A.; SADUN, R.. Managing the Family Firm: Evidence from CEOs at Work. **Review of Financial Studies**, [s. l.], v. 31, n. 5, p. 1605–1653, 2018.

BERNARDELLI, L. V.; BERNARDELLI, A. G.; CASTRO, G. H. L. A Influência das Variáveis Macroeconômicas e do Índice de Expectativas no Mercado Acionário Brasileiro: uma Análise Empírica para os Anos de 1995 a 2015. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 78-96, 2017.

BERNARDELLI L. V.; BERNARDELLI A. G.. Análise sobre a Relação do Mercado Acionário com as Variáveis Macroeconômicas no Período de 2004 a 2014. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**. Vol. 4, Nº. 1, 2016, págs. 4-17

BORGES, E.; MARTELANC, R.. O impacto do investidor institucional no preço das ações. **Rev. bras. gest. neg.**, São Paulo, v. 21, n. 2, p. 349-364, Junho 2019

BUCHWEITZ, M. J. R.; MACHADO, D. G.; MENEZES, G. R. Empresa Familiar: Um Meta-Estudo, de 1997 a 2016, dos Anais dos Encontros da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Enanpad). **Revista Eletrônica de Administração e Turismo**, v. 13, n. 1, p. 1889-1905, 2019.

B3. **Comparativo dos segmentos de listagem.** Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 24/11/2019

CAREY, D.; MADER, S. P.; STEVENSON, J. Best Practices For CEO Succession. **Corporate Board**, [s. l.], v. 34, n. 198, p. 1–7, 2013.

FERBASA. **Quem Somos.** Disponível em: http://www.ferbasa.com.br/conteudo_pti.asp?idioma=0&conta=45&tipo=56164. Acesso em: 17/11/2019.

COCHRANE, J. H.; CULP, C. L.. **Equilibrium asset pricing and discount factors:** Overview and implications for derivatives valuation and risk management. London, UK: Risk Books, In P. Field (Ed.), *The Growth of Risk Management: A history*, p. 57-92, 2003.

COSTA, L.; NUNES, S.; GRZYBOVSKI, D.; GUIMARÃES, L.; ASSIS, P.. De Pai para Filho: A Sucessão em Pequenas e Médias Empresas Familiares. **Journal of Accounting, Management and Governance**, [S.l.], v. 18, n. 1, apr. 2015.

CRESWELL, J. W. **Projeto de Pesquisa: Métodos Quantitativos, Qualitativos e Misto.** Porto Alegre: Artmed, 2010.

DA SILVA, A. C. G.. "A sucessão em empresas familiares: o perfil do fundador". Dissertação (Mestrado em Ciências Empresariais) - Universidade de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão, 2017.

DE ARAÚJO, E.; RODRIGUES, V.; MONTE-MOR, D.; CORREIA, R.. Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. **Revista Catarinense de ciência contábil**, [S.l.], v. 17, n. 51, ago. 2018.

DE OLIVEIRA, A.. Empresa familiar - sua importância econômica e social. **Revista Idea.**, Uberlândia, v. 8, n. 1, p 129-141, Jan. 2017.

GALDI, F. C.; GONÇALVES, A. M. Pessimismo e Incerteza das Notícias e o Comportamento dos Investidores no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 2, p. 130-148, 2018.

GALLI, L.; ARROYO, GALLI, R.; PRATES; ANHESSINI. Sucessão familiar x sucessão profissional: Caso de organização do setor agroindustrial. **Brazilian Journal of development**, Curitiba, v. 5, n. 7, p. 9458-9475, 2019.

GIL, A. C.. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GONZÁLEZ, M.; GUZMÁN, A.; POMBO, C.; TRUJILLO, M.. "Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control," **Journal of Business Research**, vol. 66, p. 2308-2320., Nov. 2013.

JBS. **Histórico**. Disponível em: <https://jbss.foinvest.com.br/static/ptb/historico.asp?idioma=ptb>. Acesso em: 17/11/2019.

_____. Local Conference Call-JBS S/A-Resultados do Segundo trimestre de 2019-14 de novembro de 2019. Disponível em: <https://jbss.foinvest.com.br/ptb/5202/transcr%20JBS%20Port%203T19.pdf>. Acesso em: 24/11/2019

JUNIOR, A.; MEDEIROS, J.B.; CALDAS, O.; SILVA, C.. Misvaluation and behavioral bias in the Brazilian stock market. **Rev. Contab. Financ.**, São Paulo, v. 30, n. 79, p. 107-122. mar. 2019.

KOGUT, C. S.; FLECK, D.. Professional versus family management in Brazilian fashion retail companies: exploring value-investors' perceptions. **Cad. EBAPE.BR**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 3, p. 559-573, 2017.

LUNARDI, M. A.; BARBOSA, E. T.; RODRIGUES JUNIOR, M. M.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Criação de Valor no Desempenho Econômico de Empresas Familiares e não Familiares Brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 94-112, 2017.

MAGAZINE LUIZA. **Nossa História**. Disponível em: <https://ri.magazineluiza.com.br/ShowCanal/Nossa-Historia?maMhsoEQNCO/Wxrb98OXA>. Acesso em: 17/11/2019.

_____. Central de resultados 2019. Disponível em: <https://ri.magazineluiza.com.br/ListResultados/Central-de-Resultados?0WX0bwP76pYcZvx+vXUnvg>. Acesso em: 20/11/2019.

MARTINS; SILVA; BORBA; TORRES. O processo de sucessão nas empresas familiares: Um estudo de caso na Alfa Distribuidora. **Revista Borges**, v. 8, n. 2, p. 52-63, 2018.

MATESCO. **‘A problemática da sucessão em empresas familiares e a instrumentalização da governança corporativa: um estudo de caso’**. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, 2014.

NASCIMENTO, J. O.; MARTINS, F. R. C.; ZITTEI, M. V. M.; LUGOBONI, L. F.; ARAÚJO, J. A. O.. Estrutura Formal e instrumentos da Controladoria em Empresas Familiares que buscam implementar boas práticas de Governança Corporativa. **Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, [S.l.], v. 1, n. 2, p. 3-25, dez. 2016.

PAIVA, K. C. M.; OLIVEIRA, M. C. S. M.; MELO, M. C. O. L. Produção científica brasileira sobre empresa familiar – um metaestudo de artigos publicados em anais de eventos da Anpad no período de 1997-2007. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 6, art. 193, p. 148-173, 2008.

RIJ, M. V.; ZELLWEGGER, T. 2019 EY and University of St Gallen Global Family Business Index. **Center for Family Business at the University of St.Gallen, Switzerland in cooperation with EY**. fev. 2019. Disponível em: <http://familybusinessindex.com/> Acesso em: 09/2019.

SALTORATO, P.; BENATTI, G.. Reinventando o campo organizacional do Management: da construção social do Shareholder Value à emergência do CEO Celebridade. **Gest. Prod.**, São Carlos , v. 25, n. 2, p. 251-268, June 2018.

SATURNINO, O.; LUCENA, P.; SATURNINO, V.. Liquidez e valor no mercado de ações brasileiro: Modelo de cinco fatores. **REAd. Rev. eletrôn. adm. (Porto Alegre)**, Porto Alegre , v. 23, n. 2, p. 191-224, Aug. 2017.

SILVA, A. M.; SOUZA-SILVA, J. C.. Aprendizagem e formação de sucessores na empresa familiar: um estudo de caso da Loja Menezes. **Revista Administração em Diálogo**, v. 17, n. 1, p. 118-145, 2015.

SISTEMA INDÚSTRIA. **Indicadores CNI**. Disponível em: <http://www6.sistemaindustria.org.br/gpc/externo/listaResultados.faces?codPesquisa=100>. Acesso em: 24/11/2019.

TESTON, S. F.; FILIPPIM, E. S. Perspectivas e Desafios da Preparação de Sucessores para Empresas Familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 20, n. 5, p. 524-545, 2016.

TRÊS, G.; SERRA, F.; FERREIRA, M. P. O tempo de mandato do CEO e o desempenho das empresas: um estudo Comparativo de Empresas Familiares e não Familiares Brasileiras. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 14, n. 3, p. 5-31, 2014.

UNIPAR CARBOCLORO. **Perfil corporativo e História**. Disponível em: http://www.uniparcarbocloro.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=48804&v=1. Acesso em : 17/11/2019.

VULCABRAS AZALEIA. **Histórico**. Disponível em: <http://www.vulcabrasazaleiari.com.br/a-companhia/historico/>. Acesso em: 17/11/2019.