

**INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS FAMILIARES  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS E NÃO-LISTADAS  
EM BOLSA**

**Joséte Florêncio dos Santos**

**Instituto COPPEAD de Administração  
Doutorado em Administração de Empresas**

**Orientador: Profº. Ricardo P. C. Leal, D.Sc.**

**RIO DE JANEIRO  
Dezembro / 2005**

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS FAMILIARES BRASILEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO LISTADAS E NÃO-LISTADAS EM BOLSA

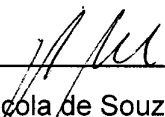
Joséte Florencio dos Santos

Tese submetida ao corpo docente do Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Doutor.

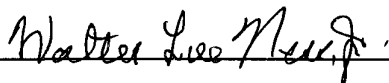
Aprovada por:



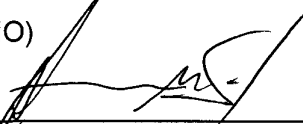
Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc. - Orientador  
(COPPEAD/UFRJ)



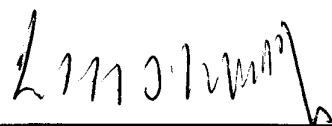
Prof. Agrícola de Souza Bethlem, D.Sc.  
(COPPEAD/UFRJ)



Prof. Walter Lee Ness Junior, Ph.D.  
(PUC-RIO)



Prof. Alexandre Di Miceli da Silveira, D.Sc.  
(USP)



Prof. Nelson Fontes Siffert Filho, D.Sc.  
(BNDES)

Rio de Janeiro

2005

## FICHA CATALOGRÁFICA

Santos, Joséte Florencio dos.

Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa / Joséte Florencio dos Santos. -- Universidade Federal do Rio de Janeiro: UFRJ / Instituto COPPEAD de Administração, 2005.

xiii, 145f.: il.

Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2005.

Orientador: Ricardo Câmara Pereira Leal

1. Governança Corporativa 2. Empresa Familiar 3. Desempenho. Teses – I. Leal, Ricardo Pereira Câmara (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. III. Título

*Ao meu esposo Durval e minhas filhas  
Marília, Priscila e Camila, por todo amor e  
dedicação.*

## AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Ricardo P. C. Leal, meu orientador, pela oportunidade de realizar este trabalho, pelo incentivo, pelas ricas sugestões e apoio em cada etapa desta tese.

A todos os professores do Instituto COPPEAD de Administração, pela seriedade, sólida formação, carinho e acolhida que me proporcionaram durante o curso.

A Durval, meu querido esposo, por seu incentivo, companheirismo, doação, amor e dedicação incondicional em todos momentos deste processo.

Às minhas filhas Marília, Priscila e Camila pela ajuda, incentivos, carinho e compreensão pela minha ausência do convívio familiar, sacrificando por vezes suas horas de lazer.

A minha irmã Lourdinha Florencio e meu cunhado Mário Kato pelo carinho e apoio nos momentos decisivos de minha pesquisa e longe da minha família.

A Leonardo Rodrigues e os demais estagiários do CEFIN/COPPEAD, por terem me ajudado na coleta de dados.

A Vilma Abadie e Mônica Esteves, pela sólida amizade e paciência na revisão do texto;

Ao INFOinvest® que gentilmente me cedeu acesso gratuito ao seu banco de dados, o qual foi valioso na coleta de dados desta tese.

Aos companheiros Prof. (e amigo) Eduardo Saliby e Jaqueline Marins pela rica e prazerosa amizade, parceria acadêmica e convivência pessoal.

Aos meus colegas do curso de doutorado, pela acolhida, amizade, ajuda e troca de experiências que tanto me enriqueceram, sempre me ajudando a enfrentar todas as dificuldades de estar fora de minha cidade e proporcionarem uma convivência maravilhosa.

À toda equipe do COPPEAD, eficiente, prestativa e disponível, auxiliando-me em tudo e sempre me recebendo com carinho na instituição.

A todos os colegas, amigos do Departamento de Ciências Administrativas da UFPE pelo incentivo e apoio em todos os anos do curso.

E finalmente, à Universidade Federal de Pernambuco e ao programa CAPES/PICDT-UFPE pelo apoio financeiro.

*“A verdadeira medida de um homem não é como ele se comporta em momentos de conforto e conveniência, mas como ele se mantém em tempos de controvérsia e desafio.”*

*- Martin Luther King Jr. - .*

## RESUMO

SANTOS, Joséte Florencio dos. **Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa.** Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2005. Tese.

Esta pesquisa teve por objetivo investigar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas familiares não-listadas no Bovespa, em 2003. Ela está dividida em duas partes inter-relacionadas. Na primeira, as empresas familiares foram contextualizadas em relação aos demais tipos de empresa do mercado e, também, com relação à sua concentração no controle e no capital total das mesmas. Em seguida, a qualidade das suas práticas de governança corporativa foi identificada e comparada às empresas abertas familiares listadas no Bovespa. Para comparar os dois tipos de empresas, foi utilizado um Índice de Governança Corporativa (IGC-F), que foi aplicado às empresas abertas familiares com um questionário de 16 questões. Os resultados mostraram que as empresas familiares não-listadas são bem concentradas e pelo menos metade dos seus maiores acionistas exercem o controle direto com quase a totalidade do direito de voto. Também, 50% das empresas não-listadas tiveram pontuação inferiores aos das empresas abertas. Grande parte das empresas obteve menos que 7 pontos do índice. A principal conclusão foi que a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares listadas é estatisticamente superior a das familiares não-listadas. A segunda parte da pesquisa investiga a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas S.A. familiares não-listadas e seus desempenhos em 2003. O índice de governança corporativa, estabelecido na parte anterior, é utilizado como aproximação da qualidade das práticas de governança corporativas e foi testado com várias medidas de desempenho. Nos resultados não foi encontrada relação consistente para as variáveis de controle utilizadas, como aproximação para alavancagem, crescimento da empresa e tamanho. Os resultados confirmaram a hipótese de que a qualidade de governança corporativa influencia o desempenho das empresas familiares não-listadas. O IGC-F apresentou relação positiva e significativa com o retorno sobre os ativos (ROA), medido pela razão entre o lucro operacional e o ativo total das EFNL. Este resultado foi confirmado com outras aproximações do ROA. Para estas empresas, o aumento de 1 ponto no índice poderá levar o retorno sobre os ativos



crescer entre 2.1% e 2.5%. O patrimônio líquido mantém a relação positiva com o índice, entretanto não se mantém significativa para todos os modelos. Sugere-se que novos testes sejam realizados para verificar eventual problema de endogenia entre as variáveis.

## ABSTRACT

SANTOS, Joséte Florencio dos. **Governança Corporativa das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas e Não-Listadas em Bolsa.** Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2005. Tese.

This research investigates the quality of the governance corporate practices of the non-listed familiar public firms on Bovespa, in 2003. It is divided into two interrelated sections. The first investigated the non-listed family firms were studied considering the concentration of cash flow rights and control rights of themselves. Their conditions in the market was related with other existing types of company. After this, the quality of their governance corporate practices was identified and compared with those of family listed firms on Bovespa. In order to compare the two types of familiar companies, it was used a Corporate Governance Index (IGC-F) applied to the family firms, from a questionnaire with 16 questions. The results showed that the non-listed familiar firms are control concentrated, and that at least half of the largest shareholders maintain the direct control with almost the totality of the voting rights. And, 50% of the non-listed firms obtained scores below those of open companies. Big part of the firms presented less than 7 points of the index. The main conclusion was that the quality of the corporate governance practice of the family non-listed firms is statistically lower than that of listed family firms. The second part of this research investigates the relationship between the quality of a non-listed Brazilian family firm's governance practices and firm performance in 2003. The index estimated before is used in order to proxy for corporate governance performance measure and was tested with several performance measures. The results didn't find consistent relationship to the control's variables like the proxies to leverage, grown and size. It supports the widespread hypothesis of a influence of quality corporate governance on performance of non-listed family firms. IGC-F showed positive and significative relation with return on assets (ROA), computed as the ratio of operating income to total assets at year-end. This results was confirmed with others proxies to measure the ROA. For this firms, a one point increase in the ICG-F would lead form 2.1% to 2.5% rise in the ROA. Return on Equity maintained a positive relation with the index but not significative for all models. It is suggested that another test could be done to checks the presence of endogeneity.

## Lista de Figuras

Figura 1 – Exemplo (1): Empresa Círculo S/A .....	45
Figura 2 – Exemplo (2): Empresa Primav Ecorodovias S/A .....	46
Figura 3 – Distribuição das Empresas Familiares Não-Listadas por Região.....	57
Figura 4: Controle das Empresas Abertas não-Listadas e Listadas em bolsa em 2003. ....	59
Figura 5: Histograma das Idades das empresas Não-Listadas e Listadas na CVM em 2003. ....	61
Figura 6: Box-Plot das Idades das empresas Não-Listadas e Listadas na CVM em 2003. ....	61
Figura 7: Box Plot da Participação Direta das Empresas Abertas Não-Listadas Segundo o Tipo de Controle .....	70
Figura 8: Box Plot da Participação Indireta do Primeiro e Segundo Maior Acionista das Empresas Familiares Abertas Não-Listadas.....	71
Figura 9: Histogramas do IGC-F da Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas .....	75
Figura 10: Box Plot do IGC-F das Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas .....	77
Figura 11: Box Plot dos Índices por Dimensão de GC das Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas .....	77
Figura 12: Box Plot do IGC-F com Questionário Completo e Reduzido para as Empresas Abertas Familiares Não-Listadas .....	82
Figura 13: Respostas (%) das Empresas Abertas Listadas para o Questionário Completo e Reduzido.....	83
Figura 14 Box Plot do IGC-F com Questionário Completo e Reduzido para as Empresas Abertas Familiares Listadas .....	85
Figura 15: Comparação das Respostas por Questões do Questionário Completo Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas.....	87
Figura 16 (a, b, c e d) – Gráficos de dispersão entre o índice de governança corporativa das EFNL e as variáveis de desempenho. As retas de regressão foram estimadas com a amostra completa do estudo, sem Patrimônio Líquido negativo. ....	91

## Lista de Tabelas

Tabela 1 – Grupos das Empresas Familiares Não-Listadas .....	58
Tabela 2: Distribuição da propriedade das empresas S.A. listadas e não-listadas em bolsa em 2003. ....	59
Tabela 3: Distribuição das empresas S.A. listadas e não-listadas em bolsa, classificadas segundo o tipo e controle em 2003 e o tempo de registro e a região de localização.....	60
Tabela 4: Empresas S.A. listadas e não-listadas em bolsa, classificadas segundo algumas características de propriedade em 2003.....	63
Tabela 5: Estatísticas descritivas das medidas do direito de propriedade direta e indireta para o conjunto de todas as Empresas S.A. não-listadas em bolsa .....	68
Tabela 6: Estatísticas Descritivas das medidas do direito de propriedade direta e indireta das Empresas S.A. não-listadas em bolsa, segundo o tipo de controlador .....	69
Tabela 7: Efeito da Estrutura Indireta sobre a Participação do Maior Acionista das Empresas Familiares Não-Listadas em 2003 .....	72
Tabela 8: Classificação pelo Índice de Governança Corporativa das empresas familiares abertas. não-Listadas.....	74
Tabela 9: Estatística Descritiva do IGC-F e dos Índices por Categoria das Empresas S.A. Familiares Não-Listadas e Listadas .....	76
Tabela 10: Respostas para o Questionário Completo e Reduzido das Empresas Abertas Familiares Não-Listadas para obter o IGC-F.....	80
Tabela 11: Comparação da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa entre as Empresas Abertas Familiares Listadas e não-Listadas usando o IGC-F .....	86
Tabela 12 - Estatística Descritiva das Principais Variáveis .....	88
Tabela 13 - Regressões Lineares Simples entre o Índice de Governança Corporativa das EFNL e as variáveis de Desempenho.....	92
Tabela 14 – Efeito do Índice de Governança Corporativa (IGC-F) aplicado às EFNL sobre o Retorno sobre os Ativos ( $ROA_1$ ) .....	95
Tabela 15 – Efeito do Índice de Governança Corporativa (IGC-F) aplicado às EFNL sobre o Retorno sobre os Ativos (RSPL) .....	99
Tabela 16 – Efeito das Dimensões do Índice de Governança Corporativa Familiar sobre o Desempenho das EFNL .....	101
Tabela 17 – Efeitos das Variáveis de Controle sobre as Variáveis de Governança e Propriedade da EFNL.....	104

## SUMÁRIO

RESUMO .....	VII
ABSTRACT .....	IX
LISTA DE FIGURAS .....	X
LISTA DE TABELAS .....	XI
INTRODUÇÃO .....	1
1.1 Relevância e Objetivos do Estudo .....	1
1.2 Organização e Delimitações da Tese .....	4
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	6
2.1 Empresas Familiares de Capital Aberto no Brasil .....	6
2.1.1 Importância e Classificação das Empresas Familiares .....	6
2.1.2 Vantagens e Dilemas das Empresas Familiares .....	8
2.1.3 Companhias Abertas no Brasil .....	11
2.2 Governança Corporativa .....	14
2.2.1 Conceito e Principais Modelos de Governança Corporativa .....	14
2.2.2 Tendências e Incentivos para Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil .....	17
2.3 Discussão Teórico-Empírica .....	20
2.3.1 Conflitos de Agência .....	20
2.3.2 Mecanismos de Governança Corporativa .....	23
2.3.2.1 Estrutura de Propriedade e Controle e Ambiente Legal .....	23
2.3.2.2 Conselho de Administração e Informações das Empresas .....	28
2.3.3 Valor, Desempenho e Governança Corporativa .....	32
3 METODOLOGIA .....	39
3.1 Perguntas e hipóteses do Estudo .....	39
3.2 Delineamento, População e Amostra do Estudo .....	40
3.3 Método, Tratamento Estatístico, Coleta e Análise dos Dados .....	42
3.3.1 Composição da estrutura de propriedade e controle .....	42
3.3.2 Comparação entre as práticas de governança corporativa entre as empresas abertas familiares não listadas e listadas .....	48
3.3.3 Relação entre Governança Corporativa e o Desempenho das Empresas Familiares Não-Listadas .....	52
3.4 Variáveis Utilizadas .....	53
3.4.1 Variáveis de Governança .....	54
3.4.2 Variáveis de Desempenho .....	55
3.4.3 Variáveis de Controle .....	55
3.5 Descrição das Empresas não-listadas e listadas em bolsa em 2003 .....	58
3.6 Contribuições e Limitações do Estudo .....	65
4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	67
4.1 Comparação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas e listadas .....	67
4.1.1 As empresas não-listadas em bolsa .....	67
4.1.2 As Empresas Familiares Não-Listadas .....	70
4.1.3 Práticas de Governança Corporativa .....	74
4.1.4 Comparação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das EFNL e EFL .....	86
4.2 Efeitos das práticas de governança corporativa no desempenho contábil das empresas familiares não-listadas .....	88

4.2.1	Estatísticas Descritivas e Correlações entre as Variáveis .....	88
4.2.2	Relação entre Governança e Desempenho das Empresas Familiares Não-Listadas .....	90
4.2.2.1	Gráficos de Dispersão .....	90
4.2.3	Análises de Regressões Lineares Simples .....	92
4.2.4	Análises de Regressão Linear Multivariada .....	93
4.2.4.1	O IGC-F e o Retorno sobre os Ativos (ROA) .....	93
4.2.4.2	O IGC-F e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) .....	96
4.2.5	Testes Adicionais .....	100
4.2.5.1	As Dimensões do IGC-F e o Desempenho .....	100
4.2.5.2	Efeito dos <i>Outliers</i> .....	102
4.2.5.3	As Variáveis de Controle e o IGC-F .....	103
4.2.5.4	O IGC-F (com o questionário reduzido) e o Desempenho .....	104
5	CONCLUSÕES .....	106
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	113

# Introdução

## 1.1 Relevância e Objetivos do Estudo

Os estudos de Berle e Means (1932) podem ser apontados como um marco nos estudos de governança corporativa. Eles discutiram os problemas da separação entre a propriedade e o controle das empresas norte-americanas, decorrentes das corporações modernas em que há separação entre controle e gestão. Segundo os autores, estas empresas teriam propriedade pulverizada e o controle concentrado nas mãos de gestores profissionais, caracterizando a separação entre a propriedade e a gestão das mesmas. A partir da década de 80 cresceu o interesse dos pesquisadores nos Estados Unidos, e em diversos países, procurando identificar se, de fato, as corporações modernas tinham o padrão delineado por Berle e Means (La Porta *et al.*, 1998). Neste cenário, a governança corporativa constituiu-se como um meio de harmonizar os conflitos de interesses e estancar oportunismos tanto dos gestores em relação aos proprietários, quanto dos acionistas majoritários em detrimento dos minoritários. Alguns estudos procuraram verificar as relações entre governança e a estrutura de controle, a performance e o valor de mercado, porém, estes estudos vêm sendo feitos, em sua maioria, para empresas de capital aberto cujas ações são negociadas em bolsa, como pode ser visto em Wiwattanakitang (2001), Anderson *et al.* (2003), Klapper e Love (2002), Black *et al.* (2003), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a) e Okimura (2004).

Vários estudos afirmam que existem indícios de que as empresas com boas práticas de governança corporativas são mais valorizadas pelo mercado e têm melhor desempenho, inclusive no Brasil. Mesmo assim, ainda são poucos os casos de empresas que iniciaram suas atividades no Novo Mercado da Bovespa, que faz diversas exigências quanto às práticas de governança corporativa. (SILVEIRA, 2004; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2004a, CARVALHO, 2003)

Por outro lado, é inegável a importância da presença da propriedade familiar em todo o mundo. O papel que as empresas de propriedade familiar possuem na economia de todos países é muito reconhecido, quer seja em pequenos negócios, centrados na figura do próprio empreendedor, ou em grandes empresas, que participam ou não do mercado de capitais. Os conflitos de interesse nestas empresas decorrem de diversas situações como: afastamento dos fundadores da

empresa e da entrada de herdeiros sem condições para substituí-los ou da abertura de capital, com a diversificação dos investidores. Wiwattanakatang (2001), por exemplo, afirma que a participação de familiares na gestão das empresas parece fornecer um melhor monitoramento dos investimentos, do que os outros tipos de acionistas. Shleifer e Vishny (1986) afirmam que a presença de empresas familiares é comum nos Estados Unidos e representam cerca de um terço das 500 empresas acompanhadas pela revista *Fortune*. Segundo os autores, os acionistas familiares são investidores de longo prazo, pouco diversificados e mantêm um forte controle sobre a gestão da empresa.

Em se tratando de empresas familiares, alguns temas, como a sucessão familiar, já foram bem explorados, entretanto, ainda se conhece muito pouco sobre as suas relações com o desempenho, principalmente no que diz respeito às questões de governança corporativa aqui no Brasil.

Uma das principais preocupações dos investidores, com relação a empresas de propriedade familiar, é a perspectiva de que as famílias possam gerir as empresas buscando atender aos seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas não-controladores, uma vez que, geralmente, eles já estavam no controle da empresa quando abriram seu capital (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Em mercado financeiro pouco transparente, como no leste asiático, foi registrado por Faccio *et al.*(2001), que as empresas com controle familiar expropriam a riqueza dos seus acionistas.

Porém, não existe uma regra sobre o comportamento e as conseqüências das atuações das empresas de controle familiar. Alguns estudos mostram que a presença de pessoas da família no controle das empresas influencia positivamente seu valor. Entre as grandes empresas norte-americanas de capital aberto, Anderson e Reeb (2003) constatam que, a presença dos fundadores na condução das empresas familiares é mais bem avaliada pelo mercado que as empresas não familiares. Também, que as empresas familiares têm um melhor desempenho contábil que as não familiares. Porém, Shleifer e Vishny (1997) afirmam que os acionistas controladores podem tentar expropriar os demais acionistas, por meio de um desempenho aquém do que seria normalmente esperado, o que, de certa forma, vão ao encontro dos resultados de Anderson e Reeb. Shleifer e Vishny (1997)



também identificaram que as estruturas de propriedade das empresas familiares são estáveis e que, é comum a presença de grandes acionistas nas mesmas.

Porém, o que se pode afirmar sobre as empresas familiares que não são listadas na bolsa? Sabe-se que a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico<sup>1</sup> (OECD) tem dado especial atenção às questões sobre governança corporativa nas empresas não-listadas, principalmente em países com mercados de capitais pouco desenvolvidos, como é o caso do Brasil. Recentemente, esta organização realizou um fórum na Turquia, em abril de 2005, do qual resultou a publicação de um conjunto de artigos denominado *Corporate Governance Of Non Listed Companies*. O conceito de empresa não-listada adotado pela OECD engloba as empresas que não são listadas em bolsa (abertas) ou que, mesmo listadas, praticamente não têm ações negociadas no mercado aberto. Isto porque são empresas cujas ações estão nas mãos de poucos acionistas ou, que têm outras restrições que limitam a transferências das ações. O presidente do Comitê de Educação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em um dos artigos, relatou os esforços desta instituição no sentido de incentivar e treinar as empresas e seus gestores a adotarem melhores práticas de governança corporativa. Ele afirma que, a maioria das pessoas participantes destes eventos, é proveniente de empresas familiares não-listadas, demonstrando a difusão do interesse das empresas pelo tema.

Neste estudo foram adotados conceitos diferentes dos acima citados. O termo *empresa aberta* foi utilizado para aquelas empresas em que o capital é dividido em ações, limitando a responsabilidade de cada sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. O termo *não-listada* refere-se às empresas abertas que não possuem ações negociadas em bolsa. Entende-se como empresa familiar àquelas empresas que possuem um indivíduo ou pessoas com o mesmo nome de família, ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada (Ltda.)<sup>2</sup>, com a maior quantidade de ações de voto em última instância. A estrutura é investigada até que seja identificado o proprietário final, segundo informações disponibilizadas pela Comissão de Valores Monetários (CVM).

---

<sup>1</sup> *Organisation for Economic Co-Operation and Development.*

<sup>2</sup> Empresas Ltdas. – considera-se que o controle destas empresas são de um grupo familiar.

Até o momento não foram encontradas pesquisas empíricas que abordem esta parcela de empresas no mercado brasileiro. Pode-se dizer que este grupo de empresas não tem tido a devida atenção nos trabalhos empíricos e que merece ser estudado, uma vez que representa uma parcela significativa das empresas brasileiras de capital aberto, ativas e registradas na CVM.

Portanto, este trabalho teve como objetivo estudar as empresas familiares de capital aberto que não são listadas em bolsa, procurando entender a sua estrutura de controle. Essas empresas também foram classificadas, com relação às suas práticas de governança corporativa, e comparadas às empresas familiares listadas, consideradas referência.

Assim, espera-se dar uma contribuição com a literatura sobre governança corporativa, principalmente no entendimento das relações de governança corporativa com as empresas abertas familiares não-listadas, que, potencialmente, podem vir a incrementar o mercado de capitais brasileiro.

## **1.2 Organização e Delimitações da Tese**

Esta tese está organizada da seguinte forma: o capítulo 2 compõe-se de uma revisão de literatura, contendo as principais conclusões de artigos relacionados a empresas familiares, no que diz respeito à relação entre práticas de governança corporativa (GC), estrutura de propriedade e desempenho, em países desenvolvidos e emergentes. Além disso, procurou-se destacar algumas iniciativas brasileiras no sentido de promover a adoção de boas práticas de governança corporativa. Esta revisão teve como objetivo fundamentar os testes empíricos realizados.

O terceiro capítulo possui as informações metodológicas adotadas para os testes empíricos e uma contextualização das empresas abertas registradas no CVM, em 2003. O quarto capítulo apresenta os resultados empíricos, limitados às empresas familiares nacionais de capital aberto e que não têm ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) ou na Sociedade Operadora de Mercado de Ativos<sup>3</sup> (SOMA) em 2003. Este capítulo foi dividido em duas partes. A

---

<sup>3</sup> “A SOMA administra o mercado de balcão organizado no Brasil, através de um sistema eletrônico de negociação dirigido por ofertas registradas por formadores de mercado e instituições financeiras associadas”. Ver [www.somaativos.com.br/indexIE.html](http://www.somaativos.com.br/indexIE.html)

primeira teve como objetivo principal fazer uma comparação entre as práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas com as familiares listadas. Para isto, as empresas foram classificadas de acordo com um índice de governança corporativa (IGC-F), que foi aplicado às empresas familiares. O questionário que gerou o índice conteve perguntas abordando três dimensões de governança corporativa Transparência, Composição e Práticas dos seus Conselhos e, Controle e Conduta das empresas. Além disso, as empresas foram caracterizadas e contextualizadas, segundo suas estruturas de controle e de propriedade. A partir destes resultados, as qualidades das práticas de GC das empresas não-listadas e listadas foram comparadas com testes paramétricos e não-paramétricos. Os resultados foram apresentados e discutidos na seqüência. A segunda parte procurou verificar se seria possível estabelecer uma relação entre o desempenho e as práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas. Algumas pesquisas no mercado brasileiro sinalizaram que, é possível que haja uma relação entre o desempenho e as práticas de governança, adotadas pelas empresas abertas listadas brasileiras. Neste estudo, esta relação foi testada com métodos econométricos tendo o índice de governança corporativa (IGC-F), que foi aplicado às empresas familiares, como aproximação da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares, e o retorno sobre os ativos (ROA), como indicador de desempenho. Como variável de controle foram utilizadas aproximações para tamanho, idade, alavancagem e endividamento, por exemplo. Outras definições para a variável de desempenho e outras variáveis como aproximação de governança corporativa foram aplicados aos modelos para verificar a robustez dos resultados. No quinto capítulo estão apresentadas as conclusões deste estudo, bem como sugestões para pesquisas futuras.

---

## **2 Fundamentação Teórica**

O objetivo deste capítulo é identificar os principais conceitos relacionados a governança corporativa e o impacto da qualidade de suas práticas nas empresas familiares abertas que não têm ações negociadas em bolsa. Pretende-se mostrar uma revisão com os artigos mais relevantes para o entendimento das hipóteses levantadas e apresentadas nos capítulos subsequentes. Portanto, tem-se o intuito de fundamentar as questões apresentadas e não de fazer um resumo de toda a literatura sobre o assunto.

Para um melhor entendimento das questões do tema de pesquisa, é necessário discutir alguns conceitos e destacar a importância que a empresa familiar tem no cenário mundial e brasileiro, com suas vantagens e dilemas, conforme apresentado na seção 2.1. Uma discussão sobre o conceito de modelos de governança corporativa no mundo e as tendências e incentivos à sua utilização no Brasil encontra-se na seção 2.2. Na seção 2.3, é apresentada uma discussão teórico-empírica abordando mecanismos de governança corporativa que ajudam a dirimir os conflitos de agência e suas implicações no valor e desempenho das empresas familiares abertas no Brasil.

### **2.1 Empresas Familiares de Capital Aberto no Brasil**

#### **2.1.1 Importância e Classificação das Empresas Familiares**

A importância das empresas familiares é reconhecida na economia da maior parte dos países. Elas são apontadas como sendo a coluna vertebral econômica das nações e o terreno ideal para o nascimento de novos empresários. A presença de controladores familiares aparece de várias formas, ou seja: empresas familiares de uma só família (unifamiliares); empresas familiares fundadas por dois ou mais sócios (multifamiliares); e também, empresas familiares controladas por uma ou mais famílias (sociedades anônimas).

Segundo Lethbridge (1999, p.7) as empresas familiares podem ser encontradas dentro das seguintes configurações:

a. tradicional - onde o capital da empresa é fechado; a família exerce um controle total e existe pouca transparência administrativa e financeira;

b. híbrida - onde o capital é aberto, a família ainda detém o controle e existe maior transparência e participação na administração por profissionais não-familiares;

c. de influência familiar - a maioria das ações está em poder do mercado, a família ainda mantém uma influência estratégica através de participação acionária significativa.

Gallo e Ribeiro (1996) apresentam uma classificação mais detalhada, onde que as empresas de controle familiar podem aparecer como uma das seguintes formas:

a. empresa individual - aquelas empresas formadas por um indivíduo que inicia um pequeno negócio;

b. empresa artesanal - são as que exploram um pequeno patrimônio agrícola ou um negócio artesanal transmitido, em regra, de pai para filho;

c. empresas de capital familiar – aquelas em que a totalidade ou uma parte importante do capital está nas mãos de uma família, mas cuja direção é entregue a gestores com base na sua competência técnica; e,

d. empresa familiar - quando tanto o capital quanto o controle da empresa está nas mãos de uma família. Neste caso, segundo os autores, entende-se que a segunda geração familiar assume os lugares deixados vagos pelos parentes e assim sucessivamente.

No estudo de Burkart et al. (2003) as empresas familiares foram identificadas como sendo aquelas empresas que são controladas por seus fundadores ou por seus familiares ou herdeiros. Na mesma linha, Anderson e Reeb (2003) estudaram as empresas familiares caracterizadas pela participação de um familiar na condução da empresa, ou em outra posição estratégica da empresa.

Já Thomsen e Pedersen (1995) consideram que uma empresa é de propriedade familiar quando uma pessoa ou família detém a maioria (ou seja, mais que 50%) das ações com direito a voto. Eles também incluíram as fundações neste grupo, por considerarem que as mesmas refletem o desejo pessoal do fundador de transferir para a família algum grau de controle.

Seguindo La Porta, et al. (1999), Claessens et al. (2000), Wiwattanakantang (2001), Carvalhal-da-Silva (2002), neste estudo consideramos como de controle familiar as empresas que possuem um indivíduo ou pessoas com o mesmo nome de família, ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada (Ltda. - o controle destas empresas são atribuídos a um grupo familiar) que tivessem a maior quantidade de ações de voto em última instância.

### **2.1.2 Vantagens e Dilemas das Empresas Familiares**

As empresas familiares gozam da vantagem de possuírem, geralmente, os gestores cujos objetivos estão alinhados com os interesses da família, mostrando maior dedicação e empenho do que outro tipo de gestão, além de manterem planos de longo prazo que acordo com o interesse da família e dos seus sucessores, os quais garantirão a continuidade do negócio (Anderson e Reeb, 2003). Por outro lado, um dos principais problemas das empresas familiares está relacionado à questão da propriedade e controle da empresa, ou seja, quando a família não dispõe de pessoas qualificadas para a gestão do negócio ou quando os gestores familiares não diferenciam seu patrimônio pessoal e o da empresa. Gallo e Ribeiro (1996) destacam que é maior a possibilidade de haver eventuais irregularidades (desvio de recursos ou benefícios pessoais) nestas do que em outros tipos de empresas e sugerem que a participação de pessoas que não são da família, na gestão de uma empresa familiar, seria uma alternativa para evitar estes problemas. Entretanto, também podem surgir conflitos de agência desta relação devido às divergências de interesses entre o gestor profissional e a família, conforme ressaltam Jensen e Meckling (1976), Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1997).

Anderson e Reeb (2003) destacam também que a presença das famílias fundadoras, no controle da empresa, pode representar maior vantagem competitiva para a mesma, pois elas têm mais conhecimento sobre as tecnologias e processos empregados pela empresa. Entretanto, Bukart *et al.* (2003) afirmam que os gestores familiares são mais lentos no aprendizado da tecnologia adotada das empresas do que gestores profissionais, pois, como eles sempre permanecem muito tempo na condução da empresa, podem aprender junto com a curva de aprendizagem da empresa. Os autores afirmam ainda que o principal benefício de ter um gestor fora

da família é que ele provavelmente deverá ser melhor do que os proprietários familiares, uma vez que será um profissional. Com base nisto, esses autores apresentaram um modelo de decisão para a sucessão familiar, analisando os custos e benefícios de se ter um gestor profissional no comando da empresa familiar.

Outro dilema enfrentado especificamente pelas empresas familiares, que entram na sua fase de maturidade, é a questão dos financiamentos para seus projetos de longo prazo. A limitação de recursos próprios pode prejudicar a sua posição no mercado ou mesmo o seu crescimento. Assim, torna-se necessário buscar capital externo para atender às suas necessidades estratégicas e financeiras. Ela pode captar recursos através de endividamento ou da emissão de ações. A primeira opção parece ser a mais natural, porém, a avaliação do risco da empresa vai acompanhar seu nível de endividamento. Quanto maior a alavancagem, maior o risco de a empresa tornar-se insolvente e, conseqüentemente, vir a falir. Segundo Anderson *et al.* (2003), as empresas controladas por famílias têm maior interesse em fazer com que o controle passe para as próximas gerações. Assim, não seriam incentivadas a aumentar as dívidas. Entretanto, o uso de dívidas pode ocasionar efeitos distintos sobre as empresas familiares. Elas podem usar uma quantidade maior de débito como um meio de concentrar o poder de voto, ou podem usar pouco débito para reduzir o risco da empresa.

De acordo com Wiwattanakantang (1999), as empresas controladas por famílias possuem maiores níveis de alavancagem na Tailândia, como forma de concentrar poder, pois o nível de proteção da propriedade é baixo, isto é, o ambiente legal oferece pouca proteção ao acionista minoritário. Já Harijono e Tanewski (2004) constataram que as empresas familiares australianas listadas têm mais dívida do que as empresa não-familiares. Tal como os resultados encontrados para as empresas tailandesas por Wiwattanakantang, as empresas familiares australianas fazem isto motivadas pelo desejo de concentrar seu poder de voto. Estas constatações estão alinhadas à hipótese levantada por Anderson *et al.* (2003) na qual as empresas familiares parecem estar mais preocupadas em concentrar seu poder, em detrimento aos riscos que possam expor suas empresas, ao assumirem maiores níveis de alavancagem. No Brasil, Carvalhal-da-Silva (2002) apresentou resultados, não significativos, que as empresas familiares abertas apresentaram

maior alavancagem que as empresas de capital estrangeiro, estatal ou institucional em 2002.

Por outro lado, não existe consenso na literatura a respeito dos fatores que levam as empresas a usarem ações para captar capital. Alguns estudos sugerem que a adoção de uma nova forma de estrutura de capital, que busca recursos através da emissão de ações ou de debêntures, seja mais uma etapa do ciclo de vida de uma empresa ou pode ainda ser entendida como uma forma de buscar financiamento para projetos que promovam seu crescimento, ou para equilibrar algumas contas (Pagano et al, 1998). La Porta *et al.* (1999) discutem as formas que os proprietários empreendedores utilizam para aumentar o capital próprio e manter o controle sobre a empresa. A pesquisa foi realizada com as maiores empresas de 27 países e constatou que, nos países com pouca proteção ao investidor, é grande a participação das empresas familiares. Eles também observaram que as empresas familiares utilizam estruturas piramidais, ou seja, mantêm controle de uma empresa de capital aberto através de outra empresa que é a controladora (*holding*), e fazem distinção entre os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos de voto para manter o controle.

Com relação à participação de empresas familiares no mercado mundial, nos Estados Unidos, as empresas familiares correspondem a 1/3 das empresas listadas na relação do S&P500 no período entre 1992 a 1999 e, em pesquisa recente, constatou-se que 11% das maiores empresas abertas americanas ainda têm o seu fundador na direção. Já na Tailândia, estas empresas representavam aproximadamente 56% das empresas abertas não-financeiras, em 1996. No Brasil, usando o critério da participação na receita total do grupo composto pelas 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras nos anos de 1990, 1995 e 1997, foi constatado uma redução de 7% na participação das empresas familiares na composição da receita total deste grupo, cuja participação caiu de 23% para 16%. Pesquisa recente constatou que as empresas familiares abertas têm aumentado sua participação no mercado brasileiro, conforme foi observado entre os anos de 1998 (54,1%) e 2002 (58,8%) (Anderson *et al.*, 2003; Fahlenbrach, 1994; Wiwattanakantang, 2001; Siffert Filho, 1998; Leal e Carvalhal-da-Silva, 2004a) .

Considerando todos tipos de empresas familiares, vale destacar que, em 1999, existiam cerca de 4 milhões de empresas familiares registradas no Brasil e que, no



início deste século, elas representaram cerca de 70% dos maiores grupos brasileiros, em termos de capital (Mello, 2000). Apesar de haver vários estudos abordando diversos aspectos das empresas familiares, ainda há muito a ser explorado, principalmente no segmento das empresas de capital aberto não-listadas, que é o objeto de nosso estudo.

### 2.1.3 Companhias Abertas no Brasil

Para caracterizar melhor as empresas foco deste estudo, vamos procurar esclarecer como elas são legalmente tratadas aqui no Brasil. A lei que versa sobre as sociedades abertas é a chamada lei das Sociedades por Ações, também conhecida por Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A.), e identificada como Lei nº6.404/76 e Lei nº10.303/01 e suas posteriores alterações. Ela define a empresa aberta<sup>4</sup> como sendo a sociedade em que o capital é dividido em ações, limitando a responsabilidade do sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. As suas ações, que são títulos que representam a participação societária, podem ser livremente negociáveis. Assim, nenhum acionista pode impedir qualquer parte de ingressar no quadro de proprietários da empresa. Ela é considerada sociedade institucional ou normativa e não contratual, uma vez que não existe contrato entre os sócios.

A companhia aberta pode promover a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários: ações<sup>5</sup>, bônus de subscrição, debêntures, partes beneficiárias e notas promissórias

---

<sup>4</sup> Ver na **Lei Nº 6404/76, art. 4º**: Para os efeitos desta lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão.

Parágrafo único - Somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão.

<sup>5</sup> As ações podem ser do tipo:

- **Ordinária**: Classe de ações que confere a seu titular direito de voto nas assembléias da sociedade, além do direito de participar dos resultados da companhia. A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da Assembléia Geral.

- **Preferencial**: Classe de ações que confere aos seus detentores determinadas vantagens de natureza financeira ou política em troca de restrições parciais ou totais no exercício do poder de voto. As vantagens podem incluir prioridades na distribuição de dividendo e/ou reembolso de capital, *tag along*, dividendos 10% superiores aos das ações ordinárias e, inclusive, direito a voto, se assim o estatuto o definir.

para distribuição pública. Entretanto, a empresa somente pode lançar títulos se cumprir uma série de requisitos legais. Para isto, a lei das S.A. atribuiu à CVM<sup>6</sup> o poder de disciplinar e fiscalizar este mercado, incluindo as Bolsas de Valores e as empresas que têm ações e títulos mobiliários.

Estas empresas possuem algumas características que as particularizam em relação aos outros tipos de sociedades comerciais:

- a. o capital social é dividido em partes denominadas de ações, que possuem valor nominal igual, em geral;
- b. a responsabilidade dos sócios é limitada apenas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Os acionistas não respondem pelas obrigações assumidas pela sociedade com terceiros;
- c. os sócios podem transacionar suas ações. Portanto, a estrutura da sociedade não é afetada pela entrada ou retirada de qualquer sócio;
- d. têm a possibilidade de subscrever capital social mediante oferta pública;
- e. podem pertencer a sócios menores ou incapazes, sem que isto implique em nulidade para a mesma;
- f. a ação pode vir a ser penhorada, quando um acionista sofrer execução;
- g. no caso do falecimento do titular de uma ação, o herdeiro ou legatário de uma ação, transforma-se em um acionista da sociedade anônima;
- h. o preço de emissão das ações é fixado pelos fundadores, no momento da constituição da companhia, e pela assembléia geral ou pelo conselho de Administração, quando do aumento do capital social com emissão de novas ações;
- i. todas as sociedades anônimas são consideradas mercantis, mesmo que seu objeto seja civil;
- j. o nome da empresa deve vir acrescido das palavras SOCIEDADE ANÔNIMA ou COMPANHIA, por extenso ou abreviadamente, sendo que esta última expressão não poderá ser utilizada no final do nome empresarial.

---

<sup>6</sup> Ver a Lei N°6.385 de 7 de Dezembro de 1976 e suas alterações, disponível em <http://www.cvm.gov.br/>

Conforme a Lei, apenas empresas de capital aberto podem lançar títulos mobiliários no mercado. No entanto, as empresas podem ter capital aberto sem possuir ações negociadas em Bolsa de Valores, que são as empresas foco deste trabalho. Estar ou não listada na Bolsa depende dos interesses da empresa, que pode ter seu capital aberto, apenas com o interesse de lançar debêntures<sup>7</sup>, por exemplo.

A Lei também faz restrições sobre a proporção de ações preferenciais que as empresas de capital aberto podem lançar. Após a promulgação da Nova Lei das S.A.<sup>8</sup> em 2001, as ações preferenciais podem atingir o máximo de 50% do total das ações emitidas pela companhia. Esta medida é válida para as novas companhias abertas e para as empresas fechadas, já existentes, que quiserem abrir seu capital.

A legislação brasileira prevê que todas as companhias abertas deverão ter, obrigatoriamente, um conselho de administração<sup>9</sup>. O artigo 140 da Lei das S.A. estabelece que as empresas devem possuir um mínimo de três conselheiros, sendo a quantidade máxima estabelecida em assembléia geral ou pelo Conselho. O tempo máximo de gestão dos conselheiros é de três anos, sendo permitida a reeleição. Além disso, a Lei determina as competências do Conselho de Administração no artigo 142, onde diz que as mesmas devem ser normalizadas por um regimento interno de cada empresa.

Portanto, foram destacados alguns aspectos indispensáveis ao entendimento do que está previsto por lei e que tem impacto nas recomendações sobre governança corporativa que será visto adiante.

---

<sup>7</sup> **Debêntures** é o título emitido pela sociedade anônima, representativo de uma parte de um empréstimo público lançado pela sociedade. Ele representa um direito de crédito contra a sociedade, o que o distingue da ação, que documenta um direito de participação na sociedade.

<sup>8</sup> Ver Lei nº10.303

<sup>9</sup> Ver Lei 6.404, artigo 138, parágrafo 2º .

## 2.2 Governança Corporativa

### 2.2.1 Conceito e Principais Modelos de Governança Corporativa

O tema governança corporativa tem tido mais atenção recentemente, com a intensificação dos debates há cerca de três décadas. Segundo Zingales (1998), o termo não existia na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta, mas é atualmente motivo de discussão em diversas áreas. O conceito de governança corporativa apresentado por Sheifer e Vishny (1997, p.737) enfatiza os aspectos financeiros. Eles definem governança corporativa como “o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”.

Para La Porta et al. (2000), a governança representa um conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos de serem expropriados pelos gestores e acionistas controladores. Lethbridge (1997a, p.186) apresenta a governança corporativa como um “conjunto de normas institucionais e convenções que regem as relações entre acionistas e administradores”.

Siffert Filho (1998, p.124) afirma que “governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos, de acordo com o interesse dos proprietários”.

Uma definição mais ampla foi apresentada pela Organization for Economic Co-Operation and Development<sup>10</sup> (OECD) em 1999. Esta organização define governança corporativa como sendo o sistema pelo qual os negócios das empresas são direcionados e controlados. A estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa, como dirigentes, acionistas e outras partes interessadas<sup>11</sup> (*stakeholders*), e detalha as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere aos assuntos

---

<sup>10</sup> Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

<sup>11</sup> Ou seja, "grupos que sofrem o impacto das decisões tomadas pela empresa, como empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral". Lethbridge (1997, p. 225)

corporativos. Por isso, fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir estes objetivos e monitorar seu desempenho.

Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) apresenta, na 3ª edição (divulgada em Julho de 2004) do seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, a seguinte definição: “Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”.

Segundo a BOVESPA, governança corporativa pode ser entendida como “o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas. Isso envolve as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, uma Auditoria Independente e até mesmo um Conselho Fiscal”. Eles complementam o conceito destacando a importância da adoção de uma boa governança corporativa como instrumento para ter melhor administração e monitoração da direção executiva da empresa.

A CVM define governança corporativa como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como: investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Todas as definições convergem na questão das dimensões de governança corporativa que parecem ser mais observadas pelo mercado de capitais: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (*accountability*).

De modo geral, a expressão governança corporativa é empregada para descrever os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas de sua atuação e interesses que possam de alguma forma ser importantes para as empresas.

Carvalho-da-Silva (2002, p.7) faz uma síntese de várias definições dizendo: “governança corporativa pode ser definida como um sistema de práticas visando minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia, e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa”.

O conceito de governança corporativa não se restringe às empresas que possuem capital aberto e são listadas em bolsa. Mas, a todas empresas que buscam uma relação de transparência e confiança com as partes com que mantêm algum relacionamento.

Berle e Means (1932) trataram os conflitos resultantes da separação entre a propriedade e a gestão nas empresas modernas do início do século XX. Este conflito de interesses pode assumir características distintas em função da estrutura de propriedade das empresas. Segundo estes autores, a tendência da maior parte das grandes empresas americanas seria ter a propriedade pulverizada entre pequenos acionistas, com uma clara separação entre acionistas e gestores. Entretanto, nas últimas décadas vários estudos foram realizados e os resultados para mercados em desenvolvimento não constataram a predominância da propriedade pulverizada, como pode ser visto nos trabalhos de Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.*(1999), Becht e Mayer (2000), Faccio e Lang (2001) e Carvalha-da-Silva e Leal (2004a, 2004b).

Shleifer e Vishny (1997) afirmaram que, vistos sob aspectos da proteção legal oferecida aos investidores, Estados Unidos, Alemanha, Japão e Reino Unido possuem os melhores sistemas de governança corporativa. Nos países que possuem mercados menos desenvolvidos, os mecanismos de governança são fracos em decorrência da estrutura de controle concentrada das empresas que são negociadas em bolsa e da ausência de regras que propiciem proteção efetiva às minorias. Os autores centram a sua discussão na questão das diferenças existentes entre os sistemas de proteção legais dos países como sendo determinantes para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa.

De acordo com Lethbridge (1997b), podemos destacar na literatura dois modelos de governança corporativa, segundo a tendência dos mercados de capitais mais evoluídos:

- 1) o modelo anglo-saxão (*shareholder model*) é baseado no mercado de capitais e os gestores devem agir de acordo com os interesses dos acionistas. É caracterizado por propriedade pulverizada e mercados que garantem a liquidez das participações e o monitoramento da administração das empresas, através da variação no preço das ações;

2) o modelo nipo-germânico (*stakeholder model*), que é baseado em investidores de longo prazo e os gestores têm compromisso com os acionistas e, também, devem atender a um conjunto mais amplo de interesses, como dos empregados, dos fornecedores, dos clientes e da comunidade em geral. É caracterizado por propriedade mais concentrada e de longo prazo. No Japão, usa-se as participações acionárias cruzadas (ações de empresas listadas nas bolsas são detidas por outras empresas) para unir os membros dos *keiretsus*<sup>12</sup>. Na Alemanha, os bancos possuem ações para fortalecer as suas relações comerciais com os clientes (empresas).

Ainda de acordo com o autor, a diferença básica entre os dois modelos é que no *shareholder model* é dada mais atenção aos interesses dos acionistas do que no *stakeholder model* (empregos vitalícios, no Japão, e barreiras à demissão, na Alemanha). Entretanto, segundo pesquisas realizadas na Alemanha, outros modelos estão se formando com uma de forma mais híbrida entre os modelos tradicionais apresentados.

## **2.2.2 Tendências e Incentivos para Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil**

O modelo *stakeholder* pareceu o mais adequado na década de 80, quando as economias da Alemanha e do Japão mostraram elevados níveis de crescimento. Mas, na década de 90, com a recessão japonesa e os problemas na economia alemã, vindos com a unificação, em contrapartida ao crescimento da economia norte-americana e do seu mercado de capitais, o modelo de governança corporativa do mercado americano (*shareholder*) têm servido como referência mundial, inclusive para o Brasil. Entretanto, os recentes escândalos de repercussão internacional que foram vivenciados no mercado americano envolvendo empresas como Enron, Tyco, Worldcom e ImClone Systems, podem ser tomados como exemplos de problemas de governança que devem ser evitados. Segundo foi divulgado, houve problemas

---

<sup>12</sup> Termo japonês descrevendo um conglomerado financeiro de companhias organizado em torno de um único banco, com benefícios para todas partes. As companhias, às vezes, possuem ações uma da outra.

de uso de informações privilegiadas, manipulação de resultados, dentre outros, ocasionando conflito de interesses entre gestores e investidores. Estes escândalos provocaram prejuízos aos investidores e os levaram a ter desconfiança das informações disponibilizadas pelas empresas ao mercado.

Para tentar restabelecer a confiança abalada por eventos desta natureza e evitar que outros venham a ocorrer, várias ações foram tomadas para estimular as empresas e seus gestores a adotarem boas práticas de governança e assim, restituir e dar credibilidade às informações das empresas abertas. Nos Estados Unidos foi aprovada em 2002, após a ocorrência de vários escândalos contábeis, uma lei de reforma corporativa chamada lei *Sarbanes-Oxley*<sup>13</sup>, com o objetivo de inibir a conduta antiética de gestores e auditores. A Lei modificou as regras para a governança corporativa relativas à divulgação e à emissão de relatórios financeiros, tornando lei o que antes estava vinculado apenas às práticas éticas do negócio. Com esta lei, os diretores financeiro e executivo tornaram-se explicitamente responsáveis por estabelecer, avaliar e monitorar a eficácia dos controles internos sobre relatórios financeiros e pelas divulgações de suas respectivas empresas, inclusive a lei impõe penalidades no caso de má fé do gestor. Esta lei é importante para todas as empresas brasileiras que negociam ADR<sup>14</sup> nas bolsas de valores dos Estados Unidos, para as empresas subsidiárias ou multinacionais.

No Brasil, diversas ações foram desencadeadas no sentido de incentivar as empresas a adotarem melhores práticas de governança, nos últimos anos. Acompanhando os diversos códigos publicados, o IBGC lançou, em 1999, a primeira versão do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, que teve o objetivo de difundir o tema e auxiliar as empresas na competição por capitais. Este código vem sendo atualizado e, atualmente, encontra-se na sua terceira versão<sup>15</sup>. No final de 2000, a Bovespa<sup>16</sup> criou três segmentos de mercado, aos quais as empresas

---

<sup>13</sup> Ver Sarbanes-Oxley information center, em [www.cfodirect.com](http://www.cfodirect.com)

<sup>14</sup> ADR - *American Depositary Receipt* - Recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em banco norte-americano. É um instrumento de negociação criado para que emitentes de títulos cotados em outros países atendam às normas e regulamentos norte-americanos de registro de títulos, e facilitam o recebimento de dividendos por parte de investidores dos Estados Unidos.

<sup>15</sup> Ver o Código em [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

<sup>16</sup> Ver [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)



podem aderir espontaneamente, com regras progressivamente mais severas de governança corporativa. Estes mercados prevêm maior abertura das informações divulgadas e maiores proteções aos acionistas minoritários, do que é previsto em lei. O Nível 1 requer ampla divulgação das informações da empresa; o Nível 2, além da ampla divulgação, exige o fortalecimento dos direitos dos acionistas, incluindo a submissão de contestações a uma Câmara de Arbitragem do Mercado, o limite de um ano para a participação dos membros do Conselho, podendo haver reeleição, e a adoção de práticas contábeis internacionais, direito de voto em algumas assuntos, como: fusão, incorporação, transformação da empresa. O Novo Mercado, que além das exigências dos Níveis 1 e 2, acrescenta a ausência de ações sem direito a voto e o direito de *tag along*<sup>17</sup> para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia. Além disso, a Bovespa apresentou, em 2001, o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), que tem apresentado bom desempenho, desde seu lançamento (Carvalho, 2003).

Já na Lei 6.404/76 que rege as empresas de capital aberto, havia vários indícios de que os acionistas sem direito a voto e os acionistas não controladores tinham seus direitos mais restritos, como, por exemplo, não havia garantias de que os acionistas minoritários venderiam suas ações pelo mesmo preço que fosse oferecido à ação com direito a voto, integrante do bloco de controle, havendo a clara possibilidade de os controladores terem maiores vantagens. As companhias abertas poderiam emitir ações preferenciais até o limite de dois terços do total das ações emitidas. Assim, como um acionista poderia controlar a empresa com 50% + 1 voto, era permitido que o controle da empresa ficasse com o acionista que detivesse apenas a sexta parte do capital total da empresa. Na lei também constava que os estatutos das empresas podiam deixar de reconhecer alguns direitos das ações preferenciais, como o direito de voto. Para amenizar essa situação, as ações preferenciais tinham vantagens patrimoniais que podiam consistir em ter prioridade na distribuição de dividendos ou reembolso de capital. Esta lei sofreu várias alterações para dar mais transparência, credibilidade e proteção ao acionista minoritário e, também, para se adequar às tendências do mercado (privatizações e

---

<sup>17</sup> *tag along* - direito de receber o prêmio pago pelo controle no caso de venda da empresa.

reforçar a participação da CVM como órgão regulador e fiscalizador do mercado mobiliário). Em 2001, foi promulgada a Lei 10.303, conhecida como a Nova Lei das S.A. que promoveu algumas alterações à lei anterior. No capítulo 17 que se refere às ações preferenciais, ela estabeleceu que as ações preferenciais passariam a ter, independentemente do direito de receber ou não valor de reembolso do capital, o direito de participar de distribuição de dividendos correspondente a um mínimo de 25% do lucro líquido do exercício; direito a recebimento de dividendo no mínimo 10% superior às ações ordinárias; ou direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle. Uma outra alteração muito importante diz respeito à estrutura de propriedade das companhias abertas. Na Lei 10.303/01, o número de ações preferenciais sem direito a voto passou a ter como limite máximo, um total de 50% das ações emitidas, sendo esta medida válida para as novas companhias e para as companhias de capital fechado, já existentes, no momento em que decidirem por abrir o seu capital (Lei 6.404/76 e Lei 10.303/01).

Em junho de 2002, a CVM divulgou uma cartilha com recomendações de boas práticas de governança corporativa para as empresas abertas. O objetivo é que estas empresas incluam nas suas informações anuais o nível de adesão às recomendações da cartilha, onde elas poderão indicar se estão adotando ou não as práticas recomendadas (CVM, 2002).

## **2.3 Discussão Teórico-Empírica**

### **2.3.1 Conflitos de Agência**

A teoria da agência considera as relações entre os diversos agentes e a empresa e os custos decorrentes dos conflitos existentes, em função dos diferentes objetivos envolvidos. Segundo Jensen e Meckling (1976), as relações entre o principal (o acionista ou o proprietário dos recursos econômicos) e o agente (o gestor da empresa) relacionados à empresa são estabelecidas mediante contratos. O principal delega ao agente o poder de decisão sobre sua propriedade, sendo o agente compensado por seus serviços. O problema central advindo desta relação é a possibilidade de o agente vir a assumir um comportamento oportunista na sua gestão, visando aumentar a sua satisfação pessoal, em detrimento dos interesses do principal.

Os problemas de agência, relacionados à separação entre a propriedade e do controle, foram discutidos por Berle e Means (1932) em seus estudos sobre as grandes empresas americanas, que surgiram com o desenvolvimento tecnológico ocorrido no início do século XX. Segundo os autores, as empresas cresceram muito e não conseguiam mais se manter controladas nas mãos de um único proprietário (indivíduo ou família), entrando na era das empresas modernas com propriedade difusa, decorrente da abertura do capital no mercado de capitais. A necessidade de investimentos, decorrentes do crescimento das empresas, fez com que a propriedade fosse pulverizada e, assim, houvesse uma separação entre a propriedade e o controle. Como, neste modelo, a gestão das empresas ficava nas mãos de terceiros, ficava difícil para os diversos acionistas manterem um maior controle das decisões dos gestores, que tinham maiores condições de conduzir a empresa, segundo seus interesses e, não necessariamente, no interesse dos acionistas.

Com a premissa básica de que os gestores e os proprietários possuem interesses e objetivos divergentes, um problema de agência entre estas partes fica caracterizado pela possibilidade de não-maximização da riqueza dos acionistas por parte dos gestores e, conseqüentemente, do valor da empresa (Berle e Means, 1932). Daí a necessidade de haver mecanismos de incentivos, de controle e de monitoramento, como forma de atenuar os problemas entre as duas partes. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que um contrato ideal entre acionistas e gestores poderia evitar o problema de agência. Nele, deveriam ser previstas todas as situações, especificando onde e como os lucros da empresa deveriam ser alocados. O problema é que contratos perfeitos são impossíveis de serem feitos.

De modo mais formal, Jensen e Meckling (1976) deram uma nova visão à questão da separação entre propriedade e controle por meio da teoria da utilidade, na qual cada agente sempre procura maximizar suas preferências. Segundo os autores, esses problemas entre as partes geram custos de agência, que podem ser definidos como a soma dos custos de acompanhamento assumidos pelos acionistas, mais os gastos para o comprometimento dos agentes e as perdas dos acionistas em função do comportamento divergente dos administradores. Estas perdas poderão ocorrer independentemente do monitoramento e dos incentivos para o comprometimento dos agentes. O efeito dos problemas de agência para a empresa

é destruir valor, sendo necessários bons incentivos e sistemas de governança, que limitem a perda de valor da empresa.

Jensen (1986) afirma que pagar dividendos é uma forma de atenuar o problema de agência, pois, ao restringir o fluxo de caixa livre à disposição dos gestores, limita a sua capacidade de seguir uma agenda pessoal, às custas da maximização do valor dos acionistas. Caso o gestor não disponha de fluxo de caixa livre para financiar os projetos da empresa, ele precisará ir ao mercado para consegui-lo. Assim, como o mercado não financiaria projetos com retornos negativos, o gestor eliminaria projetos ineficientes. Manter o endividamento elevado ajuda os acionistas no controle dos gestores, pois submete a gerência a constante inspeção do mercado de capitais, cada vez que um novo projeto tiver que ser financiado, evitando, assim, projetos com avaliações negativas. Além disso, uma alavancagem alta pode sinalizar a manutenção da política de dividendos da empresa, refletindo preocupação com os acionistas externos. Entretanto, a utilização de capital de terceiros pode levar a um conflito entre acionistas e credores, pois diminui o risco dos acionistas que não financiam mais o projeto sozinho e, no caso de insucesso no projeto, os credores arcariam com o prejuízo.

Segundo Gorgati (2000), os possíveis conflitos entre agente e principal na empresa familiar estão, muito freqüentemente, centrados na mesma pessoa, quando um membro da família está na gestão da empresa. Por um lado, está no papel do principal, provendo recursos financeiros e desejando retorno sobre os investimentos realizados. Por outro, atuando como agente na condução da empresa e se beneficiando diretamente do crescimento do negócio. Do ponto de vista dos minoritários, a concentração de propriedade, conforme afirmado por Jensen e Meckling (1976), como atenuadora de conflitos de agência nas empresas familiares pode não ser a solução, sendo necessários outros mecanismos de governança corporativa para monitoramento e controle mais eficientes das práticas gerenciais.

## **2.3.2 Mecanismos de Governança Corporativa**

Os possíveis conflitos de agência levam os investidores a serem mais cautelosos na aplicação dos recursos, fazendo com que busquem empresas que tenham melhores práticas de governança corporativa, como meio de se protegerem contra alguma forma de expropriação por parte dos gestores e acionistas controladores e, também, para obterem o retorno em seus investimentos. Os mecanismos para controlar os gestores e acionistas controladores das empresas têm sido discutidos e testados empiricamente, principalmente para verificar os impactos que os instrumentos de governança provocam nos resultados da empresa, uma vez que, uma melhor qualidade destas práticas reduz o custo de capital da empresa e, conseqüentemente, deve melhorar seu desempenho.

### **2.3.2.1 Estrutura de Propriedade e Controle e Ambiente Legal**

A concentração de propriedade aparece como uma forma de reduzir o problema de agência entre gestores e acionistas. Entretanto, pode criar um novo conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários, uma vez que os controladores, que geralmente são famílias, podem tentar expropriar os minoritários e gozar de benefícios privados de controle (Jensen e Meckling, 1976; La Porta et al., 1997). Assim, quando os acionistas controladores estão controlando o fluxo de caixa da empresa, este problema de agência pode ser atenuado, porém, faz com que possam surgir outros problemas.

La Porta et al. (1999) procuraram verificar se a previsão do modelo de controle das empresas modernas, apresentada por Berle e Means (1936) nos estudos sobre as empresas americanas, estava sendo observada em outros países. Eles pesquisaram empresas das 27 economias mais ricas fora dos Estados Unidos e observaram que as empresas, particularmente em países com baixa proteção aos acionistas, tendem a ter acionistas controladores e que, em sua maioria, são empresas familiares e do governo.

Os autores afirmaram que a concentração da propriedade é um mecanismo importante para assegurar o retorno dos investimentos nesses países, fazendo com que os empreendedores lancem mão de diversos artifícios para aumentar o capital próprio e manter o controle sobre a mesma, exercendo o poder de voto de forma desproporcional à quantidade de partes investidas em uma empresa. Os

proprietários podem fazer uso de venda de ações com direito de voto limitado e posse de ações com direito de voto superior para não ter que dividir o controle; as estruturas piramidais, nas quais uma empresa *holding* controlada pelo empreendedor vende ações de subsidiárias controladas; manutenção de um grupo de empresas com uma estrutura de propriedade cruzada entre elas, tornando difícil para externos a obtenção do controle de uma empresa, sem a compra de todas as outras. La Porta et al. (1999) afirmam também que esses mecanismos de manutenção do controle são importantes para os acionistas controladores, pois uma eventual perda involuntária do mesmo (aquisição hostil ou conluio de outros acionistas) poderia fazer com que os acionistas controladores se tornassem minoritários, perdendo os benefícios privados do controle.

Já Shleifer e Vishny (1997) afirmam que algumas formas de concentração de propriedade e a proteção legal aos investidores são elementos essenciais para um bom sistema de governança corporativa. Um sistema legal eficiente serve para que os acionistas minoritários possam recorrer, caso se sintam ameaçados de expropriação pelos gerentes ou pelos grandes investidores. Já os grandes investidores são importantes para fazer pressão e, assim, forçar os gestores a distribuírem os lucros. Eles afirmam também que a participação de grandes acionistas na gestão das empresas é predominante no mundo.

Entretanto, nem sempre o controle da empresa se dá por um único bloco controlador. Alguns estudos afirmam que o controle da empresa pode ser exercido por mais de um bloco que, individualmente, não teria condições de controlar a empresa (Bennedsen e Wolfenson, 2000; Becht e Mayer, 2000; Gutiérrez e Tribó, 2004).

Em um estudo realizado em empresas fechadas, Bennedsen e Wolfenson (2000) afirmam que a presença e o poder de vários grandes acionistas é mais importante em companhias fechadas, que são caracterizadas pela ausência de liquidez de suas ações no mercado no caso de uma eventual venda de sua participação, e por limitados mecanismos de controle externos. Os autores mostram que o fundador da empresa pode escolher uma estrutura de propriedade com vários grandes acionistas, visando forçá-los a fazer coalizão se quiserem obter o controle, pois as ações conjuntas são mais eficientes do que cada acionista agindo individualmente.

Becht e Mayer (2000) fizeram uma comparação entre a estrutura de propriedade e controle das empresas da Europa Ocidental, do Reino Unido e dos Estados Unidos (EUA). Eles concluíram que existe uma maior concentração de propriedade nas empresas européias, com um controlador possuindo, geralmente, 50% dos direitos de voto da empresa, enquanto no Reino Unido e nos Estados Unidos, o tamanho do bloco típico é de 10% e 5%, respectivamente. Constataram também que 25% das empresas listadas na Europa tem mais de um grande acionista, em contraste com os EUA, cujo tamanho dos blocos é praticamente uniforme. Os autores sugerem que o controle, neste caso, deve ser exercido por coalizão entre os pequenos grupos acionistas. Observaram ainda uma maior concentração no controle de empresas familiares na Alemanha, Áustria e Espanha e a utilização de uma variedade de mecanismos que intensificam o controle através da separação do direito de fluxo de caixa do direito de voto. Earle et al. (2001) obtiveram resultados parecidos para as empresas listadas na Romênia, onde o maior controlador tem cerca de 51% de participação, em média, o que é semelhante aos resultados encontrados por Becht e Mayer (2000).

Fazendo um estudo sobre estrutura de propriedade nas empresas fechadas da Espanha, Gutiérrez e Tribó (2004) encontraram que 37,5% das estruturas de propriedade destas empresas possuíam mais de um grande acionista e que elas eram bem estáveis. O estudo foi realizado com os dados de todas as empresas espanholas no período de 1996 a 2000. O grupo de controle foi identificado como aquele grupo de acionistas que seria mais provável de fazer coalizão com outros grupos para controlar as decisões da empresa. Com relação a benefícios privados de controle, os autores encontraram evidências de que grandes acionistas, que dividem o controle, faziam uso de barganha para dividir estes benefícios entre eles, e também de que os acionistas não-controladores faziam monitoramento para reduzir estes benefícios dos grupos controladores. Gutiérrez e Tribó (2004) afirmam que o problema de expropriação dos minoritários é maior quando o controle da empresa está com apenas um grupo. Eles compararam os resultados das empresas fechadas com as empresas abertas listadas e afirmaram que o problema de expropriação é mais comum e importante nas empresas fechadas do que nas empresas abertas listadas. Claessens *et al.* (1999) documentaram a relação entre a propriedade final e a avaliação de mercado, diferenciando controle de direitos de

fluxo de caixa, em nove países do leste asiático, em 1996. Eles constataram que maiores direitos de fluxo de caixa são associados com maior avaliação de mercado. De forma inversa, direitos de controle mais altos são relacionados com menores avaliações de mercado.

Já Faccio e Lang (2001) estudaram a estrutura de propriedade, em termos de fluxo de caixa e de direito de voto, de 5.232 empresas de 13 países europeus: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido. Eles encontraram que o controle familiar responde por 44,23% das empresas da Europa Continental, exceto para as empresas do Reino Unido e da Irlanda, que possuem propriedades mais dispersas. Os autores constaram que: (i) as empresas familiares européias mantêm o controle de uma maior quantidade de empresas; (ii) em média, cada família controla poucas empresas; (iii) uma grande parte das empresas familiares controladoras têm algum familiar na direção da empresa.

O controle familiar muitas vezes faz com que os interesses da família sejam colocados acima dos interesses de todos os outros acionistas e também das outras partes que se relacionam com a empresa devido ao poder de voto predominante e ao envolvimento com a administração, o que facilita a implementação de políticas e projetos que beneficiem a si próprios, em detrimento do desempenho da empresa, como argumenta La Porta *et al.* (1999). Segundo Fama e Jensen (1983b) e DeAngelo e DeAngelo (1985), a presença de uma família controladora permite um maior monitoramento da administração, através da presença de seus membros na administração, reduzindo o custo de agência associado à separação entre propriedade e controle.

Burkart, Panunzi, e Shleifer (2003), sintetizam em três pontos as teorias que tratam dos benefícios da preservação do controle familiar apresentadas por La Porta *et al.* (1999): 1) a possibilidade de obter benefícios privados de controle não pecuniários, que não podem ser obtidos através dos lucros da empresa. Eles têm um caráter mais de satisfação interna do proprietário. Por exemplo, ter um filho conduzindo uma empresa com o “nome” da família; 2) reputação do nome, que leva a uma avaliação positiva do mercado econômico e político; 3) a possibilidade de expropriação dos investidores externos, que pode vir com o controle. Isto pode acontecer através da diminuição de retornos financeiros para os investidores



externos como, por exemplo, investir em projetos que sejam menos lucrativos para atender aos interesses da família, em detrimento dos interesses dos demais acionistas.

Ehrhardt e Nowak (2001) verificaram que, entre as empresas que abriram o capital no período entre 1970 e 1991, mesmo depois de 10 anos após o terem aberto, 65% das empresas familiares continuavam sendo controladas pela família. Eles mostram que as familiares permanecem no controle porque têm benefícios privados e que, para preservá-los, elas usam ações com direito de voto inferior. Segundo os autores, mercados com baixa proteção aos investidores algumas vezes possuem ações com poder de voto diferenciado. Este resultado retifica as afirmações de La Porta *et al* (1999) relativas ao interesse dos acionistas se manterem no controle da empresa em função de benefícios privados de controle, inclusive as empresas familiares que abrem o capital e não se afastam do poder.

A prática da separação entre o direito de voto e o direito nos fluxos de caixa parece ser comum na América Latina conforme afirmaram Leal e Carvalhal-da-Silva (2004). Aqui no Brasil, poder-se-ia esperar que grande parte das empresas brasileiras fizesse uso desse tipo de ação, inclusive as empresas familiares não-listadas. Entretanto, os estudos realizados são sempre voltados para as empresas abertas listadas, havendo uma lacuna no conhecimento sobre as empresas abertas que não têm ações negociadas em bolsa, especialmente para as empresas familiares.

Os resultados de vários estudos nas empresas brasileiras apontam que existe concentração de propriedade nas empresas listadas, havendo a predominância da presença de apenas um grupo no controle (Carvalhal-da-Silva, 2002; Procianny e Schnorrenberger, 2003; Leal e Carvalhal-da-Silva, 2004). As empresas listadas brasileiras comumente são controladas por grupos familiares, ou por acordos de acionistas, que mantêm muitas ações com direito a voto, muito além do mínimo necessário para ter o controle (Carvalhal-da-Silva, 2002; Leal e Carvalhal-da-Silva, 2004). Os autores também afirmaram que existem evidências de que há expropriação dos acionistas.

Procianoy e Schnorrenberger (2003) constataram que a estrutura de controle acionário influenciava as decisões de investimento das empresas brasileiras listadas no período de 1995 a 2000. Eles também verificaram que existe concentração de propriedade nas empresas brasileiras e que, ao longo dos anos analisados, a concentração de propriedade em um único acionista aumentou de 56,59% do total das empresas abertas em 1995 para 66,67% em 2000.

Em estudo recente, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) também confirmaram que a estrutura de propriedade no Brasil é concentrada e estável para as empresas listadas em bolsa para os anos de 1998, 2000 e 2002. Eles observaram uma grande utilização de estrutura indireta, por cerca de 75% das empresas, e que, na sua maioria, as empresas familiares detêm o controle das empresas listadas no Brasil.

Portanto, pode-se dizer que uma das características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras listadas é a presença de um acionista controlador familiar. Porém, há indicações de que a presença das empresas familiares no mercado aberto esta diminuindo. Em geral, existe uma forte possibilidade de que, mesmo quando a propriedade seja dividida entre várias pessoas de uma mesma família, ela irá se comportar como um único bloco nas suas decisões (Carvalhal-da-Silva, 2002). Mediante os resultados das pesquisas apresentadas, aliado às características das empresas familiares, é razoável supor que as empresas familiares abertas não-listadas possuem um grupo familiar no controle da empresa e que o mantém com uma quantidade de ações com direito de voto superior ao mínimo previsto por lei. Portanto, investigou-se como é formada a estrutura de propriedade e controle destas empresas e também com que proporção da propriedade o controle da empresa é exercido.

### **2.3.2.2 Conselho de Administração e Informações das Empresas**

Um mecanismo bastante citado na literatura é o conselho de administração, sendo apontado como um dos principais instrumentos de proteção à expropriação dos investidores minoritários, uma vez que ele tem o papel de controlar a direção, ratificando as decisões mais importantes e, também, monitorando a gerência. Assim, espera-se que empresas com um conselho de Administração mais independente e ativo tenham melhores resultados e, conseqüentemente, maior criação de valor para os acionistas. No Brasil, o Conselho de Administração é uma exigência da Lei das

S.A., que determina que as companhias abertas e de capital autorizado devem ter obrigatoriamente um Conselho de Administração para auxiliar na gestão das empresas abertas. Em outros países, a implantação de conselhos atendeu a necessidades percebidas ao longo do tempo. Segundo Bainbridge (2002), o conselho de administração é um importante instrumento nas atividades de monitoramento dos executivos, na medida em que as decisões sejam tomadas coletivamente, inibindo os interesses individuais.

Bhagat e Black (1999) estudaram o relacionamento entre a composição do conselho de administração e o desempenho das empresas americanas. Eles encontraram uma relação negativa entre o grau de independência do conselho e o desempenho da empresa e afirmaram que parece não haver diferença no desempenho entre as empresas com mais ou menos conselheiros independentes. Porém, não encontraram fortes evidências de que conselhos de administração que tenham a maior parte de seus membros independentes melhorem o desempenho da empresa. Os autores utilizaram o Q de Tobin, o retorno sobre os ativos (lucro operacional sobre os ativos), o giro do ativo (vendas sobre os ativos), a margem operacional (lucro operacional sobre vendas), as vendas por empregado e o retorno sobre o preço das ações. Black et al. (2003), por outro lado, encontraram uma forte relação entre a composição do Conselho (se a empresa tiver 50% de conselheiros externos) e o preço de mercado das ações das empresas coreanas.

Erickson *et al.* (2003) afirmam que o valor das empresas canadenses é influenciado pelo grau de independência do conselho. Eles constataram que as empresas com baixo desempenho tendem a adicionar conselheiros externos. Isto pode ser interpretado como uma evidência de que elas o fazem para tranquilizar os investidores insatisfeitos.

Os principais códigos de práticas de governança corporativa do mundo tratam do papel indispensável dos conselhos. De uma forma geral, tratam da composição do conselho, sugerindo que deve possuir vários conselheiros externos, que sejam independentes dos gestores das empresas, como meio de tornar as decisões dos conselhos mais isentas. Aqui no Brasil, desde a primeira edição do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC em 2004, uma atenção especial é dada ao conselho de administração. Nele, são feitas referências ao papel, à composição, às atividades, aos relacionamentos, à remuneração, dentre outras

coisas, dos conselheiros consideradas essenciais para as empresas que almejem boas práticas de governança corporativa. Segundo o IBGC (2004), o conselho deve possuir entre 5 e 9 membros. Já pela lei das S.A., a quantidade estabelecida é de um mínimo de três conselheiros.

No Brasil, alguns trabalhos foram realizados procurando identificar a atuação do conselho e seus impactos sobre o desempenho das empresas abertas listadas. Leal e Oliveira (2002) afirmam que a maioria dos conselheiros das empresas brasileiras não é independente e que existe interferência do controlador nas atividades do conselho. Quanto à composição, eles encontraram que 21% dos membros são independentes e, dentre eles, apenas uma pequena parte é eleita por grupos de acionistas independentes.

Zanardo-dos-Santos (2002) procurou identificar se existia alguma relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho da empresa, a partir da análise da estrutura dos conselhos e de indicadores de crescimento e lucratividade das empresas. Os resultados obtidos não revelaram relações significativas. Silveira *et al.* (2003) utilizaram variáveis relacionadas ao conselho de administração para verificar a relação entre o valor e o desempenho das empresas listadas e encontraram uma relação positiva, quando as empresas possuem pessoas distintas ocupando as posições de diretor executivo e presidente do conselho.

Almeida *et al.* (2002) fizeram um estudo sobre os impactos da governança corporativa nas empresas do setor de telecomunicações do Brasil. Eles constataram que cerca de 63% das empresas deste setor aderem às recomendações do Código de boas práticas do IBGC, mesmo entendendo que sua utilização gera valor para os acionistas. Adicionalmente, observaram que a maior parte dessas empresas não possui conselheiros não executivos.

Os conselheiros são representantes dos acionistas que, na proteção dos seus interesses, ajudam na tomada de decisões relevantes da empresa. Este monitoramento conta com o auxílio de relatórios contábeis obrigatórios, que relatam as transações efetuadas pela empresa durante o exercício financeiro. A lei das S.A. estabelece que as empresas abertas são obrigadas a terem suas demonstrações contábeis examinadas por empresas de auditoria, reconhecidas junto à CVM para atestar a fidedignidade das informações divulgadas. Desta forma, os conselheiros, acionistas e demais partes interessadas têm mais confiança na qualidade das

informações prestadas. Esta é uma forma da empresa prestar contas de seu desempenho para todas as partes e isso pode servir de estímulo para que acionistas atuais e potenciais queiram investir na empresa.

Martinez (2001) verificou que várias empresas brasileiras "gerenciaram"<sup>18</sup> seus resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais, no período de 1995 a 1999. As empresas que manipulam artificialmente os resultados conseguem atrair os investidores no curto prazo. Porém, são penalizadas com piores desempenhos no mercado no longo prazo. O autor constatou também que empresas que lançam ADR promovem "gerenciamento" contábil para aumentar lucros, um ano antes da emissão, e que a utilização de empresas de auditoria internacionais (Arthur Andersen, KPMG, Price Waterhouse, Ernest Young e Deloitte Touche) parece minimizar o gerenciamento de resultados.

Alguns trabalhos realizados em países em desenvolvimento relatam que as empresas mais transparentes apresentaram melhores desempenhos nos preços de suas ações, mesmo nos momentos de crise, conforme os trabalhos de Mitton (2002) e Srour (2002). Com uma amostra de 398 empresas da Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia, Mitton (2002) constatou que as ações das empresas mais transparentes, com mais acionistas externos e mais focadas no seu negócio, apresentaram melhores desempenhos durante a crise da Ásia entre 1997 e 1998.

Srour (2002) observou que as empresas brasileiras listadas no Novo Mercado da Bovespa e com ADR nível II também foram mais bem avaliadas pelo mercado do que as demais. O autor analisou períodos em que o mercado de capitais, internacional e brasileiro, passou por graves crises, como a crise asiática, a desvalorização do real e o atentado de 11 de setembro de 2001. O bom desempenho pode ter sido resultado da qualidade de governança corporativa destas empresas, pois para participar nesses mercados, as empresas aderem a um conjunto de normas de conduta direcionadas às empresas, aos administradores e aos seus controladores, comprometendo-os a terem maior transparência nas informações. Estas normas são consideradas importantes para a valorização das

---

<sup>18</sup> "Gerenciamento contábil - uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras, com a intenção de obter algum benefício particular. Ocorre quando os gerentes usam do julgamento no processo de reportar as demonstrações financeiras, para enganar alguns agentes sobre o desempenho econômico latente da empresa. Ou, para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis." Martinez (2001, p.5)

ações e outros ativos emitidos pela empresa, protegendo, principalmente, os acionistas minoritários.

### **2.3.3 Valor, Desempenho e Governança Corporativa**

Uma vasta quantidade de trabalhos tem procurado estabelecer uma ligação entre práticas de governança corporativa e o valor de mercado ou desempenho das empresas. Entretanto, muitos deles focam em algum aspecto específico de governança e, em boa parte, em países desenvolvidos. Mais recentemente, foram adotadas formas alternativas para mensurar as práticas de governança das empresas, utilizando-se índices de governança corporativa cuja pontuação, geralmente, corresponde à soma dos pontos atribuídos às diversas dimensões da governança para que, de posse deste indicador, possa-se verificar seu impacto sobre o desempenho e valor de mercado das empresas.

Alguns autores usaram as classificações feitas por empresas especializadas em avaliação. Outros fizeram sua classificação por meio de questionários, contemplando, também, várias dimensões de governança. Black (2001) utilizou as classificações divulgadas por duas instituições financeiras importantes da Rússia e constatou uma correlação positiva entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas e o valor de mercado para 21 grandes empresas russas. Já La Porta *et al.* (1999) mostraram que, nos países onde há baixa proteção ao acionista, as empresas são penalizadas com uma baixa avaliação no mercado, reforçando a importância do papel das leis para proteger os investidores e para o desenvolvimento do mercado financeiro.

Durnev e Kim (2003) usaram a classificação de governança corporativa do *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) e um índice de transparência do *Standard & Poor's*. Eles coletaram dados sobre a transparência de informações de 859 firmas em 27 países. Os autores constataram que as empresas que têm melhor grau de governança e transparência têm, também, melhor avaliação na bolsa de valores. Os resultados apontaram que um aumento de 10 pontos no índice de governança do CLSA promove aumento de 13.3% no valor de mercado das empresas asiáticas, enquanto que um aumento de 10 pontos no índice de transparência do S&P aumenta em 16.3% o valor de mercado da empresa.

Já as empresas com maiores oportunidades de crescimento, necessidades de maior financiamento externo e direitos de fluxo de caixa mais concentrados, têm melhor qualidade de governança corporativa e maior transparência. Além do mais, todas estas relações são mais fortes nos países nos quais os investidores são mais hostis, demonstrando que as empresas se adaptam a ambientes legais fracos, para estabelecer práticas eficientes de governança.

Gompers et al. (2001) construíram um índice de governança para classificar as práticas de governança corporativas relativas à proteção dos direitos dos acionistas. Eles aplicaram um questionário a aproximadamente 1.500 empresas por ano, entre 1990 e 1999, nos Estados Unidos. Eles estudaram o relacionamento entre este índice e várias medidas de desempenho durante esta década e constataram forte relação entre governança corporativa e os retornos de ações das empresas. Eles encontraram que a governança corporativa é muito correlacionada com o valor da empresa, havendo um aumento considerável no valor do  $q$  de Tobin para cada aumento de um ponto no índice calculado. Adicionalmente os autores constataram que direitos de acionista mais fracos estavam associados com lucros mais baixos, menor crescimento de vendas e dispêndios de capital mais altos.

Smith e Amoaku-Adu (1999) estudaram a relação entre o desempenho das grandes empresas abertas familiares americanas, baseados na lista da S&P 500. Os autores usaram medidas de desempenho contábil (ROA) e de mercado ( $q$  de Tobin) durante o período de 1992 a 1999, para fazer o cruzamento de dados das empresas. Eles constataram que as empresas familiares tiveram melhor desempenho quando comparadas às empresas não-familiares e também àquelas que tinham direção profissional.

Wiwattanakantang (2001) estudou os efeitos que os acionistas controladores têm sobre o desempenho das empresas tailandesas em 1996. Ela usou uma amostra com 270 empresas não financeiras listadas. A autora usou o ROA, a razão entre vendas e ativos totais e também uma forma simplificada do  $q$  de Tobin para medir o desempenho. Ela constatou que as empresas controladas por famílias, governo e com mais de um acionista controlador têm maior lucratividade que empresas gerenciadas por terceiros. Além disso, o desempenho das empresas controladas por famílias é melhor do que o de empresas controladas por terceiros e não é comum a utilização de mecanismos de controle para separar direitos de votos

e direitos de fluxo de caixa. Isto sugere que o controle de familiares parece fornecer um melhor monitoramento dos investimentos do que o de outros tipos de acionistas.

Klapper e Love (2002) estudaram 374 empresas em 14 países emergentes, inclusive o Brasil, e constataram que existe uma relação positiva e significativa entre performance e governança corporativa. As empresas com melhores índices de governança foram mais bem avaliadas pelo mercado e são mais lucrativas, apesar de possuírem uma estrutura de propriedade mais concentrada num ambiente legal que oferece pouca proteção ao investidor. Neste estudo as autoras usaram a classificação do Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) para a obtenção do índice de governança. Esta classificação é elaborada através de 57 perguntas qualitativas, do tipo sim ou não. Existem dois problemas com a utilização deste índice: cerca de 30% das perguntas são baseadas nas opiniões dos analistas e podem enviesar os resultados, em função do grau de subjetividade das respostas; e o fato de que o relatório do CLSA é elaborado para fornecer recomendações de compra e venda de ações, baseadas na classificação de governança corporativa e, dessa forma, pode incentivar os analistas das empresas a tentarem melhorar a reputação de suas empresas.

Para verificar a relação existente entre o desempenho e o índice de governança, as autoras utilizaram variáveis de controle relacionadas ao país e às características das empresas, com a finalidade de evitar a obtenção de resultados espúrios. Foi utilizado o  $q$  de Tobin e o ROA como valor de mercado e desempenho operacional, respectivamente.

Black, Jang e Kim (2003) procuraram analisar a relação existente entre a qualidade das práticas de governança das empresas listadas no Korea Stock Exchange com seu valor de mercado. Os autores utilizaram uma amostra de 525 empresas listadas em bolsa, no ano de 2001, e encontraram evidências de que melhores práticas de governança corporativa estão associadas a melhores avaliações de mercado. Os autores elaboraram um índice de governança corporativa, somente com questões objetivas, para servir de *proxy* para a governança. As questões foram agrupadas nas seguintes dimensões: direitos dos acionistas, estrutura do conselho, procedimentos do conselho, transparência e paridade na estrutura de propriedade (*ownership parity*), que mensura o quanto o maior acionista faz uso de estrutura piramidal ou estrutura cruzada, para ter controle



sobre uma quantidade de votos superior ao que ele possui diretamente. Como medida do valor de mercado foi utilizado uma aproximação para o  $q$  de Tobin. Black et al. (2003) usaram uma extensa quantidade de variáveis e controles como: setor de atividade, o tamanho, a idade, a alavancagem, a perspectiva de crescimento, os ativos intangíveis, dentre outros. Eles acreditam que o uso de muitas variáveis de controle ajuda a evitar problemas de endogeneidade, comuns nos estudos de governança corporativa.

A relação entre governança e valor foi testada em vários modelos de regressões, onde as variáveis de controles foram acrescentadas em blocos. Para controlar a endogeneidade, os autores aplicaram regressões com dois estágios (2SLS) e sistemas de equações simultâneas de três estágios (3SLS), utilizando uma variável instrumental de tamanho (maiores empresas). A robustez dos resultados foi testada com: uma parte da amostra, especificações alternativas para o índice de governança e medidas alternativas para o valor de mercado. Os resultados evidenciaram uma relação significativa robusta de causalidade entre as duas variáveis, onde um aumento de 10 pontos no índice promove um aumento de 19,4% no valor de mercado das empresas da Coréia.

Beiner *et al.* (2004) procuraram estabelecer uma relação de causalidade entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas suíças listadas em bolsa no ano de 2003. Para mensurar a qualidade das práticas, os autores elaboraram um índice de governança corporativa baseado no Código de Melhores Práticas Suíço. Nos modelos de regressão utilizados, foram adicionadas cinco variáveis de controle apontadas na literatura como sendo correlacionadas com o valor das empresas. Elas dizem respeito a estrutura de propriedade(2), às características do conselho(2) e a alavancagem(1). Elas foram utilizadas, individualmente, como variáveis dependentes do sistema de sete equações simultâneas de três estágios(3LSL) utilizado para verificar a relação da variável de valor com o índice de governança, controlando o efeito da endogeneidade. Com o objetivo de verificar a robustez dos resultados, os autores utilizaram um valor de mercado ajustado a indústria e a razão valor de mercado por valor patrimonial das ações e um índice balanceado.

Os resultados foram robustos e significativos mostrando uma relação de causalidade entre as práticas de governança e o valor de mercado, onde um

aumento de um ponto no índice de governança corporativa corresponde a uma valorização 8.52% do valor de mercado, em média.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) investigaram os efeitos da qualidade das práticas de governança corporativa, no valor das empresas abertas brasileiras listadas na Bovespa, para os anos de 1998, 2000 e 2002. Os autores elaboraram um índice de governança corporativa a partir de um questionário com 24 questões binárias, para servir como variável explicativa desta relação. As questões foram agrupadas em quatro dimensões: Transparência, Composição e Funcionamento do Conselho, Ética e Conflitos de Interesses e Direitos dos Acionistas. Os questionários foram respondidos com informações públicas das empresas pelos próprios pesquisadores.

O Q de Tobin foi usado como uma medida de valor de mercado, para testar a relação com o índice em vários modelos de regressão. Os autores incluíram cinco variáveis de controle ao modelo (volatilidade, potencial de crescimento, ROA, tamanho da empresa e alavancagem) e variáveis *dummies* que identificaram: o tipo de investidor, as empresas que tinham ADR negociadas no mercado americano, e as empresas que aderiram ao Novo Mercado da Bovespa. Além disso, as variáveis de propriedade também foram incluídas nos modelos, ora como variável de controle, ora como variável explicativa em substituição ao índice. Os resultados apontaram para uma relação positiva significativa entre o valor de mercado e a qualidade das práticas de governança corporativa.

Vários testes foram realizados para verificar a robustez dos resultados, desde a adição de variáveis de controle com relação quadrática com o valor de mercado, como a substituição do índice de governança por cada uma das suas dimensões e pelas variáveis de propriedade. Adicionalmente foram retirados os *outliers* para verificar se a sua exclusão causaria algum impacto nos resultados. Entretanto, não houve alterações qualitativas nos resultados. Como alternativa ao valor de mercado, foi aplicado o indicador P/B (*price-to-book*) e não foi encontrado uma relação significativa com este indicador.

Para verificar se os resultados tinham problemas de endogeneidade, os autores realizaram análise de dados em painel com efeitos fixos e, também, equações simultâneas com uma variável instrumental (*dummy* de tamanho) e 3SLS.

Os resultados foram robustos e mostraram que existe uma relação causal entre a governança corporativa e o valor das empresas, onde um aumento de 1 ponto no índice pode levar a um aumento de até 3.1% no valor de mercado da empresa, medido pelo Q de Tobin.

Silveira (2004) também construiu um índice de governança corporativa para classificar a qualidade das práticas de governança corporativa para empresas brasileiras abertas. Os dados foram obtidos através de um questionário com 20 perguntas, respondidas pelo pesquisador mediante as informações públicas disponíveis pelo CVM, sites das empresas e especializados em bancos de dados. A amostra utilizou as empresas (não financeiras) listadas na BOVESPA, entre 1998 e 2002.

O índice calculado foi utilizado como uma aproximação da qualidade da governança corporativa para verificar se a mesma influenciava o valor das empresas abertas brasileiras.

Na primeira fase do trabalho, o autor procurou identificar quais seriam os determinantes da qualidade de governança corporativa e testou variáveis relacionadas a estrutura de propriedade e desempenho. Ele constatou que a concentração de propriedade tem impacto negativo e estatisticamente significativo na qualidade de governança corporativa das empresas, enquanto que a relação entre o direito sobre os fluxos de caixa foi positiva, porém sem significância estatística. Resultados significativos também foram encontrados para o desempenho, sendo que o LAJIRDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre o ativo total) foi o que apresentou melhores resultados, dentro das variáveis de desempenho contábeis. Adicionalmente, Silveira (2004) constatou que, em média, as melhores práticas de governança corporativa foram observadas em empresas maiores, que possuem ADR e que apresentaram melhores desempenhos.

Para investigar a relação entre a qualidade de governança corporativa e o desempenho das empresas da amostra, o autor utilizou  $q$  de Tobin, LOAT (lucro operacional sobre o ativo total) e LAJIRDA, além de diversas variáveis de controle como: tipo do acionista controlador, setor de atuação, tamanho e tangibilidade.

Foram utilizados diversos modelos econométricos (regressões simples e múltiplas, utilizando dados em painel) e, também, estimadores de mínimos quadrados de dois estágios (MQ2E) e de mínimos quadrados de três estágios (MQ3E2) para controlar problemas de endogeneidade. A hipótese de que melhores qualidades de governança corporativas tenham impactos positivos significantes sobre os desempenhos das empresas não foi confirmada nos resultados econométricos, apesar de sinalizarem para uma relação positiva entre as variáveis. Porém, dentre as variáveis de desempenho testadas o  $q$  de Tobin foi o que apresentou melhores resultados, sugerindo que o mercado avalia melhor as empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa.

### 3 Metodologia

Neste capítulo estão apresentados os procedimentos adotados para a investigação das empresas abertas familiares não-listadas, bem como para fazer a comparação da qualidade de suas práticas de governança corporativa com as das empresas que têm ações em bolsa e também para investigar se existe alguma relação entre o desempenho contábil e as práticas de governança corporativa(GC) para empresas familiares não-listadas(EFNL). Assim, na seção seguinte são apresentadas algumas questões que guiarão a coleta e análise de dados.

#### 3.1 Perguntas e hipóteses do Estudo

Esta tese está dividida em duas partes. A primeira parte trata da investigação e caracterização das empresas abertas familiares brasileiras não-listadas, em 2003, tanto em relação a sua estrutura de propriedade e controle, como também em relação à qualidade de suas práticas de governança corporativa comparadas às suas similares com ações negociadas na Bovespa. A segunda parte, refere-se à investigação da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas influenciam o desempenho contábil das mesmas.

Para isto foram estabelecidas as seguintes perguntas de pesquisa:

- Como é a estrutura de controle das empresas familiares não-listadas?
- Como as práticas de governança corporativa dessas empresas podem ser classificadas quando comparadas às das empresas listadas?
- Será que se pode observar alguma relação entre o desempenho e as práticas de governança corporativa para empresas familiares não-listadas?

As duas primeiras perguntas serão respondidas na primeira parte do próximo capítulo, enquanto a resposta à terceira, encontra-se na segunda parte. Para conduzir a pesquisa foram formuladas as seguintes hipóteses:

H<sub>1</sub>: Empresas familiares brasileiras não-listadas são mais concentradas que as empresas familiares listadas.

H<sub>2</sub>: Empresas familiares listadas possuem melhores práticas de governança corporativa que as empresas familiares não-listadas.

H<sub>3</sub> : Melhores desempenhos contábeis estão associados a melhores práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas.

### 3.2 Delineamento, População e Amostra do Estudo

Neste trabalho foi utilizada uma abordagem quantitativa, que teve como base tratamentos estatísticos e que têm o objetivo de fazer inferências sobre a população do objeto de estudo da amostra estudada. Foram empregados métodos estatísticos para tratar as informações das empresas coletadas junto aos sítios da CVM e do INFOinvest®. Todas as informações utilizadas foram públicas, fornecidas pelas empresas abertas à CVM para atender exigência legal. Adicionalmente foram utilizadas informações disponíveis nos sítios das empresas pesquisadas e na Bovespa.

O termo *empresa aberta* foi utilizado segundo o que é descrito na Lei nº6404/76, ou seja, para aquelas empresas em que o capital é dividido em ações, limitando a responsabilidade de cada sócio ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. O termo *listada* foi usado para especificar as empresas abertas que possuíam ações negociadas em bolsa e *não-listada*, o contrário. Para identificar as empresas familiares, foi utilizado o conceito empregado por Carvalho-da-Silva(2002), que identificou as empresas familiares como: aquelas empresas que possuem um indivíduo ou pessoas com o mesmo nome de família, ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada (considerada controlada por um grupo familiar). Elas foram identificadas segundo a estrutura indireta de propriedade e controle, a qual permite identificar o verdadeiro proprietário de uma empresa aberta. Convém registrar que esses controladores familiares não necessariamente controlam a empresa diretamente.

A população da pesquisa foi formada por todas as empresas familiares abertas brasileiras, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2003. Foram consideradas todas as empresas familiares abertas, independentemente de serem financeiras ou não. Para identificá-las, foram utilizados dados secundários coletados

no arquivo do cadastro completo das Companhias Abertas<sup>19</sup>, onde consta a relação nominal de todas as empresas registradas e, também, as informações constantes no sistema de informação Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) na página da CVM na *internet*, que contém, entre outras informações, a composição do capital da empresa e as demonstrações financeiras. Por Lei as empresas devem disponibilizá-las antes do final do primeiro semestre, relativo ao ano fiscal anterior. Complementarmente, foram utilizadas informações provenientes do banco de dados do do INFOinvest®<sup>20</sup>.

A etapa inicial da identificação das empresas familiares consistiu em se obter a relação de todas as empresas ativas em 2003. Esse processo demandou uma análise pontual de todas das empresas registradas no cadastro geral na CVM, coletado em 20/09/2004. Ao final da análise, foi constatado a existência de 893 empresas registradas no final do ano de 2003. Com o auxílio de informações cedidas pela Bovespa e posterior cruzamento com os dados da CVM, verificou-se que 381 empresas estavam operando no mercado aberto da Bovespa (*empresas listadas*) e 97 empresas atuavam no SOMA. Desse modo, chegou-se a 415 empresas, que não tinham suas ações negociadas nesses dois mercados, às quais optou-se por chamá-las de *empresas não-listadas*.

Durante a coleta de dados foi constatado que algumas empresas dos dois grupos (*listadas e não-listadas*) não tinham informações disponíveis para o ano de 2003 na CVM. Estas empresas foram retiradas da amostra (ver relação no Apêndice A). Com a exclusão deste grupo, o número ficou reduzido a um total de 525 empresas, sendo: 155 não-listadas e 370 listadas. Posteriormente, procedeu-se à classificação das empresas quanto ao tipo de controlador, conforme metodologia descrita na seção seguinte. Finalmente, a amostra com as empresas familiares foi identificada em 109 empresas familiares não-listadas e 230 empresas familiares listadas. Vale ressaltar que muitas das empresas sem informações para o ano de 2003 estavam em estado irregular perante a CVM, por vezes em processo de cancelamento do registro.

---

<sup>19</sup> Acesso ao Cadastro Geral da CVM: [ftp://ftp.cvm.gov.br/cadastro/spw\\_cia\\_aberta.zip](ftp://ftp.cvm.gov.br/cadastro/spw_cia_aberta.zip)

<sup>20</sup> *Browne Global Solutions*, ([www.infoinvest.com.br](http://www.infoinvest.com.br)) cedeu gratuitamente o acesso ao banco de dados do site para esta pesquisa.

### **3.3 Método, Tratamento Estatístico, Coleta e Análise dos Dados**

Esta seção está subdividida de forma a contemplar as metodologias dotadas para responder às três perguntas de pesquisa. Elas estão apresentadas separadamente, embora sejam interligadas. Na primeira subseção foram identificados os percentuais de propriedade e controle das empresas não-listadas, classificadas como: familiares, governo, estrangeira e institucional. Em seguida, é apresentada a metodologia para comparar a qualidade das práticas das empresas familiares não-listadas com as das familiares listadas. Por fim, o método utilizado para verificar se a qualidade das práticas de GC das empresas familiares não-listadas impactam no desempenho contábil das mesmas.

#### **3.3.1 Composição da estrutura de propriedade e controle**

Neste estudo, uma etapa fundamental foi identificar os proprietários em última instância das empresas cadastradas na CVM, em 2003. Assim, identificou-se as duas formas de composição de propriedade das empresas: a direta e a indireta. Nesta pesquisa foram considerados acionistas diretos aqueles proprietários que possuem ações da própria companhia analisada. A propriedade indireta diz respeito aos acionistas que detêm a propriedade da empresa em última instância, isto é, através de outra empresa<sup>21</sup>. Esta identificação foi possível, aplicando a metodologia internacional às informações disponíveis nas Informações Anuais (IAN) das Demonstrações Financeiras ou no INFOinvest®. Nessa metodologia, a propriedade indireta é encontrada ao se identificar o proprietário de uma empresa, até chegar ao último nível possível de identificação. Desta forma, caso uma empresa pertencesse a outra empresa, os acionistas desta segunda empresa seriam identificados e assim por diante, até chegar ao proprietário final com, no mínimo, 5% das ações de voto<sup>22</sup>. Foram consideradas duas formas de concentração de propriedade: uma, medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa e outra, medida pela participação do maior acionista no total das ações, com direito a voto, da empresa, uma vez que no Brasil a Lei das S.A. permite a emissão de ações com e

---

<sup>21</sup> Exemplo: suponha que um acionista é controlador da companhia A, que, por sua vez, é controladora da companhia B, podemos dizer que o acionista é controlador direto da companhia A e controlador indireto da companhia B.



sem direito a voto. Segundo a literatura, a utilização de ações com direitos inferiores podem servir de instrumento para a expropriação dos acionistas minoritários, na medida em que é possível controlar a empresa com uma parcela menor de capital investido. Alguns trabalhos mostraram que no Brasil o percentual de ações preferenciais (sem voto) manteve-se estável entre 1998 e 2002, ficando em torno de 47% do capital total das empresas listadas (LEAL, CARVALHAL-DA-SILVA e VALADARES, 2002; LEAL e CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA, 2004), entretanto, não foram encontrados resultados que mostrassem quais os percentuais de propriedade e controle que as empresas familiares não-listadas brasileiras possuem. Este é um dos objetos desta pesquisa.

A classificação das empresas abertas, segundo o tipo de controlador, apresenta algumas variações entre os trabalhos nacionais e internacionais. Entretanto, alguns tipos aparecem com maior frequência e, por esta razão, foram escolhidos para serem utilizados nesta pesquisa. As empresas foram classificadas de acordo com a estrutura indireta de controle, para identificar os verdadeiros proprietários segundo a quantidade indireta de ações com direito a voto do maior acionista, e classificadas conforme a seguir:

- familiar – aquelas empresas que possuem um indivíduo ou pessoas com o mesmo nome de família, ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada (Ltda. - o controle destas empresas são atribuídos a um grupo familiar) que detém a maior quantidade de ações de voto em última instância;
- governo – as empresas em que a maior quantidade de ações de voto em última instância seja a União, os Estados ou os Municípios;
- institucional – composta pelas empresas nas quais as fundações, companhias de seguros e fundos de investimentos possuam maior quantidade de ações de voto em última instância;
- estrangeiras – um proprietário estrangeiro ou a empresa em que a maior quantidade de ações de voto em última instância, seja de uma matriz

---

<sup>22</sup> No Brasil, por lei, as empresas são obrigadas a identificar os proprietários com mais de 5% da propriedade, quer sejam indivíduos ou empresas abertas ou não.

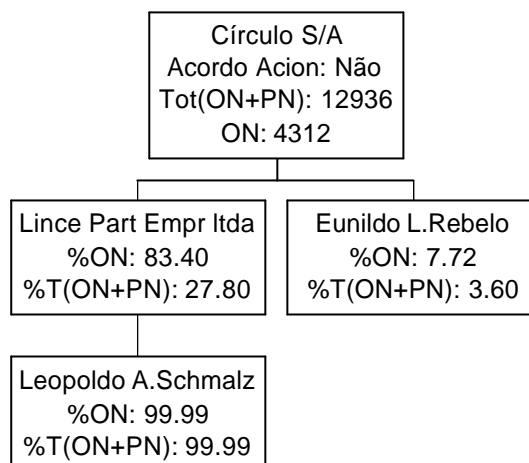
estrangeira.

Vale salientar que, nos casos em que existiam acordos de acionistas, os percentuais de propriedade e controle foram somados. Eles foram considerados como um único bloco, uma vez que a utilização de acordos pode, também, ser considerado como uma forma de aumentar o controle dos acionistas controladores, sem aumentar o capital investido. Esta estratégia também foi adotada por Claessens *et al.* (2000), Carvalhal-da-Silva (2002) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a).

A metodologia para identificar o proprietário em última instância é a utilizada por La Porta *et al.* (1998, 2000a, 2002), Claessens *et al.* (2000a, 2000b), Faccio e Lang (2001) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a), em que o cálculo do direito de controle é realizado seguindo o critério do menor valor na cadeia de direitos de voto, e o direito de propriedade, como o somatório do produto das participações na cadeia de direitos de fluxo de caixa.

Para ilustrar esta metodologia apresentamos os exemplos das empresas (1) Círculo S/A e (2) Primav EcoRodovias S/A, conforme a seguir:

Exemplo (1): No caso da empresa Círculo S/A, como pode ser acompanhado com a figura 1, o acionista Leopoldo A. Schmalz possui 99,99% de ações ordinárias(ON) e 99,99% do total das ações(T(ON+PN)) da empresa Lince Participações Empreendimentos Ltda. A empresa Lince, por sua vez, possui 83,40% de ON e 27,80% de T(ON+PN) da empresa Círculo S/A, enquanto o acionista Eunildo L. Rebelo possui 7,72% de ON e 3,60% de T(ON+PN). Pela metodologia da literatura internacional temos os seguintes resultados: o acionista Leopoldo A. Schmalz possui 27,80% ( $99,99\% \times 27,80\%$ ) da propriedade e controla 83,40% ( $\min(99,99\%; 83,40\%)$ ) da empresa Círculo S/A; o acionista Eunildo L. Rebelo possui 3,60% da propriedade e controla 7,72% da empresa Círculo S/A. Portanto, Leopoldo A. Schmalz é o maior detentor de ações de controle, conseqüentemente a empresa Círculo S/A é classificada como empresa familiar.



Fonte: INFOinvest® - [www.infoinvest.com.br](http://www.infoinvest.com.br)

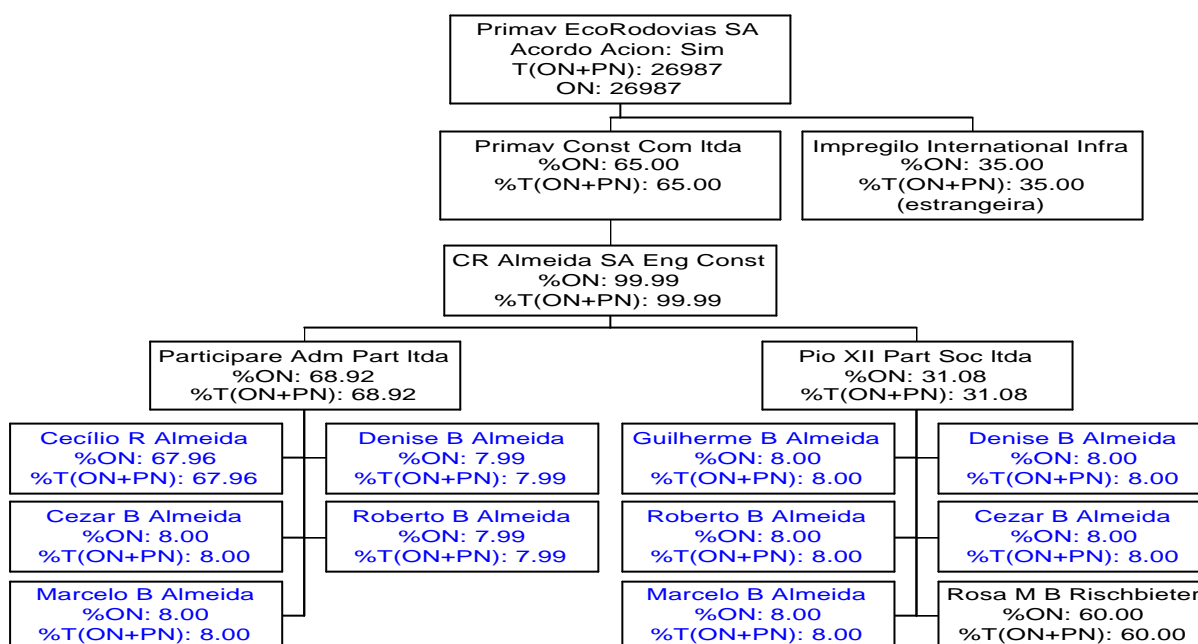
### Figura 1 – Exemplo (1): Empresa Círculo S/A

Exemplo (2): Pela figura 2 podemos observar que, no caso da empresa Primav Ecorodovias S/A, a família Almeida possui 99,94%(67,92%+8%+8%+7,99%+7,99%) das ações ordinárias (ON) e 99,94%(67,92%+8%+8%+7,99%+7,99%) do Total das ações (T(ON+PN)) da empresa Participare Adm. Part. Ltda. que por sua vez possui 68,92% de ON e 68,92% de T(ON+PN) da empresa CR Almeida S/A Eng. Constr.

Por outro lado, a família Almeida possui 40%(8%+8%+8%+8%+8%) de ON e 40%(8%+8%+8%+8%+8%) do total das ações da empresa Pio XII Part. Soc. Ltda. e Rosa M. B. Rischbieter possui 60% de ON e 60% de T(ON+PN) da mesma. Esta empresa, por sua vez, possui 31,08% de ON de CR Almeida S/A Eng. Const. Por sua vez, Almeida S/A Eng. Const. possui 99,99% de ON e 99,99% de T(ON+PN) da empresa Primav Const. Com. Ltda. Na seqüência, a Primav Const. Com. Ltda. possui 65% de ON e 65% de T(ON+PN) da Primav Ecorodovias S/A e a Impregilo International Infra possui as demais ações, isto é, 35% de ON e 35% de T(ON+PN).

Pela metodologia da literatura internacional temos os seguintes resultados: a família Almeida possui 52,85% [(99,94%\*68,92%+40%\*31,08%)\*99,99%\*65%] da propriedade e controla 65% (min (min(99,94%;68,92%) + min(40%;31,08%); 99,99%;65%)). A acionista Rosa M. B. Rischbieter possui 12,12% (60% \*31,08% \*99,99% \*65%) de propriedade e controla 31,08% (min(60%;31,08%;99,99%;65%). A empresa Impregilo International Infra possui 35% de propriedade e 35% de controle da Primav Ecorodovias S/A. Assim, a família Almeida (65%) possui a maior quantidade de ações de controle, seguida pela empresa Impregilo International Infra (35%) e pela acionista Rosa M. B. Rischbieter (31,06%). Assim, a empresa Primav

Ecorodovias S/A, que possuía proprietário direto uma sociedade Ltda., foi classificada como familiar e, também, foi possível identificar a família proprietária em última instância da mesma.



Fonte: INFOinvest® : [www.infoinvest.com.br](http://www.infoinvest.com.br)

### Figura 2 – Exemplo (2): Empresa Primav Ecorodovias S/A

O critério de desempate para classificar a empresa, foi a quantidade total ações com direitos ao fluxo de caixa indireto, quando havia quantidades iguais de ações de controle (ON). Também, ao se investigar até a última instância a propriedade/controlado de uma empresa, quando a informação não era completa, ou seja, ainda apresentava uma empresa S/A como proprietária, recorreu-se às informações disponibilizadas pela empresa no banco de dados do sistema DIVEX/CVM ou ao banco de dados do INFOinvest®, verificando, inclusive, em anos anteriores e nos relatórios disponíveis. Dessa forma, completava-se as informações necessárias à classificação das mesmas. Raros foram os casos em que se precisou fazer uso deste critério, mas um exemplo deste caso ocorreu com a empresa BankBonton Leasing S/A, cujos dados disponíveis, no momento da coleta de dados, não permitiam identificar o proprietário indireto final. Recorreu-se, então, às informações do ano anterior e às documentações disponíveis, com o objetivo de identificar se houve alguma mudança de propriedade ocorrida entre os dois anos.

Como não havia informações nesse sentido, assumiu-se as informações de propriedade indireta, uma vez que não havia alteração do percentual apresentado nos dois anos e a empresa foi classificada como familiar<sup>23</sup>.

Desta forma foram identificadas as empresas familiares, que corresponderam a 109 (70% da amostra) não-listadas e 230 (62% da amostra) listadas, e foi possível responder à primeira pergunta de pesquisa, que procurou identificar a estrutura de controle das empresas familiares não-listadas. A idéia foi identificar com quanto (percentual de ações com direito a voto e a fluxo de caixa) e de que forma o maior acionista participa nessas empresas. Adicionalmente, foi identificado o segundo maior acionista destas empresas. Considerou-se segundo maior acionista, aquele que possui a segunda maior participação de ações com direito de voto da empresa, em última instância. Esta informação é importante pois, caso exista algum outro grupo participando do controle da empresa, a sua presença pode funcionar como um disciplinador para o controlador principal, pois, segundo Gutiérrez e Tribó (2004) e Anderson e Reeb (2003), a presença de um segundo grande bloco controlador dificulta a utilização de benefícios privados de controle, por parte do grupo controlador. Assim, como as empresas familiares abertas não-listadas são menos monitoradas pelo mercado, a presença (ou ausência), de outro grupo ou acionista pode sinalizar a possibilidade de expropriação pelos controladores, que se traduz em uma maior (ou menor) possibilidade de conflito de agência nesse tipo de empresa.

Adicionalmente foi verificado o que aconteceu com o maior acionista, em termos de suas participações, tanto no capital votante quanto no capital total, quando existia estrutura indireta de controle. Foi analisado a sua forma de participação, isto é, se a estrutura indireta serviu para aumentar, manter ou diminuir sua participação na empresa.

---

<sup>23</sup> Recentemente observou-se que os dados disponíveis sobre a composição da propriedade foram alterados e o maior controlador e proprietário indireto informado é uma empresa estrangeira. Os resultados deste trabalho não foram alterados porque esse fato ocorreu após o período da coleta de dados e, como se trata de um caso apenas, entende-se que não traz prejuízo às conclusões obtidas no estudo.

Vale ressaltar que, como praticamente não existem trabalhos sobre as empresas não-listadas, foi realizada uma caracterização bem detalhada dessas empresas, primeiro tratando os dados conjuntamente e em seguida, segundo a classificação encontrada para cada tipo de empresa (familiar, institucional, governo e estrangeira).

Estes dados foram organizados em planilha do MS-Excel®. As estatísticas descritivas, histogramas e gráficos das principais variáveis foram realizadas com a utilização do pacote estatístico SPSS® 11.0, para os dois tipos de empresas listadas e não-listadas na CVM.

### **3.3.2 Comparação entre as práticas de governança corporativa entre as empresas abertas familiares não listadas e listadas**

Para comparar as práticas de governança corporativa entre as empresas familiares não-listadas e listadas, foi utilizado um Índice de Governança Corporativa reduzido que foi aplicado às empresas familiares (IGC-F), segundo a definição apresentada. O índice utilizado é uma adaptação do Índice de Governança Corporativa (IGC) de Leal e Carvalho-da-Silva (2004) destinado a mensuração da qualidade das práticas das empresas abertas listadas em bolsa, utilizando um questionário com 24 questões. Vale salientar que tal como o original, o questionário pode ser aplicado a todos tipos de empresas. No caso deste estudo, o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa registra o somatório das respostas positivas às 16 perguntas do questionário adaptado, onde foi atribuído 1(um) para cada resposta positiva e 0(zero), em caso contrário. A pontuação máxima que poderia ter sido obtida por uma empresa seria de 16 pontos, que refletiria as empresas com melhor qualidade das práticas de governança corporativa. A adaptação do questionário deveu-se à necessidade de adequá-lo às empresas não-listadas, pois diversas perguntas do questionário original eram voltadas às empresas abertas listadas em bolsa. Adicionalmente foram introduzidas duas questões (Q5 e Q6) que reforçaram a parte do questionário que verifica a qualidade da transparência das informações das empresas. Nestas questões procurou-se verificar se as empresas do estudo facilitam o acesso, pela *internet*, às informações dos seus demonstrativos financeiros e, também, sobre sua política de governança

corporativa para os investidores atuais e potenciais do mercado.

As perguntas do questionário foram agrupadas em três dimensões: Transparência (7 questões), Composição e Funcionamento do Conselho (4 questões) e Controles & Conduta (5 questões), conforme pode ser visto no quadro 1.

Os dados foram coletados diretamente pelo pesquisador, por meio de fontes secundárias públicas, disponíveis no sistema DIVEX no *site* da CVM e na Bovespa. Informações disponíveis nos *sites* das empresas e no banco de dados do INFOinvest® foram também utilizadas.

<b>Transparência</b>	
<b>Q1</b>	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
<b>Q2</b>	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?
<b>Q3</b>	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
<b>Q4</b>	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais informações sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
<b>Q5</b>	A companhia divulgou o relatório anual de 2003 no seu <i>website</i> ?
<b>Q6</b>	A companhia possui no <i>website</i> uma seção voltada para o relacionamento com investidores, contendo informações relevantes sobre as práticas de governança corporativa?
<b>Q7</b>	A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas em <b>2003</b> ?
<b>Composição e Funcionamento do Conselho</b>	
<b>Q8</b>	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
<b>Q9</b>	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
<b>Q10</b>	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?
<b>Q11</b>	Os membros do conselho têm mandato de <b>um</b> ano, conforme recomenda o Código do IBGC?
<b>Controle e Conduta</b>	
<b>Q12</b>	A empresa está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
<b>Q13</b>	O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
<b>Q14</b>	A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital ?

<b>Q15</b>	O controle da companhia é direto?
<b>Q16</b>	<b>Não</b> existem acordos de acionistas?

**Quadro 1 : Questionário utilizado para determinar o IGC-F das empresas abertas familiares**

Esta forma de coletar os dados diretamente pelo pesquisador tem sido utilizada em diversas pesquisas nacionais e internacionais e visa facilitar o processo, além de possibilitar a participação de um número maior de empresas na pesquisa, evitando, assim, a possibilidade de ter uma quantidade menor de empresas fazendo parte da amostra, como certamente teríamos, caso um questionário tivesse sido enviado para as empresas abertas não-listadas, por exemplo. Além disso, tenta-se evitar o viés do respondente sobre as questões apresentadas no questionário.

Para tratar os dados foram utilizados métodos estatísticos com auxílio do aplicativo Excel e dos pacotes estatísticos do SPSS® versão 11.0 e Eviews 3.0. Os métodos estatísticos visam a possibilitar que se possam tirar conclusões sobre os parâmetros populacionais, partindo de informações obtidas a partir de amostras dela retiradas. Assim, pode-se estabelecer precisamente os limites além dos quais duas amostras já não devam ser consideradas como retiradas de uma mesma população, e sim como pertencentes a populações diferentes. Como a média e o desvio-padrão das amostras, mesmo pertencendo à mesma população, sempre divergem um pouco em relação aos parâmetros reais da população, pode-se esperar que, os gráficos das distribuições amostrais e da população original, possivelmente não serão idênticos. Assim, deve-se levar em consideração uma certa faixa de variação, dentro da qual as amostras são consideradas como provenientes de uma mesma população, ou como iguais entre si.

Para realizar a comparação entre os IGC-F das empresas familiares não-listadas e listadas, foi necessário distinguir que tipo de teste seria mais adequado: se um teste de comparação paramétrico ou, se um não-paramétrico. Segundo Conover (1980), quando as amostras comparadas são independentes, o teste  $t$  é aplicado para verificar se, mesmo assim, pertencem à mesma população apenas com variações casuais de amostragem. Quando são vinculadas, visam a verificar se algum tratamento realizado teve a capacidade de modificar os parâmetros amostrais,



fazendo aparecer uma nova população, com parâmetros próprios, diferentes da inicial.

Já o teste não paramétrico, para duas amostras independentes, é adequado quando os valores de uma amostra diferem de outra amostra da mesma população. É especialmente aplicável quando as suposições do teste  $t$  (amostra grande e distribuição normal dos dados) não são encontradas, pois o método não paramétrico não faz suposições sobre os parâmetros da distribuição e também não assume nenhum tipo particular de distribuição (Conover, 1980).

Neste estudo foi usado o teste de Mann-Whitney para testar a hipótese nula de duas amostras independentes de uma mesma população. No presente caso, foi comparada a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas não-listadas e listadas com a classificação gerada pelo IGC-F e pelos índices de cada dimensão isoladamente. A grande vantagem de sua utilização é que, além de não assumir normalidade dos dados, pode ser usado para testar variáveis ordinais, que é o caso dos dados desta pesquisa. Adicionalmente, mesmo entendendo que os testes não-paramétricos são mais robustos, também foi utilizado o teste  $t$ , uma vez que as amostras podem ser consideradas estatisticamente grandes (amostra >30), segundo McClave e Benson (1985).

Portanto, com base na segunda hipótese de pesquisa, foi testada a hipótese nula de que as empresas familiares abertas listadas e as não-listadas têm qualidade das práticas de governança corporativa iguais, conforme a hipótese nula testada:

$$H_0: M_1 = M_2 \quad (1)$$

onde, para o teste não-paramétrico (paramétrico):

$M_1$  - mediana (média) do IGC-F das empresas abertas familiares listadas;

$M_2$  - mediana (média) do IGC-F das empresas abertas familiares não-listadas.

Com o objetivo de entender a contribuição de cada dimensão de governança corporativa utilizada, também foram realizados testes de comparação entre elas. Além disso, foram geradas estatísticas descritivas e gráficos para os dois grupos de empresas familiares.

Ao longo da coleta de dados com o questionário desta pesquisa, foi observado que uma parte das empresas não possuía *website*. Isto prejudicou as respostas às

questões Q5 e Q6 da dimensão Transparência e a amostra inicial de 109 (230) empresas familiares não-listadas (listadas) ficou reduzida a 57 (203) empresas que tinham dados para responder ao questionário completo<sup>24</sup>. Entretanto, como as respostas a essas questões poderiam não refletir o momento pesquisado, optamos por trabalhar também com a retirada das duas questões citadas. Isso porque os dados foram coletados entre abril e maio de 2005, referentes ao exercício de 2003, e as empresas poderiam ter introduzido as informações dessas questões posteriormente ao ano pesquisado. Assim, foi dado o mesmo tratamento para as amostras que responderam parcialmente o questionário original, para comparar com os resultados encontrados para a amostra com o questionário completo, conforme os resultados apresentados no capítulo seguinte.

### 3.3.3 Relação entre Governança Corporativa e o Desempenho das Empresas Familiares Não-Listadas

Para investigar a relação entre as práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas com o seu desempenho, inicialmente foram realizadas análises de regressões simples (univariadas) entre estes indicadores, para se ter uma idéia da sensibilidade entre as variáveis, conforme a seguir:

$$Desemp_i = a_0 + b_1(IGC-F_i) + e_i, \quad (2)$$

onde:

$Desemp_i$  - variáveis de desempenho da  $i$ -ésima empresa,

$IGC-F_i$  - variável Índice de Governança Corporativa reduzido aplicado às empresas familiares da  $i$ -ésima empresa;

$e_j$  - representa o termo de erro que capta o componente não sistemático do modelo.

Entretanto, entende-se que outras variáveis corporativas embutidas no termo de erro da regressão, podem estar correlacionadas com as duas variáveis usadas neste modelo inicial. Assim, foram realizados os procedimentos estatísticos de regressões lineares múltiplas para estudar os efeitos desta relação adicionando

---

<sup>24</sup> A relação das empresas excluídas por não terem *websites* encontra-se no Apêndice B.

diversas variáveis de controle. Portanto, assume-se que existe uma relação de causalidade entre as variáveis, permitindo que a variável dependente adotada seja explicada pelas variáveis independentes assumidas no modelo. A equação geral, a seguir, procura retratar a relação entre as variáveis, para a  $i$ -ésima empresa:

$$Desemp_i = \beta_0 + \beta_1(IGC - F_i) + \beta_2 \left( \sum_{i=1}^n VC_i \right) + \varepsilon_i, \quad (3)$$

onde:

$Desemp_i$  - variável dependente, representando o *desempenho* da  $i$ -ésima empresa;

$IGC-F_i$  - variável independente, Índice de Governança Corporativa reduzido aplicado às empresas familiares não-listadas, que quantifica a qualidade das práticas de governança corporativa da  $i$ -ésima empresa;

$VC_i$  - variáveis de controle da  $i$ -ésima empresa, podendo ser: crescimento, tamanho, idade, tangibilidade dos ativos, alavancagem e taxa de investimento em imobilizado. Adicionalmente poderia assumir como variável de controle tipo *dummy* da  $i$ -ésima empresa, onde 1 indica que a empresa pertence ao grupo selecionado e 0, caso contrário? As *dummies* foram utilizadas para identificar: *setor* de atividade da empresa; *região* onde a empresa está sediada, se a empresa é controlada apenas por *uma* família e se a empresa é controlada por uma empresa listada diretamente.

$\varepsilon_j$  - representa o termo de erro que capta o componente não sistemático do modelo.

Nesta etapa foram excluídas as empresas com patrimônio líquido negativo, pois impactam no cálculo da medida de valor. Assim, a amostra ficou reduzida a 47 empresas abertas brasileiras familiares não-listadas. Este modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) e testado com várias composições, utilizando as variáveis descritas na próxima seção. Foram utilizados os pacotes estatísticos o SPSS 11.0 e o Eviews 3.0. para ajudar nas questões econométricas.

### 3.4 Variáveis Utilizadas

A seguir estão apresentadas as variáveis que foram utilizadas no trabalho. Elas foram selecionadas com base em diversos trabalhos relacionados ao estudo da

governança e desempenho em empresas abertas. Elas estão apresentadas em três grupos: variáveis de governança, variáveis de desempenho e variáveis de controle.

### 3.4.1 Variáveis de Governança

Além do índice que mede a qualidade de governança corporativa (IGC-F), foram utilizados indicadores da estrutura de propriedade e controle, como de indicadores de governança corporativa.

- IGC-F – Índice de Governança Corporativa reduzido aplicado às empresas familiares. Este índice fornece uma pontuação para a qualidade das práticas de GC das empresas abertas familiares não-listadas e listadas. A extensão “ F” indica apenas que o índice foi utilizado para as empresas familiares, apesar de o questionário gerador do índice poder ser aplicado a qualquer tipo de empresa. No índice buscou-se condensar informações sobre vários aspectos das práticas de governança corporativa, obtidos de um questionário com 16 perguntas binárias. Também foi utilizada cada uma das três dimensões que compõem o questionário: Transparência, Conselho e Controle & Conduta como alternativas ao índice completo.
- ON\_1I - Concentração do controle do maior acionista da empresa, que identifica o percentual de ações com direito a voto do maior acionista real da empresa. Quanto maior a concentração acionária, maior o potencial de conflito de agência entre controladores e minoritários, o que pode implicar em menor qualidade das práticas de governança corporativa.
- TOT\_1I - Concentração de propriedade do maior acionista da empresa, que identifica o percentual de ações com direito sobre os fluxos de caixa do maior acionista real da empresa.
- ON.1I / TOT.1I - Razão entre o controle/propriedade que mede a separação entre o direitos de controle e de propriedade do maior acionista real da empresa. É um indicador do potencial de expropriação de acionista minoritário.

### 3.4.2 Variáveis de Desempenho

A variável de desempenho base adotada foi o  $ROA_1$ . Para verificar a robustez dos resultados, foram utilizadas outras medidas de retornos baseados em dados contábeis  $ROA_2$  e  $ROA_3$  e RSPL.

- ROA – é o retorno sobre os ativos da empresa, que foi mensurado pela razão entre o lucro operacional e o ativo total ( $ROA_1$ ). Alternativamente, foi utilizado como, o lucro líquido sobre o ativo total de cada empresa ( $ROA_2$ ) e, também, como lucro operacional próprio sobre o ativo total ( $ROA_3$ ).
- RSPL – retorno sobre o patrimônio líquido das empresas, medido pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa.

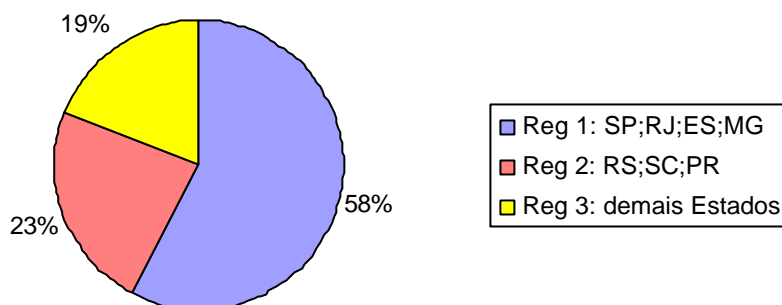
### 3.4.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram selecionadas, considerando a sua possível influência sobre o desempenho das EFNL. Primordialmente, foi levado em consideração as variáveis de controle utilizadas em outros trabalhos realizados com empresas listadas em bolsa, como os de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Black *et al.* (2003), Silveira *et al.* (2003), Okimura *et al.* (2004), Klapper and Love (2003), Wiwattanakantang (2001) dentre outros, observando a disponibilidade de dados públicos que permitissem a elaboração dos indicadores a serem introduzidos no modelo (equação 2).

- TAM – Tamanho da empresa, medida pelo logaritmo do ativo total da empresa, em valores nominais e milhares de Reais, no final do ano de 2003. Havia a expectativa de que variável tamanho nas EFNL tivesse o mesmo impacto no desempenho nos resultados encontrados na literatura, para as empresas listadas.
- TANG – Representa a tangibilidade da empresa, ou seja, dá uma aproximação da composição dos ativos da empresa. É aproximada pelo valor do ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida, medidos em valores nominais e milhares de Reais, no final de 2003. Empresas com valores elevados

nesta variável, normalmente são empresas maiores e que conseguem financiar seus novos projetos por possuírem ativos fixos que servem como garantia.

- Idade – representa a idade da empresas. Neste trabalho ela foi aproximada pelo logaritmo natural do tempo em que a empresa é registrada como empresa aberta na CVM, por ser um dado disponível..
- CRESC – representa a perspectiva de crescimento da empresa. Ela foi aproximada pela média do crescimento das vendas dos últimos três anos. Empresas em expansão necessitam de capital e assim devem dar mais transparência às suas informações, para poderem captar recursos mais facilmente e com menores custos.
- TINV – taxa de investimento da empresa. Indica a proporção de investimentos que as empresas fazem nos seus imobilizados. Ela foi aproximada pela razão entre os investimentos e o ativo imobilizado bruto dos ativos da empresa. Os valores foram dados em reais nominais, ao final de 2003.
- Alavancagem - A alavancagem demonstra como a empresa trabalha com capital de terceiros, podendo influenciar no valor e na rentabilidade da empresa. Empresas alavancadas devem possuir projetos percebidos como rentáveis pelos investidores, para que se motivem a empregar nelas seus recursos. A alavancagem é aproximada pela razão entre a dívida financeira total e o ativo total da empresa. Os valores foram dados em reais nominais, ao final de 2003.
- ÚNICO – variável de controle tipo *dummy* que indica se o controle da empresa é de apenas uma família ou grupo familiar. O valor 1(um) indica que a empresa pertence a este grupo de empresas e 0(zero), o contrário.
- Região  $i$  – variável de controle tipo *dummy* que indica a localização onde a empresa possui sua matriz, segundo informações da CVM, com  $i = 1, 2$  e  $3$ . As regiões foram divididas conforme pode ser visto na figura 3 a seguir:



**Figura 3 – Distribuição das Empresas Familiares Não-Listadas por Região**

- Setor  $i$  - variável de controle tipo *dummy* ( $i = 1, 2, 3, 4$  e  $5$ ) que representa o setor em que a empresa atua, com o objetivo de identificar se algum fator específico da área tem influência sobre o desempenho da EFNL. Foi conferido 1 para as empresas que pertenciam a determinado setor e 0, para as não participantes do referido setor. Para classificar as empresas familiares não-listadas, foram formados 5 grandes grupos, a partir da classificação apresentada no Econômica, em 2003, para as empresas listadas. Assim, as empresas foram alocadas no grupo que pareceu ter mais semelhanças na natureza da sua área de atuação, originalmente classificada pela CVM.
- Direto\_B - variável *dummy* que indica se a empresa é controlada diretamente por uma empresa listada em bolsa. O valor 1 indica que a empresa tem este tipo de controle e 0, o contrário.

**Tabela 1 – Grupos das Empresas Familiares Não-Listadas**

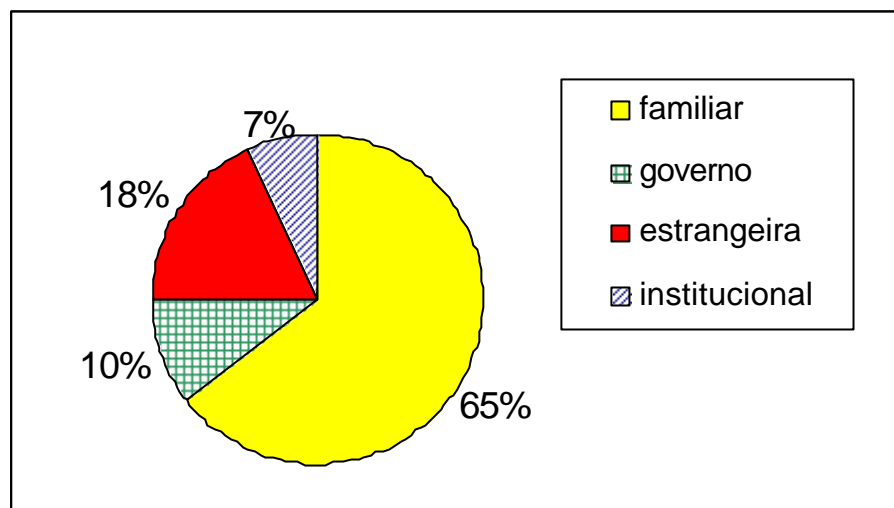
Distribuição das empresas familiares não-listadas em cinco grupos, a partir da classificação dos setores de atuação dado pelo Economática em 2003.

Setor	Classificação do Economática	Qde Empresas
1	Agro e Pesca Alimentos e Bebidas Comércio Textil	8
2	Construção Eletroeletrônicos Máquinas Industriais Papel e Celulose Telecomunicações	13
3	Mineração Minerais não Metálicos Energia Elétrica Petróleo e Gas Química Siderur & Metalur	7
4	Finanças e Seguros	15
5	Transporte Serviços Veiculos e peças Outros	14

### 3.5 Descrição das Empresas não-listadas e listadas em bolsa em 2003

Para identificar as empresas familiares cadastradas na CVM, inicialmente foi verificada a propriedade direta e indireta de todas as 525 empresas, que tinham informações disponíveis, ao final de 2003. Através da metodologia internacional usada para identificar o tipo de controlador em última instância, as empresas foram classificadas como: familiar, governo, estrangeira e institucional. Conforme esperado, a maioria das empresas foi de capital familiar, que participa com 339 (65%) empresas, seguido por estrangeira 94 (18%), governo 55(10%) e institucional 37 (7%), como pode ser visto na tabela 2 e na figura 4 a seguir.





**Figura 4: Controle das Empresas Abertas não-Listadas e Listadas em bolsa em 2003.**

As empresas familiares têm uma expressiva participação nos dois grupos de empresas, representando 70% (62%) das empresas não-listadas (listadas). Segundo Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a), as empresas listadas familiares vêm aumentando a sua participação neste mercado, com aumento de 7,3% entre 2000 e 2002, correspondendo a 58,2% empresas do último ano pesquisado.

**Tabela 2: Distribuição da propriedade das empresas S.A. listadas e não-listadas em bolsa em 2003.**

Os tipos de propriedades das empresas registradas na CVM foram classificados como familiar, governo, estrangeira e institucional, obtidos através da identificação do controlador em última instância com mais de 5% de propriedade, conforme metodologia internacional. Nas colunas são apresentadas a quantidade e o respectivo percentual de participação de cada tipo de empresas listadas e não-listadas em bolsa. Os dados foram obtidos no Informativo Anual das empresas no INFOinvest® e no sistema DIVEXT da CVM.

<b>Tipo</b>	<b>Total</b>		<b>List</b>		<b>Não-List</b>	
<b>familiar</b>	<b>339</b>	65%	<b>230</b>	62%	<b>109</b>	70%
<b>governo</b>	<b>55</b>	10%	<b>36</b>	10%	<b>19</b>	12%
<b>estrangeira</b>	<b>94</b>	18%	<b>76</b>	21%	<b>18</b>	12%
<b>institucional</b>	<b>37</b>	7%	<b>28</b>	8%	<b>9</b>	6%
<b>Total</b>	<b>525</b>	100%	<b>370</b>	100%	<b>155</b>	100%

Na tabela 2 também pode ser observado que as empresas estrangeiras representam 21% das empresas que são listadas em bolsa, o que significa quase o dobro de suas participações entre as não-listadas. Já as empresas do governo e institucionais têm participação muito semelhante nos dois grupos, com 12%(10%) e 6%(8%), respectivamente. Estes resultados estão muito próximos dos apresentados

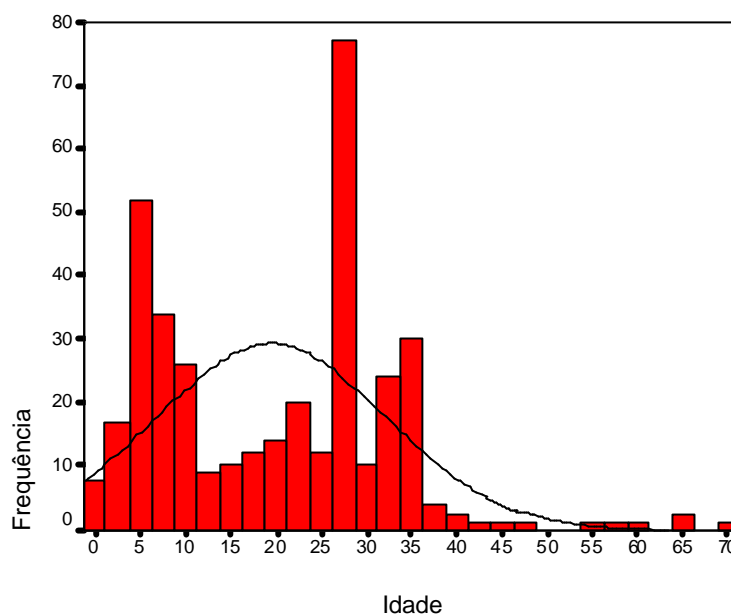
por Leal e Carvalho-da-Silva (2004a) para o período de 1998 a 2002, para as empresas abertas listadas brasileiras.

**Tabela 3: Distribuição das empresas S.A. listadas e não-listadas em bolsa, classificadas segundo o tipo e controle em 2003 e o tempo de registro e a região de localização.**

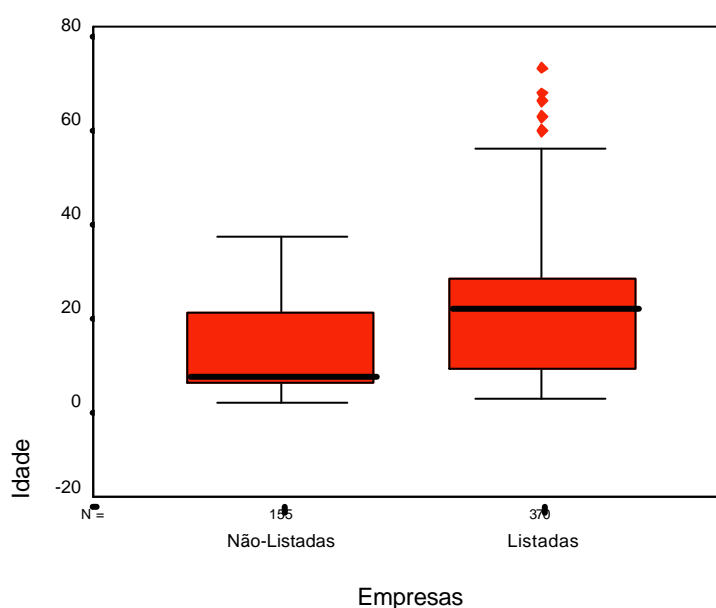
Os tipos de propriedades apresentados como sendo de familiar, governo, estrangeira e institucional foram obtidos através da identificação do controlador em última instância, conforme metodologia internacional. Nas colunas estão apresentados a quantidade de cada tipo de controle, o tempo médio, máximo e mínimo de registro (idade) e a região (Região) de sua localização (Sudeste, Sul e Outras) e o respectivo percentual de participação como empresas listadas e não-listadas em bolsa. Os dados foram obtidos no Informativo Anual da CVM.

Não-List	Total	Idade			Região					
		Média	Máx	Min	Sudeste		Sul		Outras	
familiar	109	12.06	35.48	0.04	64	59%	20	18%	25	23%
governo	19	9.22	34.05	0.29	7	37%	6	32%	6	32%
estrangeira	18	9.66	26.47	0.02	11	61%	2	11%	5	28%
institucional	9	11.60	26.47	0.90	5	56%	2	22%	2	22%
	155	11.41	35.48	0.02	87	56%	30	19%	38	25%
List	Total	Média	Máx	Min	Sudeste		Sul		Outras	
familiar	230	21.34	71.05	0.63	144	63%	63	27%	23	10%
governo	36	18.39	34.02	3.45	16	44%	6	17%	14	39%
estrangeira	76	15.39	37.66	1.21	52	68%	14	18%	10	13%
institucional	28	17.13	60.88	3.40	16	57%	6	21%	6	21%
	370	19.51	71.05	0.63	228	62%	89	24%	53	14%

Ainda com as informações do registro geral das companhias abertas da CVM, as empresas foram agrupadas segundo a região em que estão situadas e também considerando o tempo de registro declarado no cadastro, como pode ser visto na tabela 3 e nas figuras 3 e 4. Daí, pôde-se constatar que estas empresas possuem em média 17 anos, sendo que as empresas não-listadas apresentam, em média, 4 anos a menos que as listadas. Entende-se que o tempo de registro indica há quanto tempo elas passaram a ser sociedade de capital aberto, uma vez que elas podem ter sido constituídas, inicialmente, sob outra forma de sociedade.



**Figura 5: Histograma das Idades das empresas Não-Listadas e Listadas na CVM em 2003.**



**Figura 6: Box-Plot das Idades das empresas Não-Listadas e Listadas na CVM em 2003.**

A partir das figuras 5 e 6 foi possível verificar que algumas empresas estavam deslocadas em relação às demais. Elas foram identificadas como sendo: Cia Siderúrgica Nacional, Companhia Cimento Portland Itaú, Electro Aço Altona S/A, Gazola S.A. Indústria Metalúrgica, Inds Romi S.A. e La Fonte Participações S/A, e são mais velhas que as demais empresas listadas do seu grupo. Quando estas empresas foram retiradas, provocou uma discreta alteração na média das idades do grupo, que passou para 16.6 anos.

Também foi constatado que as empresas abertas não-listadas são mais jovens que as listadas. Possivelmente estas empresas estão em um estágio anterior para futuramente se tornarem listadas. Em média, as empresas mais seniores são de controle familiar nos dois grupos, como por exemplo, a Gazola S.A. Indústria Metalúrgica (listada) e Hotéis e Turismo Guanabara S.A. (não-listada), com 71 e 35 anos respectivamente.

Quanto à localização, as empresas foram distribuídas em três regiões: Sudeste, Sul e Outras (Norte, Nordeste e Centro-Oeste). Nos resultados foi possível observar que houve uma grande concentração das S.A. na região Sudeste, o que já era esperado, pois segundo informações do IBGE<sup>25</sup>, esta região é responsável por mais da metade do PIB nacional, contendo a maior concentração do parque industrial do país. A grande concentração na região Sudeste foi encontrada em todos os tipos de controle, sendo que apenas as empresas de controle institucional apresentaram uma distribuição muito parecida entre todas as regiões, como pode ser visto na tabela 3.

A tabela 4 contém as informações sobre a proporção de ações ordinárias na composição do capital total das empresas S.A., sobre o tipo de controle direto ou utilizando algum tipo de estrutura piramidal e também sobre a existência de acordos de acionistas. Estas informações que dão indicação sobre o potencial de expropriação dos controladores sobre os minoritários.

Os resultados encontrados para as empresas não-listadas mostram que elas possuem, em média, 80.62% de ações ordinárias na composição do capital total das empresas, sendo bem maior que o observado nas empresas listadas (58.02%). Segundo Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a), esta composição de ON/(On+PN)% era cerca de 50% em 2002 para empresas listadas, configurando um crescimento desta participação em 2003.

Ainda na tabela 4 é possível verificar que as empresas familiares não-listadas possuíam, em média, 79.05% de ações com direito a voto, ou seja, detinham cerca de 21% de ações sem direito a voto. Segundo La Porta *et al.* (2000) uma das formas utilizadas pelos proprietários iniciais, para manterem o controle quando abrem o capital da empresa, é emitir ações com direitos inferiores de votos.

**Tabela 4: Empresas S.A. listadas e não-listadas em bolsa, classificadas segundo algumas características de propriedade em 2003**

Estão apresentados os tipos de propriedades familiar, governo, estrangeira e institucional que foram obtidos através da identificação do controlador em última instância, conforme metodologia internacional. Nas colunas estão as médias percentuais da relação entre a quantidade de ações ordinárias no capital total da empresa (ON /Tot Ações); as quantidades e percentuais das empresas que têm Controle Indireto (com estrutura piramidal) e a resposta para a questão sobre os acordo de acionistas (Possui Acordo). Os dados foram obtidos no *INFOinvest®* para 2003.

Não-List	Total	ON/Tot Ações	Controle Indireto				Possui Acordo			
		Média	Sim		Não		Sim		Não	
familiar	109	79.05%	72	66%	37	34%	25	23%	84	77%
governo	19	90.01%	8	42%	11	58%	6	32%	13	68%
estrangeira	18	81.44%	14	78%	4	22%	7	39%	11	61%
institucional	9	78.17%	7	78%	2	22%	5	56%	4	44%
	155	80.62%	101	65%	54	35%	43	28%	112	72%
List	Total	Média	Sim		Não		Sim		Não	
familiar	230	56.83%	187	81%	43	19%	59	26%	171	74%
governo	36	67.41%	11	31%	25	69%	5	14%	32	89%
estrangeira	76	57.72%	58	76%	18	24%	15	20%	61	80%
institucional	28	56.56%	15	54%	13	46%	7	25%	21	75%
	370	58.02%	271	73%	99	27%	86	23%	284	77%

Assim, eles podem permanecer com as ações com direitos superiores e ficam imunes de perderem o controle da empresa. No Brasil, segundo a Lei das S.A., as empresas de capital aberto podem emitir, no máximo, a metade de seu capital com ações sem direito a voto (preferenciais). Esta regra é válida apenas para as empresas abertas após a promulgação desta alteração de lei, em 2001. Antes desta alteração da lei das S.A., elas podiam emitir até 2/3 do seu capital com este tipo de ação, lembrando que esta regra continua válida para as empresas abertas antes do período citado anteriormente.

Um dado a destacar é que a grande maioria das empresas familiares não-listadas foi constituída antes da homologação desta lei e assim, poderia ter uma quantidade maior de ações sem direito a voto no quadro atual ou, de outra forma, poderia exercer o controle da empresa com uma quantidade menor de ações com direito de voto, que poderia ser no mínimo 16.7% do total do capital da empresa. Os

<sup>25</sup> Ver [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)

resultados encontrados poderiam ser interpretados como um bom indicador das práticas de governança corporativa. Entretanto, como o maior volume das ações negociadas na Bovespa é de ações preferenciais<sup>26</sup> e como as empresas familiares não-listadas não participam com suas ações negociadas nesse mercado, torna mais difícil ter investidores interessados na aquisição de ações deste tipo. Neste caso, se os investidores resolvessem desistir do investimento, talvez fosse mais difícil para eles venderem estas ações, uma vez que não são negociadas em bolsa, a qual oferece ambiente para que as ações negociadas tenham liquidez.

Quanto à questão do entendimento sobre a forma como as empresas exercem o controle, pode ser visto que 35% (27%) das empresas não-listadas (listadas) têm controle direto, isto é, não possuem estrutura piramidal. No caso das listadas, comparando com resultados de 2002 de Leal e Carvalhal-da-Silva (2002), verifica-se que houve aumento no percentual das empresas com controle direto. Nas empresas familiares pôde-se observar que o controle indireto é maior nas empresas listadas em bolsa do que nas não-listadas (81% e 66% respectivamente). Esta forma indireta de exercer o controle é apontada na literatura como um mecanismo utilizado por acionistas controladores para separar a propriedade sobre os fluxos de caixa e assim exercer o controle com menos capital investido na empresa. Observando este indicador isoladamente, parece que as empresas familiares não-listadas são menos propensas a utilização deste mecanismo de expropriação do que suas similares listadas.

A presença de acordos de acionistas, que também é previsto na Lei das S.A., pode ser interpretada como um mecanismo para aumentar o controle dos acionistas com maior quantidade de ações de voto, sem, também, aumentar a sua participação no capital da empresa e podem servir como um mecanismo de expropriação dos minoritários. Nos dois grupos da tabela 4 pode-se verificar que esta prática não é muito utilizada ficando, em média, na ordem dos 28% e 23% respectivamente. Os percentuais encontrados estão na mesma ordem dos resultados de outras pesquisas para empresas listadas brasileiras.

---

<sup>26</sup> Ver [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

Dentre as empresas não-listadas, as empresas familiares são as que menos utilizam acordos. Em média, elas possuem 23% das empresas com esta prática, que é o menor percentual observado entre os demais tipos de controle. Já entre as empresas listadas, as empresas do governo são as que possuem menos acordos de acionistas (14%).

Desta forma foi traçado um cenário das empresas abertas não-listadas e listadas, em 2003, e no capítulo seguinte, que trata da discussão dos resultados, serão detalhadas outras informações sobre as empresas familiares.

### **3.6 Contribuições e Limitações do Estudo**

Como resultado deste trabalho, espera-se contribuir com a literatura de governança corporativa, investigando uma parcela representativa das empresas abertas brasileiras (ainda não exploradas), que são as familiares não registradas na Bovespa. O estudo identificou a participação das empresas familiares, suas estruturas de controle e propriedade, bem como verificou como é a qualidade de suas práticas de governança corporativa em relação às empresas familiares listadas. Além disso, a pesquisa procurou estabelecer a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa com o desempenho contábil das mesmas.

Na segunda parte deste estudo assumiu-se que a variável da qualidade de governança é determinante, por princípio, do desempenho das EFNL. Nos modelos apresentados, a relação de causa e efeito foi definida como sendo das variáveis de governança para as variáveis de desempenho, portanto, considerou-se que a governança é uma variável exógena, que não é estabelecida no modelo. Entretanto, esta relação de causalidade pode não estar correta, pois o sentido da mesma poderia ser inverso ao estabelecido. Além disso, poderia haver uma terceira variável que influenciasse, simultaneamente a governança corporativa e o desempenho, o que levaria a resultados espúrios e não a uma relação correta entre as variáveis analisadas. Segundo Himmelberg (2003) uma boa parte dos trabalhos relacionados à governança corporativa têm este problema na concepção dos seus modelos. O autor sugere a utilização de dados em painel, com procedimentos de efeito fixos ou primeiras diferenças para mitigar este problema, uma vez que leva em consideração a componente não observável de heterogeneidade da empresa. Entretanto, como este estudo utiliza dados de apenas um ano, este método não se aplica.

Outra metodologia para lidar com problemas de causalidade entre variáveis é a utilização de equações simultâneas. Elas ainda são pouco usadas, mas alguns trabalhos mais recentes, que investigam a relação de causalidade entre governança corporativa e o desempenho das empresas têm utilizado esta técnica. Para usar esta metodologia neste estudo, seria necessário estabelecer variáveis instrumentais, que deveriam afetar a variável de valor apenas por meio da governança corporativa e das outras variáveis observáveis e controladas.

Esta escolha de variável instrumental não é simples e, se a escolha não for apropriada pode levar a resultados vazios. Neste trabalho optamos em não aplicar esta metodologia pois não foi identificada uma variável com a característica necessária à sua aplicação como variável instrumental

Inúmeros cuidados foram tomados para tentar evitar erros de mensuração das principais variáveis do estudo, o que não o isenta da ocorrência de eventuais falhas. Foram utilizadas outras *proxies* para a variável de governança corporativa em substituição ao ICG-F, no modelo geral, como por exemplo, os subíndices relativos a cada dimensão utilizada no ICG-F (Transparência, Conselho e Controle & Conduta). Variáveis de propriedade também serviram para verificar a robustez dos resultados. Além disso, foram utilizadas três definições para o ROA, e mais o RSPL, que foram testadas em todos modelos.

Adicionalmente, pode ter ocorrido problemas relativos a confiabilidade dos dados contábeis, uma vez que eles dependem da qualidade das informações fornecidas pelas empresas ao CVM e que estão fora do controle do pesquisador. Vale salientar que a identificação das empresas, no ano estudado, não foi uma tarefa simples, devido a alguns problemas identificados no banco de dados disponível do CVM.



## **4 Discussão dos Resultados**

A discussão dos resultados desta pesquisa é apresentada em duas partes. Na primeira, estão os resultados encontrados para a comparação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas e listadas. Na segunda parte, os resultados encontrados para verificar o efeito das práticas de governança corporativa sobre o desempenho contábil das mesmas.

### **4.1 Comparação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas e listadas**

Nesta etapa, inicialmente estão apresentados o perfil das empresas que compõe a amostra das empresas que não têm ações negociadas em bolsa, apresentado com o uso de estatísticas descritivas da estrutura de propriedade e controle, do primeiro e segundo maior proprietário dessas empresas. Em seguida é discutido o efeito da utilização da estrutura piramidal na participação no controle e na propriedade das empresas familiares não-listadas. Por fim, estão apresentados a pontuação através do IGC-F para as empresas familiares não-listadas e posterior comparação entre a qualidade das práticas de governança corporativa destes tipos de empresas.

#### **4.1.1 As empresas não-listadas em bolsa**

A tabela 5 mostra que, de modo geral, as 155 empresas não-listadas são bem concentradas. O maior acionista das ENL possui diretamente, em média, 89.19% das ações com direito a voto(ON\_D1). Em outra análise, mais da metade desse tipo de acionista possui quase a totalidade das ações de voto diretamente (>99.88%). Este fato também é observado com relação ao maior acionista com direitos sobre o fluxo de caixa. Há uma grande concentração de propriedade direta, pois 50% deles detêm 99.06% do capital total das empresas não-listadas. Entretanto, quando foi observada a estrutura indireta, verificou-se que houve uma diminuição na participação do capital votante e no capital total da empresa, para o maior controlador indireto. As empresas não-listadas apresentaram uma distribuição quase simétrica (média e mediana bem próximas) para as suas participações em ações ordinárias (ON) e no capital total (ON+PN) das empresas. Vários estudos constataram que as empresas brasileiras listadas apresentam estrutura de controle e

propriedade bem concentrados, como pode ser visto em Leal e Carvalha-da-Silva (2004a); Silveira (2004); Carvalha-da-Silva (2002); Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002); Okimura (2002) e Valadares e Leal (2000). Este parece ser o primeiro esforço no sentido de conhecer a estrutura de propriedade e controle das empresas abertas que não têm ações negociadas em bolsa.

**Tabela 5: Estatísticas descritivas das medidas do direito de propriedade direta e indireta para o conjunto de todas as Empresas S.A. não-listadas em bolsa**

Estatísticas descritivas das ações de controle direto e indireto para o maior proprietário das empresas abertas não-listadas. Nas colunas estão as médias percentuais do direito de controle do propriedade direta (ON\_D1 e TOT\_D1) e indireta (ON\_I1 e TOT\_I1). Os dados foram obtidos no *INFOinvest*® para 2003.

<b>TIPO</b>		<b>ON_D1</b>	<b>TOT_D1</b>	<b>ON_I1</b>	<b>TOT_I1</b>
<b>Total Geral</b>	N	155	155	101	101
	Mediana	99.88%	99.10%	64.67%	50.00%
	Média	89.19%	83.78%	66.49%	52.71%
	Desvio Padrão	18.69%	24.26%	26.35%	33.13%
	Máximo	100%	100%	100%	100%
	Mínimo	29.10%	12.00%	9.09%	1.85%

Ao se observar a participação direta do maior acionista segundo o tipo de empresa, verificou-se que as medianas das mesmas são praticamente iguais (99%), permitindo que a análise realizada para todo o grupo seja repetida (ver tabela 6). Isto mostra que os maiores acionistas exercem o controle com quase a totalidade das ações de voto das empresas não-listadas.

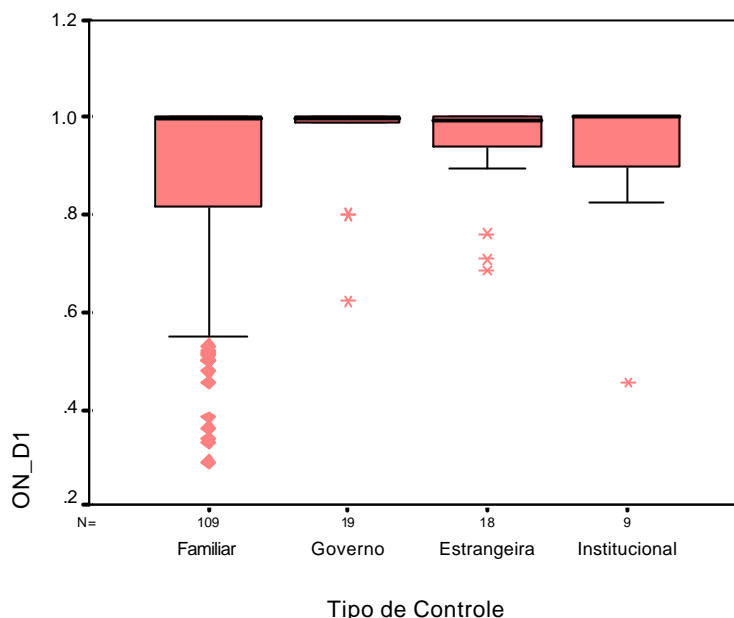
Mostra também que, as empresas familiares são cerca de 10 pontos percentuais, em média, menos concentradas que os demais tipos. Seus acionistas possuem diretamente em média, 87.11% das ações ordinárias e detêm a propriedade com uma média de 80.06% do total das ações das empresas. No controle indireto foi constatado que houve diminuição da concentração de participação do maior acionista das empresas familiares. Das 109 empresas pesquisadas, 72 possuíam estrutura indireta de controle e o maior acionista, neste caso, detinha uma média de 67,08% das ações com direito a voto, que corresponde a cerca de 20 pontos percentuais a menos que no controle direto. Entretanto, a participação do maior acionista indireto no capital total diminuiu, em média, cerca de 30 pontos percentuais, com metade dos maiores acionistas detendo pelo menos 49,28% das ações com direitos aos fluxos de caixa.

**Tabela 6: Estatísticas Descritivas das medidas do direito de propriedade direta e indireta das Empresas S.A. não-listadas em bolsa, segundo o tipo de controlador**

Estatísticas descritivas para o detentor da maior quantidade de ações de controle em última instância, classificados segundo o tipo de propriedade: familiar, governo, estrangeira e institucional, conforme metodologia internacional. Nas colunas estão as médias percentuais do controle e da propriedade direta (ON\_D1 e TOT\_D1) e indireta (ON\_I1 e TOT\_I1). Também estão apresentadas as informações do segundo maior acionista direto (ON\_D2 e TOT\_D2) e indireto (ON\_I2 e TOT\_I2), para as empresas familiares. Os dados foram obtidos no *INFOinvest®*, para 2003.

TIPO		ON_D1	TOT_D1	ON_I1	TOT_I1
<b>Governo</b>	N	19	19	8	8
	Mediana	99.94%	99.48%	75.12%	70.36%
	Média	95.64%	95.58%	70.10%	63.65%
	Desvio Padrão	10.22%	9.95%	28.18%	34.98%
	Máximo	100%	100%	99.43%	98.88%
	Mínimo	62.07%	62.12%	30.70%	8.94%
<b>Estrangeira</b>	N	18	18	14	14
	Mediana	99.59%	99.28%	75.62%	61.58%
	Média	94.11%	90.67%	70.10%	60.68%
	Desvio Padrão	10.71%	15.64%	25.82%	29.86%
	Máximo	100%	100%	100%	100%
	Mínimo	68.27%	44.12%	18.29%	1.85%
<b>Institucional</b>	N	9	9	7	7
	Mediana	99.97%	99.97%	61.63%	19.90%
	Média	90.90%	90.13%	49.09%	23.32%
	Desvio Padrão	18.12%	18.67%	23.71%	20.53%
	Máximo	100%	100%	65.39%	58.40%
	Mínimo	45.45%	45.45%	9.09%	2.28%
<b>Familiar</b>	N	109	109	72	72
	Mediana	99.83%	99.00%	63.49%	49.98%
	Média	87.11%	80.06%	67.08%	52.80%
	Desvio Padrão	20.55%	26.62%	26.38%	33.40%
	Máximo	100%	100%	100%	100%
	Mínimo	29.10%	12.00%	16.07%	3.34%
		<b>ON_D2</b>	<b>TOT_D2</b>	<b>ON_I2</b>	<b>TOT_I2</b>
	N	35	35	48	48
	Mediana	16.24%	14.41%	27.41%	16.82%
	Média	19.90%	19.87%	27.85%	20.66%
	Desvio Padrão	15.96%	18.16%	16.22%	16.89%
	Máximo	50.00%	62.00%	60.00%	62.00%
	Mínimo	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%

Ainda na tabela 6, nos outros tipos de controle (governo, estrangeira e institucional) também foi observada uma diminuição da quantidade de ações ordinárias e de sua participação no capital total para o maior acionista das mesmas.



**Figura 7: Box Plot da Participação Direta das Empresas Abertas Não-Listadas Segundo o Tipo de Controle**

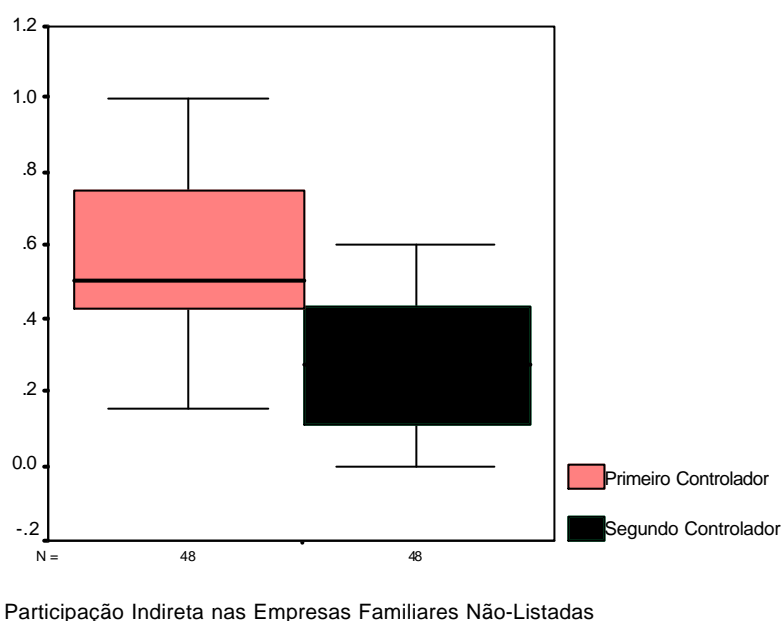
Além disso, as empresas familiares apresentaram maior dispersão dos dados relativos à estrutura direta e indireta, tanto para as ações de controle quanto para as de propriedade, como fica evidenciado no *box plot* da figura 7.

#### 4.1.2 As Empresas Familiares Não-Listadas

Segundo Gutiérrez e Tribó (2004) a expropriação dos acionistas minoritários é maior quando o controle da empresa está com apenas um grupo. Assim, procurou-se investigar se existe um segundo maior acionista das empresas familiares não-listadas. Lembrando que foi considerado segundo maior acionista, aquele acionista que possui a segunda maior participação de ações com direito a voto da empresa.

O final da tabela 6 apresenta informações sobre o segundo maior acionista, quando o maior controlador é familiar, considerando a estrutura direta e indireta. Neste caso foi observado que existem somente 35 empresas com segundos acionistas diretos, que representam 32.11% do total analisado (109). As suas participações não são muito expressivas, com média (mediana) de 19.9% (16.24%) nas ações com direito a voto e 27.85% (27.41%) nos direitos ao fluxo de caixa.

Destes, 91.4% são do tipo familiar. Esses resultados podem indicar, teoricamente, um problema de agência, já que uma participação pequena certamente não terá grande influência nas decisões da gestão da empresa e os controladores familiares podem expropriar estes acionistas, mediante uso de benefícios privados de controle, conforme La Porta *et al.* (1997). Além disso, os controladores não sofrem muita pressão externa, uma vez que não possuem ações em bolsa. Segundo Gutiérrez e Tribó (2004), o problema de expropriação dos minoritários é mais comum nas empresas fechadas do que nas empresas abertas listadas e que este pode ser o caso das empresas não-listadas brasileiras.



**Figura 8: Box Plot da Participação Indireta do Primeiro e Segundo Maior Acionista das Empresas Familiares Abertas Não-Listadas**

Quando a estrutura indireta foi analisada, pode ser verificado que houve aumento na quantidade de empresas que possuíam segundo acionista (35 para 48), que passaram a ter em média (medianas) 27.85% (27.41%) do direito de voto e 20.66% (16.82%) do direito do fluxo de caixa, como também pode ser observado na figura 8. Este grupo é formado por 75% de empresa familiar, 19% de estrangeiras, 4% de governo e 2% de institucional.

Vale ressaltar que os maiores controladores detiveram o controle da empresa, isoladamente, em 93% dos casos. Nas situações em que dividiram o controle (8 casos), ele foi dividido com outra família, com exceção de um caso que foi um acionista institucional.

A tabela 7 apresenta o reflexo da participação do maior acionista das empresas S.A. familiares não-listadas, quando elas possuem estrutura indireta de controle. As empresas não-listadas com maior acionista familiar foram divididas de acordo com a sua participação direta e indireta. Como já foi visto, elas são bem concentradas e que 37 (34%) delas possuem estrutura direta, ou seja, não faz uso de estrutura piramidal, que seria uma maneira de aumentar seu direito de controle, sem aumentar seu capital na empresa ( La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2002). Assim, parece que a utilização de estrutura indireta nas empresas abertas familiares brasileiras, que poderia provocar conflito de agência entre os acionistas minoritários e os familiares controladores, não é muito aplicado.

**Tabela 7: Efeito da Estrutura Indireta sobre a Participação do Maior Acionista das Empresas Familiares Não-Listadas em 2003**

Participação direta e indireta do maior acionista das empresas familiares não-listadas seguindo a classificação: a) empresas em que o maior acionista aumenta a sua participação de controle e de fluxo de caixa na empresa ( $ON\_D < ON\_I$ ); b) empresas em que o maior acionista mantém a sua participação de controle e de fluxo de caixa na empresa ( $ON\_D = ON\_I$ ); c) empresas em que o maior acionista diminui sua participação de controle e de fluxo de caixa na empresa ( $ON\_D > ON\_I$ ); d) empresas que não possuem controle indireto. A separação entre direito de voto e de propriedade também é apresentado ( $ON/TOT$ ). Os dados foram coletados dos Informativos Anuais referentes ao final de 2003, no *INFOinvest*®.

Empresas Familiares Não-Listadas			Participação					
Total		109	Direta			Indireta		
Estrutura Indireta	Maior Acionista	Qde	ON	TOT	ON/TOT	ON	TOT	ON/TOT
Sim		72	89%	82%	1.08	67%	53%	1.27
$ON\_D < ON\_I$	Concentração	9 (13%)	68%	60%	1.13	87%	70%	1.24
$ON\_D = ON\_I$	Manutenção	18 (25%)	78%	69%	1.14	78%	69%	1.14
$ON\_D > ON\_I$	Diversificação	45 (63%)	97%	92%	1.05	59%	43%	1.36
Não		Mesma composição	37	84%	76%	1.11		

Os maiores acionistas das empresas familiares não-listadas exercem o controle direto com uma participação 84% do capital votante, que é superior à quantidade de capital investido na empresa (76%), sugerindo a utilização de ações sem direito a voto permitida pela lei das S.A., as chamadas ações preferenciais. Estes percentuais são maiores que os encontrados por Carvalhal-da-Silva (2002) para as empresas abertas em 2000, em que cerca de 14% das empresas apresentaram controle direto. Vale observar que a quantidade das ações de voto encontrada neste

estudo é bem superior ao mínimo exigido por lei, a qual permite que o controle seja exercido com um mínimo de 16.7%<sup>27</sup> de ações com direito a voto. Assim, pode ser que não existam grandes benefícios privados de controle para estas empresas familiares, pois segundo sugerido na teoria, fazer a separação entre o direito de fluxo de caixa e de voto pode ser uma estratégia das empresas familiares para facilitar o controle e obter tais vantagens.

Analisando as empresas que utilizam estrutura indireta de controle, dentre as 72 (66%) empresas familiares não-listadas com estrutura indireta, pôde-se observar que a utilização deste mecanismo teve um efeito maior na diversificação da participação do controle e da propriedade na maioria destas empresas. Assim, nota-se que houve um menor investimento do maior controlador no capital da empresa, possibilitando expropriação dos minoritários pelo controlador familiar, usando a separação entre direitos de controle e de fluxo de caixa. Este resultado está alinhado ao que foi observado para as empresas abertas brasileiras em 2002 por Leal e Carvalha-da-Silva (2004a), que constataram uma diluição do controle com o uso da estrutura indireta.

Também na mesma tabela, pode ser observado que houve manutenção da quantidade das ações com direito a voto e de fluxo de caixa, para 25% das empresas familiares não-listadas com estrutura indireta, enquanto que houve um aumento na quantidade de ações ordinárias e de propriedade do maior acionista para um grupo menor de empresas (13%).

Claessens *et al.* (1999), La Porta *et al.* (2002), Black *et al.* (2003) e Leal e Carvalha-da-Silva (2004a) utilizaram a razão entre a participação no direito de voto e de propriedade do maior acionista (ON/TOT) como uma aproximação do potencial de expropriação sobre os demais acionistas, com o uso da estrutura indireta. Assim os acionistas podem ter o controle das empresas com uma quantidade menor de ações com direito de voto, do que ele possui diretamente. Neste estudo, pode ser observado, ainda na tabela 6, que esta razão(ON/TOT) passou de 1.13 para 1.24 (aumento de 11 pontos) quando foi considerado o efeito de concentração e, de 1.05 para 1.36 (aumento de 31 pontos) quando o efeito foi observado o efeito de

---

<sup>27</sup> As empresas registradas antes da entrada em vigor da Lei 6.404/76, com a Lei 10.303/01 podiam exercer o controle com no mínimo  $[(1/3 \text{ de } 50\%) + 1]$  das ações ordinárias.

diversificação, advindos da estrutura indireta. Segundo Wolfenzon (1999), isto reflete um aumento potencial no poder de expropriação do maior acionista. Vale salientar que os valores encontrados estão bem acima do que foi encontrado por Claessens *et al.* (1999), para as empresas abertas nos países asiáticos.

#### 4.1.3 Práticas de Governança Corporativa

Para avaliar a qualidade das práticas de governança corporativa, foi utilizada a pontuação obtida pelo IGC-F, conforme detalhado no capítulo anterior. A tabela 8 mostra a relação das empresas abertas familiares não-listadas e a respectiva pontuação obtida do questionário para avaliar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas em 2003.

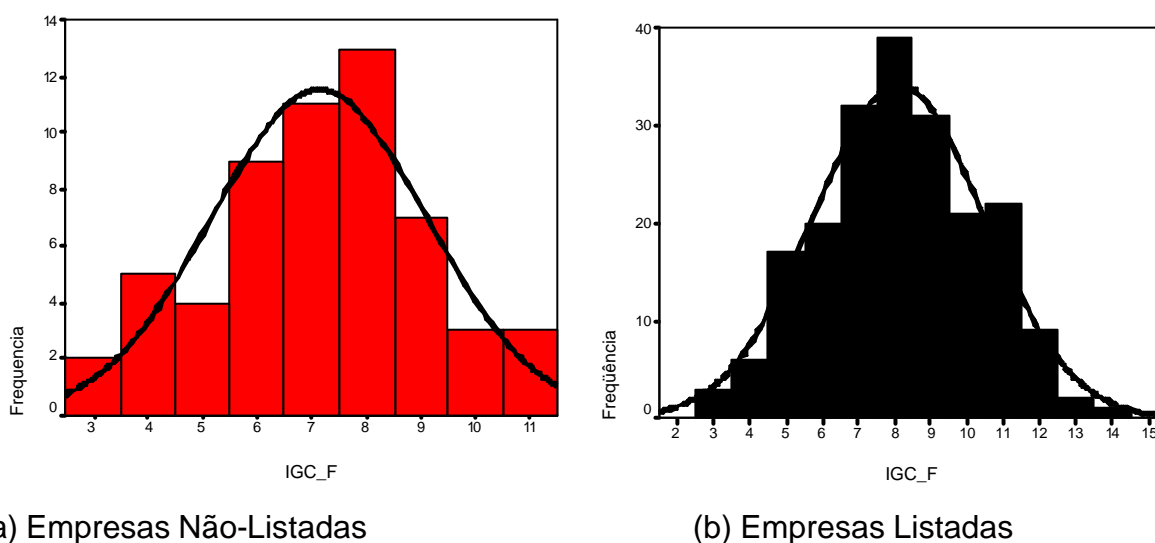
**Tabela 8: Classificação pelo Índice de Governança Corporativa das empresas familiares abertas. não-Listadas**

Relação das 57 empresas S.A. familiares não-listadas com as respectivas pontuações para o índice IGC-F, obtidos através de questionário com 16 perguntas. A cada resposta positiva relacionada a boas práticas de governança corporativa foi atribuído 1 ponto, sendo a pontuação máxima possível igual a 16 pontos. As empresas estão listadas em ordem decrescente da pontuação obtida. As respostas foram obtidas com informações do sistema DIVEX da CVM, ou site do *INFOinvest®*, e do site das referidas empresas para 2003.

<b>Empresas</b>	<b>IGC-F</b>	<b>Empresas</b>	<b>IGC-F</b>
ITAUTEC INFORMÁTICA S.A. - GRUPO ITAUTEC PHILCO	11	CONPEL CIA NORDESTINA PAPEL	7
PRIMAV ECORODOVIAS SA	11	HOTEIS E TURISMO GUANABARA SA	7
RIO BRAVO SECURITIZADORA SA	11	IGUACU CELULOSE PAPEL SA	7
BFB LEASING S.A. ARRENDAMENTO MERCANTIL	10	MACHADINHO ENERGÉTICA SA	7
CALÇADOS AZALÉIA SA	10	MELAMINA ULTRA S.A. INDÚSTRIA QUÍMICA	7
PARAMOUNT LANSUL SA	10	PREDILETO ALIMENTOS SA	7
ANCAR EMPREENDIMENTOS COMERCIAIS S/A	9	SHOPPING CENTER TACARUNA SA	7
BMG LEASING S.A. - ARREND. MERCANTIL	9	UNIBANCO LEASING S.A. - ARREND. MERCANTIL	7
IND AZULEJOS BAHIA SA	9	CIA. ITAULEASING DE ARRENDAMENTO MERCANTIL	6
METANOR SA METANOL DO NE	9	CLINICA MÉDICA VITA S.A	6
RODONORTE - CONC. ROD. INTEGRADAS S.A.	9	COMPANY SA	6
RURAL LEASING SA ARREND MERC	9	DIGITEL SA INDUSTRIA ELETROENICA	6
SANTHER FAB.DE PAPEL SANTA THEREZINHA SA	9	EDITORA ABRIL S/A	6
BANKBOSTON LEASING SA AM	8	ENCOMIND AGROINDUSTRIAL SA	6
BIC ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A	8	FAE - FERRAGENS APARELHOS ELÉTRICOS S/A	6
CBCC - CIA BRASILEIRA DE CONTACT CENTER	8	IND MAQS AGRICOLAS FUCHS SA	6
CEL PARTICIPAÇÕES S.A. - CELPAR	8	NEUMARKT TRADE AND FINANCIAL CENTER S/A	6
COPENE PARTICIPAÇÕES S/A	8	BVA EMPREENDIMENTOS SA	5
CP CIMENTO E PARTICIPAÇÕES S/A	8	CACHOEIRA VELONORTE	5
DIBENS LEASING S.A.- ARREND. MERCANTIL	8	CARBOMIL SA MINER. E INDUSTRIA	5
IPIRANGA PETROQUIMICA SA	8	GAFISA SPE-1 SA	5
MERCANTIL DO BRASIL LEASING SA	8	CENTRO HOSPITALAR ALBERT SABIN SA	4
PANAMERICANO ARRENDAMENTO MERCANTIL S/A	8	CIA TECNICA DE ENGENHARIA ELETRIC A	4
SENDAS S/A	8	LOJAS ARAPUÁ S/A	4
VOTORANTIM FINANÇAS SA	8	MINASFER S/A	4
ZOGBI LEASING S/A ARRENDAMENTO MERCANTIL	8	STEVIAFARMA INDUSTRIAL SA	4
BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZAÇÃO	7	COMERCIAL QUINTELLA COM EXP SA	3
CECRISA REVESTIMENTOS CERAMICOS SA	7	ELETROMOURA SA	3
CIA PROVINCIA DE SECURITIZAÇÃO CRED IMOB	7		



Vale relembrar que as empresas identificadas como familiar são aquelas empresas que possuem um indivíduo ou pessoas com o mesmo nome de família, ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada (Ltda.), em última instância. A pontuação máxima obtida pelas empresas que tinham todas as informações do questionário (16 perguntas) foi de 11 pontos. Ela foi obtida pelas empresas Itautec Informática S.A., Primav Ecorodovias S.A. e Rio Bravo Securitizadora S.A., enquanto que a menor pontuação, de 3 pontos, foi obtida por Comercial Quintela Com. Exp. S.A. e Eletro Moura S.A. Já para as empresas listadas, o IGC-F máximo foi de 14 pontos para a Eternit S.A. e o valor mínimo de 3 pontos para as empresas Cia Docas de Imbituba, Construtora Sultepa S.A. e Inds Arteb S.A. A figura 9 mostra a distribuição de frequência para os IGC-F das empresas familiares não-listadas e listadas e os resultados da pontuação do IGC-F para as 203 empresas listadas encontram-se no Apêndice C .



**Figura 9: Histogramas do IGC-F da Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas**

Pelo gráfico da figuras 9 pode-se ter uma melhor visualização destas informações sobre a distribuição do IGC-F. Para os dois casos há indicação de achatamento de suas curvas (curtoses negativas), afastando-se um pouco da distribuição normal.

As estatísticas descritivas do IGC-F e dos índices para cada dimensão isoladamente, estão apresentados na tabela 9 e nas figuras 10 e 11, para as empresas não-listadas e listadas em bolsa. No primeiro caso, metade das empresas tiveram pontuação entre 7 e 11 e no segundo caso, metade delas ficaram entre 8 e

14 pontos. Houve uma maior concentração de empresas com valores menores de IGC-F (assimetria negativa) para as familiares não-listadas, enquanto que, para as listadas, os valores do IGC-F estão ligeiramente concentrados à direita da média. Neste caso as pontuações das empresas familiares listadas estão mais dispersos, indicando que existem mais empresas com pontuações mais elevadas do IGC-F, o que pode ser um indicador de que algumas empresas tenham melhores práticas de governança corporativa, de acordo com os parâmetros da pesquisa.

**Tabela 9: Estatística Descritiva do IGC-F e dos Índices por Categoria das Empresas S.A. Familiares Não-Listadas e Listadas**

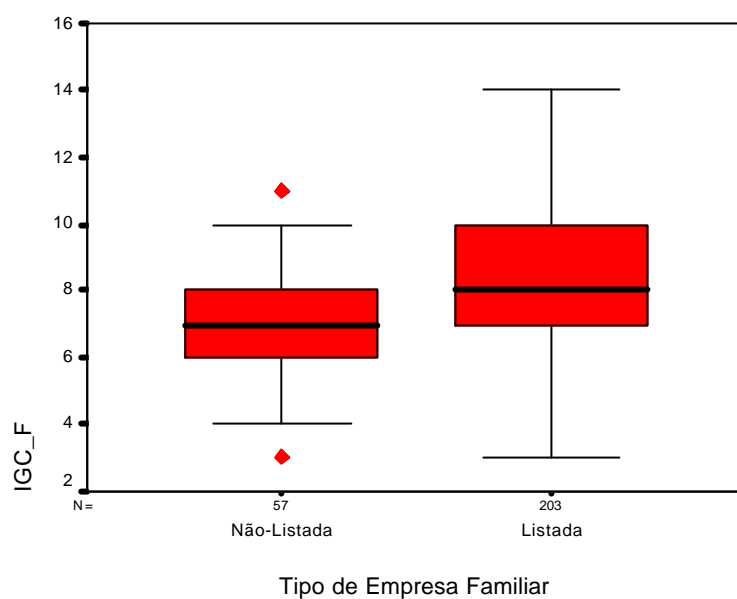
Estatísticas descritivas do IGC-F e de cada dimensão de governança corporativa: **Transparência**, Comportamento e Funcionamento do Conselho (**Conselho**) e Controle e Conduta (**Contr & Cond**), para a amostra formada pelas 57 empresas familiares não-listadas e 203 familiares listadas, para o ano de 2003.

		IGC-F	Transparência	Conselho	Contr & Cond
Não-Listadas	N	57	57	57	57
	Média	7.1	3.1	1.5	2.5
	Mediana	7	3	1	3
	Desvio Padrão	2.0	1.2	1.3	0.8
	Mínimo	3	0	0	1
	Máximo	11	6	4	4
	Assimetria	-0.1298	-0.4423	0.4193	-0.1361
	Curtose	-0.3444	0.6430	-1.0196	-0.3834
Listadas	N	203	203	203	203
	Média	8.1	3.9	1.8	2.5
	Mediana	8	4	2	2
	Desvio Padrão	2.2	1.5	1.0	0.9
	Mínimo	3	1	0	1
	Máximo	14	7	4	5
	Assimetria	0.0031	0.3119	0.1654	0.3388
	Curtose	-0.4141	-0.5816	-0.5671	-0.2146

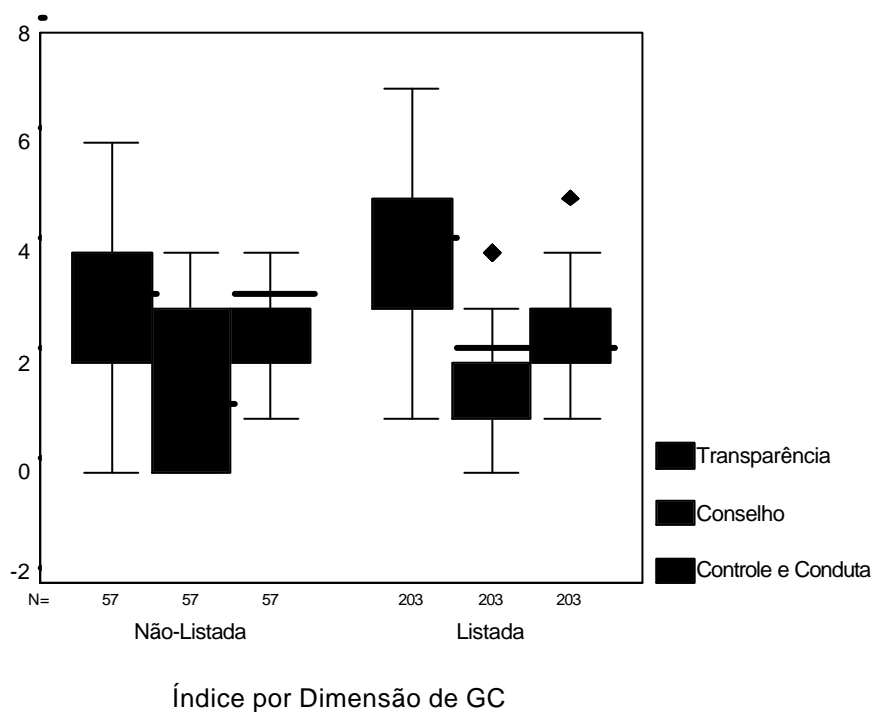
Também foram analisados os índices de cada uma das dimensões do questionário do IGC-F, para que se pudesse verificar as suas contribuições, isoladamente, em cada tipo de empresa familiar.

Os dados estatísticos da tabela 9 indicam que, com relação à transparência, as duas amostras de empresas abertas familiares têm distribuições parecidas. As familiares listadas são um pouco mais transparentes que as familiares não-listadas, que pode ser constatado na pontuação defasada em um ponto para as empresas, nesta dimensão do índice. O resultado obtido era o esperado, tendo vista que as empresas que atuam na bolsa sofrem maiores pressões do mercado para serem mais transparentes, uma vez que a democratização das informações na Internet

proporciona uma maior visão da empresa, dando mais confiança para os investidores externos à empresa.



**Figura 10: Box Plot do IGC-F das Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas**



**Figura 11: Box Plot dos Índices por Dimensão de GC das Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas**

Com relação à dimensão que trata do comportamento e funcionamento dos Conselhos, pelo menos metade das empresas não-listadas obtiveram nenhum ou apenas 1 ponto, enquanto que 75% das familiares listadas foi um pouco maior, pois tiveram até 2 pontos, quando o máximo para esta dimensão era de 4 pontos (ver figura 11). Observou-se que cerca de 26% das EFNL não pontuaram nesta dimensão, talvez porque seus Conselhos sejam formados apenas para cumprir exigência legal e não para o que orienta o manual de boas práticas de governança corporativa do IBGC. Por outro lado, havia expectativa de que as empresas familiares listadas tivessem uma pontuação mais alta, uma vez que os Conselhos têm um papel importante em dar confiabilidade às ações dos dirigentes das empresas. O papel dos conselhos é de representar os interesses de todos acionistas e assim, poderiam atenuar as possíveis tentativas de expropriações pelos acionistas controladores familiares.

As familiares não-listadas apresentaram achatamento na distribuição dos dados desta dimensão sobre os Conselhos, com assimetria à direita, indicando maior concentração de empresas com menor pontuação. Portanto, nesta dimensão, as familiares listadas apresentam um padrão melhor em termos das práticas e funcionamento de seus Conselhos.

A dimensão Conduta e Controle abordou questões que tentam retratar a possibilidade de expropriação do maior acionista mediante postura da empresa em possuir ações sem direito a voto, acordos de acionistas e ter algum conflito com acionistas sendo tratado junto à CVM, por exemplo. Pela figura 9 pode-se constatar que as familiares não-listadas têm metade de suas empresas com pontuação igual ou inferior ao valor do terceiro quartil de sua distribuição (2 pontos), enquanto as familiares listadas têm uma amplitude maior, sendo que pelo menos a metade delas possui valores acima do encontrado para as familiares não-listadas, considerando que o valor máximo a ser atingido nesta dimensão era de 5 pontos.

De forma mais detalhada, as respostas das empresas para cada pergunta do questionário completo (16 questões) estão apresentadas na tabela 10. Vale ressaltar que, ao longo da coleta de dados, foi observado que várias empresas não dispunham de sítios na *internet* que permitissem responder duas questões relativas à avaliação da transparência das empresas (questões Q5 e Q6). Assim, também

analisamos o questionário reduzido, que ficou com 14 perguntas (amostra com 109 empresas), cujos resultados serão discutidos mais adiante.

Na dimensão que trata sobre a transparência das empresas, pode ser observado que as familiares não-listadas, na sua grande maioria, apresentaram seus relatórios dentro do prazo previsto por Lei e forneceram informações sobre a remuneração dos seus dirigentes e Conselho, mesmo que de forma conjunta, sem oferecer maiores detalhes para cada uma das partes. Quanto à utilização de empresas de auditoria, 61% delas valem-se de uma das cinco maiores do mundo (Price Waterhouse Coopers, Arthur Andersen, Deloitte, KPMG e Ernest & Young), o que representa um custo adicional. Esse procedimento revela compromisso em dar credibilidade dos seus atos contábeis para seus investidores e credores, fato reforçado pelo parecer de auditoria sem ressalvas para 63% delas em 2003. A questão 2 não obteve nenhuma resposta positiva. A pergunta versava sobre a utilização de métodos internacionais de contabilidade. Este resultado pode ser interpretado, talvez, como a falta de interesse dessas empresas em negociar ações em bolsa, principalmente no mercado externo. Também demonstra que elas não estão em sintonia com as recomendações da Cartilha de Governança da CVM<sup>28</sup>. Já as questões que foram respondidas com informações coletadas nos sítios (páginas na internet) das empresas, tiveram poucas respostas positivas ou quase nenhuma, tendo sido respondidas positivamente para 21% (Q5), sobre a divulgação do relatório de 2003, e apenas uma (2%) possuía seção com informações específicas sobre as suas práticas de governança corporativa (Q6). Entretanto, existe a possibilidade de que estas questões possuam viés, por estarem buscando informações sobre práticas de governança de determinado período (2003), em um momento posterior. Alguma empresa pode ter criado seu *website* ou disponibilizado as informações em janeiro de 2005, por exemplo, após o período investigado.

Sobre as questões que tratam da Composição e Funcionamento do Conselho, o cargo da presidência do conselho não era ocupado pelo diretor executivo da

---

<sup>28</sup> "IV.6 A companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board (IASB)* ou utilizadas nos Estados Unidos da América (*United States Generally Accepted Accounting Principles-US GAAP*), atestados por auditor independente." Ver p.11 da Cartilha de Governança da CVM em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>

empresa na maioria das familiares não-listadas (60%), porém, em apenas 25% delas pôde-se dizer que os conselheiros são pessoas que não participavam na gestão da empresa.

**Tabela 10: Respostas para o Questionário Completo e Reduzido das Empresas Abertas Familiares Não-Listadas para obter o IGC-F**

As quantidades de respostas positivas com relação às práticas de governança corporativa para as empresas não-listadas, como questionário completo e reduzido, e os seus respectivos percentuais, por questão apresentada. Testes paramétrico (Teste T) e não-paramétrico (Mann-Whitney U) foram utilizados para comparar as duas amostras. Todas as questões apresentaram resultados significativos ao nível de  $\alpha = 5\%$  para os dois testes, exceto para a questão Q15. Os dados são relativos a 2003.

Qde	Não-Listadas				Testes	
	57		109		(a = 5%)	
Questões	Resp. "1"	% tot	Resp. "1"	% tot	Teste t	Mann-Whitney U
<b>Transparência</b>						
Q1	46	81%	79	72%	1.2090	2851.0
Q2	0	0%	0	0%		3106.5
Q3	35	61%	50	46%	1.9100	2624.0
Q4	46	81%	90	83%	-0.2950	3048.5
Q5	12	21%				
Q6	1	2%				
Q7	36	63%	79	72%	-1.2030	2817.0
<b>Composição e Funcionamento do Conselho</b>						
Q8	34	60%	61	56%	0.4530	2992.0
Q9	14	25%	23	21%	0.5060	2999.0
Q10	25	44%	35	32%	1.4670	2741.5
Q11	15	26%	26	24%	0.3470	3030.0
<b>Controle e Conduta</b>						
Q12	54	95%	102	94%	0.2960	3070.5
Q13	5	9%	7	6%	0.5520	3033.5
Q14	32	56%	67	61%	-0.6610	2941.0
Q15	9	16%	37	34%	<b>-2.7210</b>	<b>2542.5</b>
Q16	40	70%	84	77%	-0.2332	3056.0
	média	mediana	média	mediana	Testes (a = 5%)	
IGC-F	7.1	7.0	6.8	7.0	1.1991	2735.0

Quase metade das empresas (44%) possuem de 5 a 9 membros no seus Conselhos, entretanto, o mandato dos mesmos é superior ao período recomendado pelo Código do IBGC, ou seja 1 ano (renováveis). Durante a coleta de dados foi observado que a maioria das empresas segue, estritamente, as recomendações

legais relativas às questões abordadas sobre esta dimensão de governança corporativa.

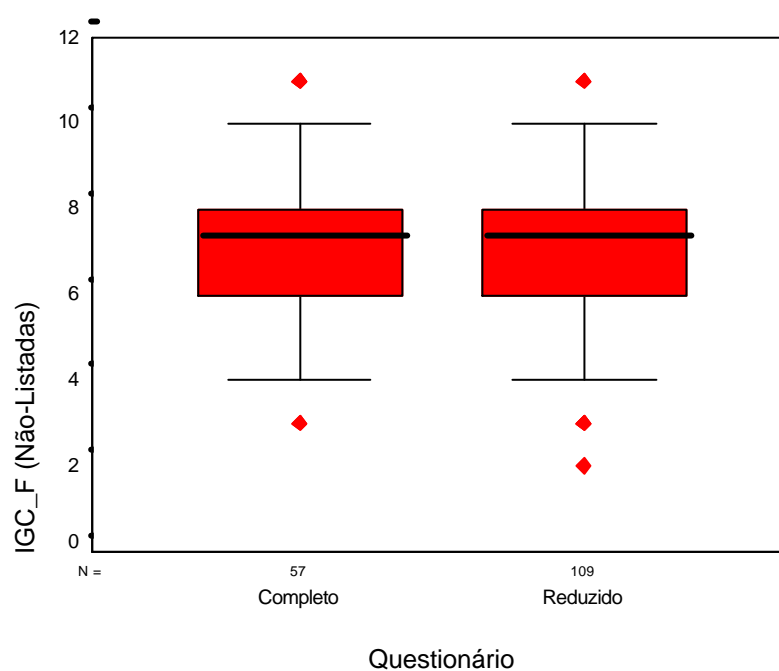
Em relação à dimensão Controle e Conduta das empresas, foi constatado que os maiores controladores exercem controle direto(Q15) em apenas 16% das empresas abertas familiares não-listadas e que 30% delas possui acordo de acionistas(Q16). Elas são muito concentradas, com o grupo controlador possuindo mais de 50% das ações com direito a voto direto para 91% delas, considerando o acordo de acionistas(Q13). Curiosamente, a porcentagem das ações sem direito a voto (preferenciais) é menor que 20% do total de capital das empresas(Q14), para a maioria delas (56%). Deve-se levar em conta que quase a totalidade das empresas são mais antigas que a alteração da lei das S.A., feita em 2001, a qual restringe a emissão das ações sem voto para 50% do capital total. Também, na sua maioria (95%), não sofreram condenações na CVM em 2003. Leal e Carvalha-da-Silva chegaram a resultados semelhantes para as empresas abertas brasileiras em 2002 e atribuíram este resultado à baixa qualidade da aplicação das leis no Brasil e não como um indicador de boas práticas de governança corporativa.

Quando foram retiradas as questões relacionadas às informações provenientes dos *websites* dessas empresas, observou-se que houve alteração no percentual de respostas positivas para poucas questões. Na dimensão sobre Transparência (Q1 a Q7), pode-se destacar que houve uma diminuição de 9 pontos percentuais na quantidade de empresas que publica seus relatórios financeiros no prazo previsto em lei(Q1). Essa diminuição também foi observada com relação à quantidade das EFNL que usam as empresas de auditoria global (Q2) que teve uma redução de 15%. Também, houve aumento de 9 pontos percentuais nas empresas que não tiveram parecer com ressalvas em 2003(Q7). Sobre o Controle e Conduta(Q8 a Q11), destaca-se, apenas, uma diminuição de 12% no percentual das empresas que possuem a quantidade de membros dos Conselhos(Q10) dentro do especificado no Código do IBGC. A maior alteração foi observada na última dimensão (Q12 a Q16), em que houve um aumento expressivo no percentual das empresas que possuem controle direto(Q15), que aumentou mais que o dobro em relação à amostra com o questionário completo (16% para 34%). Talvez seja este o motivo pelo qual as empresas não possuam *websites*, uma vez que como controladoras diretas, elas têm

acesso fácil às informações das empresas e não teriam interesse em divulgar suas informações na rede Internet.

Para verificar se havia diferenças estatísticas entre as respostas dos dois questionários (completo e reduzido) usados para calcular o IGC-F, foram realizados testes paramétricos (teste  $t$ ) e também não-paramétrico (Mann-Whitney U) com grau de confiança de 95%, também apresentados na tabela 10. Os resultados mostram que as respostas de cada pergunta dos dois questionários podem ser consideradas estatisticamente iguais, uma vez que não foi rejeitada a hipótese nula nos dois testes realizados, exceto para a questão Q15 sobre controle direto, onde houve um aumento significativo de respostas positivas para a amostra que respondeu ao questionário reduzido.

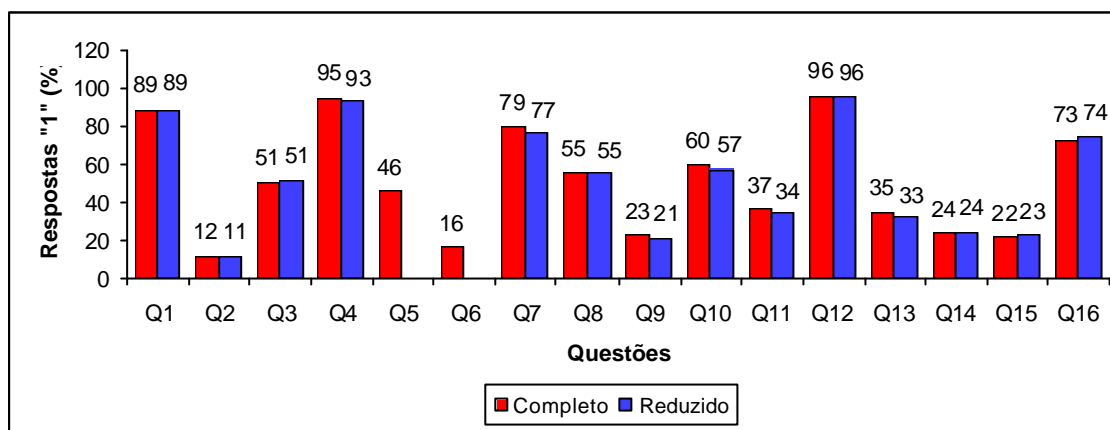
A figura 12 mostra o *box plot* dos IGC-F computados para as familiares não-listadas com o questionário completo e reduzido. Os Índices foram comparados e são estatisticamente iguais para  $\alpha = 5\%$ , conforme resultados apresentados no final da tabela 10. Assim, não haveria diferença em utilizar qualquer um dos IGC-F para comparar as práticas de governança corporativa com as empresas familiares listadas, que será realizado mais adiante.



**Figura 12: Box Plot do IGC-F com Questionário Completo e Reduzido para as Empresas Abertas Familiares Não-Listadas**



De forma semelhante, os resultados do questionário para avaliar a qualidade de governança corporativa aplicados às empresas abertas listadas em bolsa, pode ser visto na figura 13, a seguir.



**Figura 13: Respostas (%) das Empresas Abertas Listadas para o Questionário Completo e Reduzido**

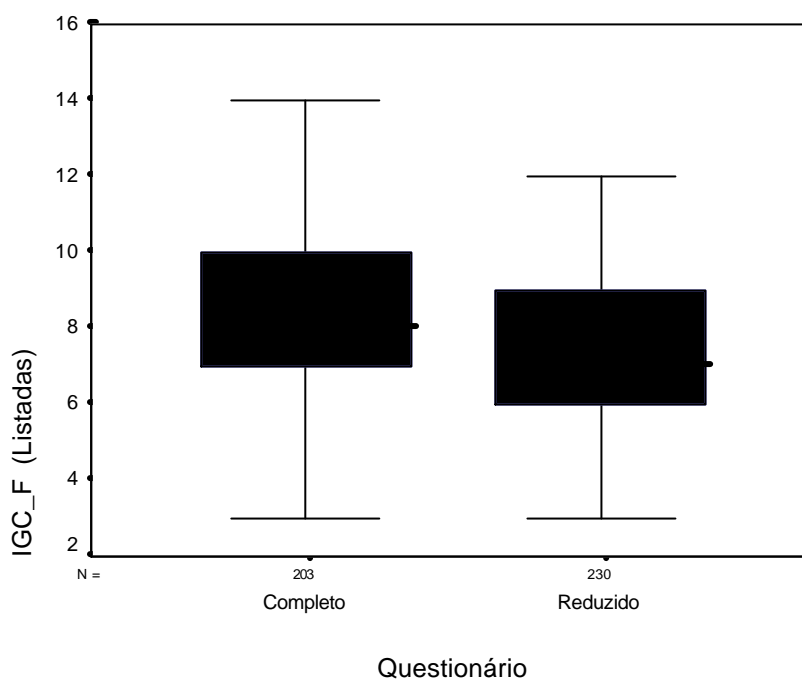
Nas respostas do questionário completo, na dimensão Transparência, foi observado que poucas questões tiveram diferenças significativas. A metade das familiares usava uma das principais empresas de auditoria internacional (51%) e cerca de 80% não tiveram ressalvas sobre seus procedimentos contábeis em 2003. Também, a grande maioria divulgava suas políticas de remuneração para seus dirigentes e conselheiros, apesar de não discriminar cada um, e publicava seus demonstrativos no prazo legal. Por outro lado, somente as empresas que têm papéis negociados fora do país utilizavam métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP) e mesmo tendo *website*. Quase a metade das familiares listadas (46%) disponibilizaram seus relatórios anuais de 2003, de forma que pudessem facilitar o acesso a estas informações pelos acionistas ou futuros investidores. Além disso, não houve preocupação em divulgar suas políticas de governança corporativa na *internet*, uma vez que apenas 16% das familiares listadas divulgaram estas informações usando seus sítios virtuais. Silveira (2004) encontrou que 22.4% das empresas listadas em 2002 faziam este tipo de divulgação nos seus *sites*. Dado que o mercado está cada vez mais exigente, era esperado que estas empresas tivessem maior pontuação nas questões relativas à transparência das empresas, uma vez que algumas pesquisas sugerem uma relação positiva deste tipo de dimensão e a avaliação da empresa pelo mercado. Vale ressaltar que Leal e Carvalha-da-Silva (2004a; 2004b) observaram um discreto crescimento na

pontuação das práticas avaliadas nesta dimensão, para as empresas brasileiras listadas entre 1998 e 2002.

Neste trabalho foi constatado que as empresas familiares são muito concentradas e, conforme destacado por Fama e Jensen (1989) e Jensen (1992) como os Conselhos são importantes para proteger os interesses de todos acionistas, seria razoável, portanto, que tivesse uma quantidade maior de empresas familiares com membros independentes nos seus Conselhos, afim de dar mais segurança aos seus acionistas não-controladores. Isso não foi confirmado aqui.

Na segunda dimensão (questões Q8 a Q11) verificou-se que cerca de 55% das empresas seguem a recomendação do código do IBGC de terem pessoas diferentes na direção da empresa e na presidência do Conselho. A maioria possui de 5 a 9 membros no Conselho(Q10), sendo o mandato dos conselheiros superior a um ano para 63% delas. Poucas empresas abertas familiares listadas (23%) apresentaram conselheiros independentes(Q9), que não tenham relação com a gestão das empresas. Estes resultados estão compatíveis com os encontrados para as empresas listadas em 2002 por Silveira (2004) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a; 2004b). As empresas abertas familiares listadas são bem concentradas, uma vez que 65% dos maiores controladores possuem mais da metade das ações com direito a voto(Q13), considerando os acordos de acionistas, o qual é exercido por cerca de 27% delas. Nestas empresas, a maior parte (78%) é controlada indiretamente(Q15) e as ações sem direito a voto representam mais que 20% do seu capital total(Q14) para 76% delas. Verificou-se também que, quase a totalidade das familiares listadas não teve algum tipo de condenação junto ao CMV(Q12).

Os resultados encontrados para o IGC-F das empresas familiares listadas tiveram uma pontuação média de 8.1 e 7.4, para o questionário completo e reduzido respectivamente. Pelos *box plots* da figura 14, pode-se verificar que eles são muito parecidos, havendo diferenças no primeiro e no quarto quartil entre as pontuações dos dois questionários.



**Figura 14 Box Plot do IGC-F com Questionário Completo e Reduzido para as Empresas Abertas Familiares Listadas**

O mesmo procedimento dos testes realizados para as empresas abertas familiares não-listadas, foram realizados para comparar os IGC-F dos dois questionários das empresas com ações em bolsa, como, também, para cada pergunta individualmente. Os resultados mostraram que as respostas de cada pergunta são estatisticamente iguais, conforme pode ser visto no Apêndice D. Entretanto, a hipótese de igualdade dos IGC-F dos questionários completo e reduzido foi rejeitada ao nível de  $\alpha = 5\%$  nos dois testes. Esta diferença entre os IGC-F possivelmente é o reflexo da retirada das duas questões da dimensão Transparência, que necessitavam que as empresas tivessem *websites* para respondê-las. Vale lembrar que os escândalos ocorridos em vários mercados, nos últimos anos, fizeram com que houvesse reação dos governos e do mercado no sentido de evitar novos fatos que pudessem colocar a credibilidade do mercado em dúvida, como as exigências da Lei *Sarbanes Oxley* nos Estados Unidos e as diversas ações da CVM e Bovespa, por exemplo, no Brasil. Estudos de Carvalho (2003), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) mostram a importância que a transparência tem na construção do valor das empresas abertas brasileiras.

#### 4.1.4 Comparação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das EFNL e EFL

Para comparar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas abertas familiares não-listadas e listadas, foram utilizados os resultados do IGC-F com o questionário completo e reduzido. No primeiro caso, foram comparados os índices obtidos com o questionário completo e, como pode ser visto na tabela 11, os resultados indicaram que existe diferença estatística, em termos da qualidade das práticas de governança corporativa, para as empresas familiares não-listadas e listadas medido pelo IGC-F. As três dimensões foram comparadas separadamente para melhor entendimento da participação de cada uma, nas empresas estudadas. Apenas a dimensão Transparência não foi considerada estatisticamente igual para os dois tipos de empresas familiares nos dois testes.

Quando foram comparados os dois tipos de empresa familiar usando o questionário reduzido, o IGC-F e os índices das três dimensões testadas foram considerados estatisticamente diferentes.

**Tabela 11: Comparação da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa entre as Empresas Abertas Familiares Listadas e não-Listadas usando o IGC-F**

Foram realizadas comparações dos dois tipos de empresa abertas familiar. Resultados dos testes não-paramétricos (Mann-Whitney U) e paramétricos (Teste t) para comparar a qualidade do governança corporativa das empresas abertas familiares não-listadas (57) e listadas (203) com questionário completo (16 questões) do IGC-F e para os índices de cada dimensão (Transparência, práticas e funcionamento do Conselho e Controle e Conduta). Também foi verificada a amostra com questionário reduzido (não-listadas (109) e listadas (230)). Os números em negrito indicam que não foi possível confirmar que as amostras são iguais ao nível de  $\alpha = 5\%$ .

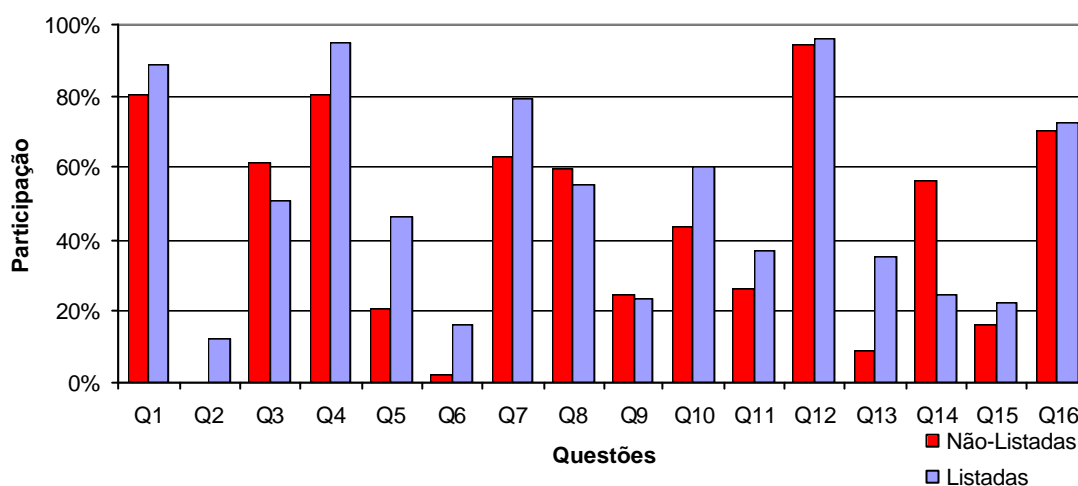
Questionário		IGC-F	Transparência	Conselho	Contr & Cond
Completo	Mann-Whitney U Asymp. Sig. (2-tailed)	4512.0 <b>0.0105</b>	4203.5 <b>0.0012</b>	5058.5 0.1331	5762.5 0.9615
	Teste t Sig. (2-tailed)	-3.1118 <b>0.0021</b>	-4.2320 <b>0.0000</b>	-1.1187 0.2668	0.0477 0.9620
Reduzido	Mann-Whitney U Asymp. Sig. (2-tailed)	10114.5 <b>0.0036</b>	9527.0 <b>0.0002</b>	10135.5 <b>0.0031</b>	10679.5 <b>0.0200</b>
	Teste t Sig. (2-tailed)	-2.8516 <b>0.0046</b>	-4.0103 <b>0.0001</b>	-2.8027 <b>0.0054</b>	2.1645 <b>0.0311</b>

Assim, mediante os resultados dos testes e as informações sobre a distribuição das empresas segundo a pontuação recebida pelo IGC-F, podemos dizer que foram confirmadas as expectativas de que a qualidade das práticas de governança

corporativa das empresas familiares listadas é superior aos das familiares não-listadas, em 2003.

A dimensão que tratou sobre a transparência das empresas listadas foi decisiva nesta diferenciação, para a amostra que respondeu ao questionário completo, como pode ser visto nos resultados apresentados também na tabela 11.

Pôde ser constatado que a difusão de informações pela Internet teve uma participação importante na diferenciação das empresas familiares, como pode ser visto nas questões Q5 e Q6 da figura 15, conforme resultados encontrados por Rocha e Mendes-da-Silva (2005).



**Figura 15: Comparação das Respostas por Questões do Questionário Completo Empresas Abertas Familiares Não-Listadas e Listadas**

Enfim, as empresas abertas familiares que não têm ações negociadas na bolsa mostraram um desempenho inferior para suas práticas de governança corporativa em relação às familiares listadas, quando foram observadas através do índice de governança corporativa para empresas familiares. Isto pode ser entendido como uma forte indicação de que os acionistas minoritários destas empresas estão mais vulneráveis à expropriação pelos maiores acionistas familiares não-listados, que os similares listados.

## **4.2 Efeitos das práticas de governança corporativa no desempenho contábil das empresas familiares não-listadas**

Nesta parte utilizamos a amostra constituída pelas empresas que responderam a todos itens do questionário que gerou o IGC-F e que tinham patrimônio líquido positivo. Adicionalmente também foram realizados testes considerando a amostra com o questionário reduzido, conforme discutido na seção 3.3.2.

### **4.2.1 Estatísticas Descritivas e Correlações entre as Variáveis**

A tabela 12 mostra as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas para verificar o efeito da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares não-listadas em 2003. Na seção 4.1.3 observou-se que metade das empresas abertas familiares não-listadas (EFNL) teve uma boa pontuação com relação à qualidade das práticas de governança (IGC-F), ficando na faixa de 8 a 11 pontos, de um total de 16 pontos. Essas empresas possuem controle muito concentrado, com média de 64% das ações de voto em posse do maior acionista real da empresa e concentração média dos direitos de fluxo de caixa (TOT\_I1) um pouco menor, em torno de 49%.

A relação entre o direito de voto e o capital total do maior acionista familiar (ON.I1/TOT.I1) possui média de 1.83, valor próximo ao que foi encontrado por Leal e Carvalhal (2004a), 1.68, para as empresas para as empresas abertas listadas em 2002. Entretanto, esta relação é mais que o dobro (0.76) do que foi encontrado por Claessens *et al.* (2002) para as empresas familiares do leste asiático. Este elevado poder de expropriação das EFNL parece que se deve, quase que totalmente, ao uso de ações sem direito a voto. No Brasil é facultada a emissão de até 50% do capital total da empresa com este tipo de ação, entretanto as empresas registradas como S.A. antes de 2001, ainda podem emitir até 2/3 do capital total da empresa como ação preferencial (sem direito a voto).

**Tabela 12 - Estatística Descritiva das Principais Variáveis**

As estatísticas descritivas para as variáveis que medem a qualidade das práticas de governança corporativa, a propriedade em última instância, o desempenho e as variáveis de controle das EFNL, para o ano de 2003. As definições de todas variáveis encontram-se na seção 3.4.

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>Qualidade das práticas de Governança Corporativa</b>					
IGC-F	7.5	8	1.9	3	11
Transparência	3.3	3	1.1	0	6
Conselho	1.7	1	1.3	0	4
Conduta & Controle	2.6	3	0.8	1	4
<b>Propriedade</b>					
ON_I1	64.1%	62.7%	26.7%	16.1%	100.0%
TOT_I1	48.8%	40.4%	32.8%	3.3%	100.0%
ON_I1/Tot I1	1.83	1.37	1.10	0.97	4.81
<b>Variáveis de Desempenho</b>					
ROA1	3.0%	2.3%	21.3%	-69.8%	111.9%
ROA2	1.7%	1.1%	20.8%	-69.8%	111.9%
ROA3	6.5%	6.0%	22.8%	-67.6%	129.2%
RSPL	-17.9%	3.4%	111.2%	-671.2%	113.4%
<b>Variáveis de Controle</b>					
ALAV	34.0%	28.0%	28.4%	0.0%	99.9%
CRESC	22.1%	13.1%	69.7%	-67.3%	386.1%
Idade (anos)	11.6	7.98	10.3	0.04	32.26
TAM	11.66	11.51	2.40	4.14	17.06
TANG	4.07	0.62	15.25	0.00	89.20
TINV	347.90	0.01	2278.88	0.00	14944.00

Com relação às variáveis de desempenho, a média dos retornos sobre os ativos das EFNL(ROA1) foi de 3%, que considera a razão entre o lucro operacional e os ativos totais. No entanto, quando foi empregado o lucro próprio (ROA3), a média do retorno mais que dobrou, passando para 6,5%. Entretanto, há uma grande variação no desempenho destas empresas. Metade das mesmas teve retorno sobre o patrimônio líquido acima de 3.4%, considerando a faixa de -671% a 113%.

Nas variáveis de controle pode ser visto que a alavancagem (ALAV) média das EFNL foi de 34% e o crescimento médio das vendas (CRESC) dos últimos três anos atingiu 22%. O índice TANG, utilizado para mensurar o nível de tangibilidade das operações das empresas, foi na ordem de 4% e a taxa de investimento em ativos imobilizados (TINV) foi cerca de 348, também, dentro de uma ampla faixa de variação.

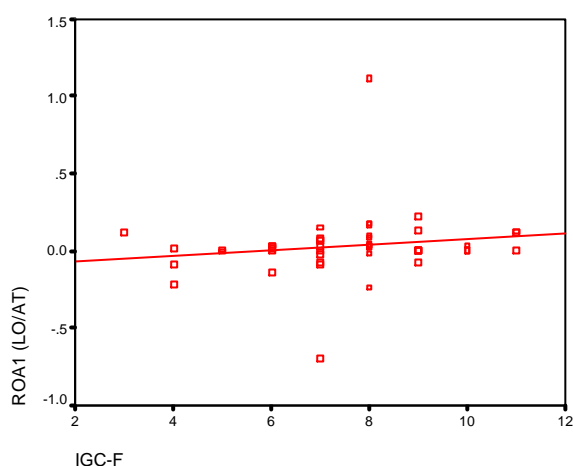
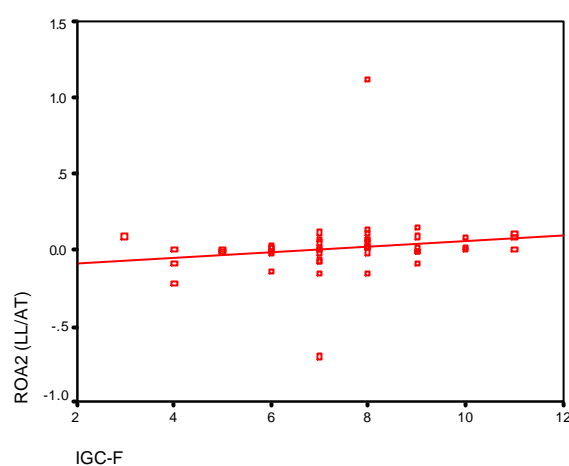
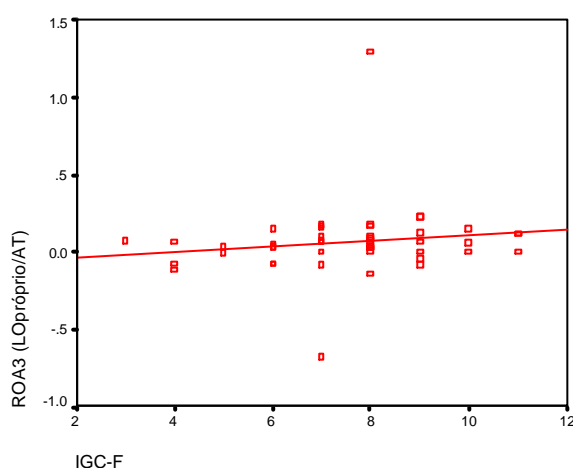
As correlações entre as principais variáveis utilizadas neste estudo estão apresentadas no Apêndice E. O objetivo das correlações é dar uma idéia preliminar das relações entre as variáveis envolvidas. Nos resultados pode-se constatar uma correlação negativa significativa ao nível de 1% , entre as melhores práticas de GC, aproximada pelo IGC-F, e as concentrações dos direitos de voto (ON\_I1) e de fluxos de caixa (TOT\_I1) do maior acionista indireto e uma correlação positiva, ao nível de 10%, com a separação entre os direitos de voto e os fluxos de caixa (ON.I1/TOT.I1). Os sinais destas correlações foram semelhantes aos apresentados por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), para as empresas abertas listadas brasileiras. O IGC-F só apresentou correlação significativa (a 10%) com o RSPL, entre as variáveis de desempenho, e mesmo assim pode ser considerada baixa (0.274). Nenhuma das variáveis de controle apresentou uma relação forte com o IGC-F ou com as variáveis de propriedade utilizadas. As variáveis CRESC, Idade e TANG mostraram relação negativa com o IGC-F, quando era esperado que fossem positivas. Tamanho (TAM) e a alavancagem (ALAV) apresentaram correlações positivas, porém, muito baixas. Dentre as variáveis de controle, as variáveis idade e TINV apresentaram correlação significativa positiva com os ROA1, ROA2 e ROA3.

## **4.2.2 Relação entre Governança e Desempenho das Empresas Familiares Não-Listadas**

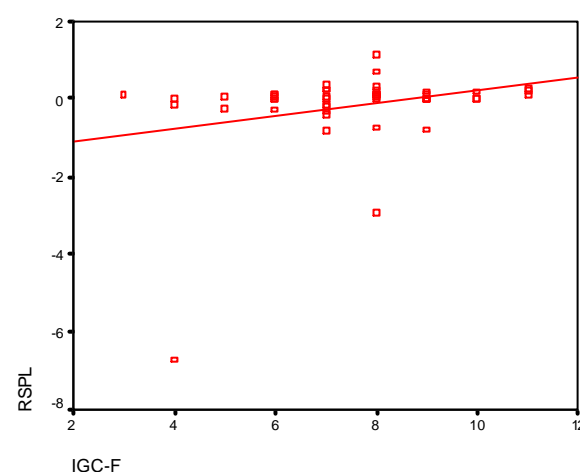
### **4.2.2.1 Gráficos de Dispersão**

Na figura 16 estão apresentados os gráficos de dispersão dos dados entre a variável utilizada como aproximação da qualidade de governança corporativa (IGC-F) e cada uma das medidas de desempenho que foram utilizadas no estudo, ou seja: ROA<sub>1</sub>, ROA<sub>2</sub>, ROA<sub>3</sub> e RSPL. Neles pode-se ter a percepção visual da existência, ou não, de uma tendência de dependência entre as variáveis.



1a) IGC-F e o ROA<sub>1</sub> (LO/AT)1b) IGC-F e o ROA<sub>2</sub> (LL/AT)

1c) IGC-F e o ROA3 (LO próprio/AT)



1d) IGC-F e o RSPL

**Figura 16 (a, b, c e d) – Gráficos de Dispersão entre o Índice de Governança Corporativa das EFNL e as Variáveis de Desempenho.**

**As retas de regressão foram estimadas com a amostra completa do estudo, sem Patrimônio Líquido negativo.**

Os gráficos mostrados nas figura 16 (a, b, c e d), sugerem que existe uma relação entre as práticas de governança corporativa o desempenho das EFNL. As retas de regressão apresentaram a mesma tendência para todas as variáveis de desempenho. Aparentemente, a relação de dependência entre as variáveis apresentadas é pequena. Para poder afirmar alguma coisa sobre essa relação, foram utilizados métodos econométricos e os resultados estão apresentados nas seções seguintes.

### 4.2.3 Análises de Regressões Lineares Simples

Os resultados das regressões obtidos pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) estão apresentados na tabela 13. . Em cada modelo foi testado o poder de explicação do indicador de governança corporativa sobre as variáveis de desempenho ROA<sub>1</sub>, ROA<sub>2</sub>, ROA<sub>3</sub> e RSPL e constatou-se uma relação positiva significativa a 10% entre o IGC-F e o RSPL para as EFNL. Para as demais variáveis de desempenho, as regressões confirmaram o sentido das relações mostrados na matriz de correlação do Apêndice E, ou seja, uma relação positiva para todas definições do indicador de desempenho contábil ROA. Assim, parece que a adoção de melhores práticas de GC pode levar as EFNL a terem melhores desempenhos contábeis, entretanto não se sabe como o mercado avaliaria estes resultados, por não terem ações negociadas na Bovespa.

**Tabela 13 - Regressões Lineares Simples entre o Índice de Governança Corporativa das EFNL e as variáveis de Desempenho**

Análise de regressão linear simples para verificar o efeito das práticas de governança corporativa das EFNL (IGC-F) no desempenho dessas empresas em 2003. A tabela apresentada quatro relações. Em todas, a variável explicativa foi o IGC-F e como variável dependente foram usados o ROA<sub>1</sub>, ROA<sub>2</sub>, ROA<sub>3</sub> e o RSPL. Todas variáveis estão definidas na seção 3.4. Estão em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

		ROA <sub>1</sub>	ROA <sub>2</sub>	ROA <sub>3</sub>	RSPL
Constante	b	-0.1060	-0.1250	-0.0680	<b>-1.4075</b>
	t	-0.8180	-0.9810	-0.4863	<b>-2.1267</b>
	sig	0.4180	0.3320	0.6291	<b>0.0390</b>
IGC-F	b	0.0182	0.0189	0.0177	<b>0.1636</b>
	t	1.0840	1.1500	0.9777	<b>1.9120</b>
	sig	0.2840	0.2560	0.3334	<b>0.0623</b>
Estatística F		1.1750	1.3230	0.9560	<b>3.6559</b>
sig		0.2840	0.2560	0.3334	<b>0.0623</b>
R <sup>2</sup>		2.54%	2.90%	2.08%	7.51%

Para uma melhor compreensão dos efeitos da qualidade das práticas de GC no desempenho das EFNL, os resultados das análises de regressão linear multivariada estão apresentados na seção seguinte, considerando a inclusão de variáveis de controle, em que se pretende verificar a consistência dos resultados encontrados.

#### 4.2.4 Análises de Regressão Linear Multivariada

Nesta seção estão apresentados os estudos destinados a verificar se as práticas de governança corporativa têm impacto no desempenho das EFNL, conforme modelo apresentado na equação 2. Foi analisado o comportamento da variável IGC-F, que representa a qualidade de GC, na presença das variáveis de controle e variáveis de propriedade. O modelo A adiciona todas as variáveis de controle (exceto a alavancagem que foi introduzida no modelo B). No modelo C foram acrescentadas variáveis de controle do tipo *dummy* ao modelo B. Elas são: Único (identifica as empresas familiares que possuem apenas um controlador majoritário e nenhum outro com mais que 5% do total das ações); Setor (indica o setor em que a empresa desenvolve suas atividades); Região (indica a região onde a empresa está estabelecida). Nos modelos D, E e F foi analisado o comportamento do índice de GC das EFNL na presença das variáveis: concentração de direito de voto (ON\_I1), concentração de fluxo de caixa (TOT\_I1) e a razão entre o direito de voto e o direito de propriedade (On.I1/TOT.I1), relativos ao maior acionista. Nos demais modelos (G, H, I e J) o IGC-F foi retirado, para testar a robustez dos resultados encontrados para a variável de governança.

##### 4.2.4.1 O IGC-F e o Retorno sobre os Ativos (ROA)

A tabela 14 mostra os resultados do estudo sobre os efeitos da qualidade das práticas de governança corporativa (IGC-F) no retorno sobre os ativos (ROA<sub>1</sub>) das EFNL. O IGC-F apresentou relação positiva e estatisticamente significativa em todos modelos. Seu poder explicativo diminuiu ligeiramente com a inclusão das variáveis de propriedade. Entretanto pode-se inferir que melhores práticas de GC levam as EFNL a obterem maiores retornos sobre os seus ativos, ou seja, um aumento de 1 ponto no IGC-F promove aumento médio de 2.3% no ROA<sub>1</sub> das empresas abertas familiares não-listadas.

Dentre as variáveis de controle, apenas a ALAV e TAM mantiveram o sinal negativo e positivo, respectivamente, da relação com o ROA<sub>1</sub> mostrado na matriz de correlações (ver Apêndice E), porém, sem serem significativos. O uso de ativos fixos (TANG) teve relação negativa significativa a 10% no modelo F, contrário ao era esperado, segundo a teoria. Assim, quanto mais ativos imobilizados as EFNL tiverem, menores serão os seus retornos. Este resultado não está alinhado com a

expectativa de que as empresas com mais tangíveis teriam mais facilidade em conseguir financiar seus projetos com custos menores, uma vez que teriam ativos para garantir os investimentos.

Já entre as variáveis de controle do tipo *dummy*, que foram introduzidas nos modelos C, E e F, apenas a variável Setor 4 apresentou relação positiva estatisticamente significativa a 10%. Esta variável representa as empresas que atuam no setor financeiro e de seguros. Neste grupo estão concentradas as instituições financeiras, as quais possuem características e controles diferenciados das demais empresas. Isso, possivelmente, influenciou os resultados encontrados. As *dummies* Único, Região 1 e Região 2 apresentaram relação negativa, não significativas, com o  $ROA_1$  em todos modelos testados.

As variáveis de propriedade não apresentaram resultados significativos quando participaram como variável de controle nos modelos D, E e F. A concentração de controle do maior acionista indireto (ON\_I1) mostrou relação positiva com o  $ROA_1$ . Já a concentração de propriedade do maior acionista indireto (TOT\_I1) e o indicador da separação entre os direitos de controle e propriedade do maior acionista indireto (On.I1/TOT.I1) apresentaram relação negativa. Entretanto, quando atuaram como variável de governança (sem o IGC-F, nos modelos G, H, I e J), o sinal da relação com o  $ROA_1$  foi invertido. Neste caso, estas variáveis de propriedade tiveram impacto inverso ao apresentado pelo IGC-F. O fato do IGC-F ter influência sobre a variável de desempenho contábil, não implica que outras variáveis de GC também o tenham. Portanto, com as variáveis de propriedade testadas, não foi possível ser conclusivo sobre o sentido de sua relação com o desempenho contábil das EFNL.

Além do  $ROA_1$ , a relação entre o desempenho contábil e a qualidade das práticas de GC foi testada com as outras duas formas de mensuração da variável de desempenho. No primeiro caso, foi utilizada a razão entre o lucro líquido e os ativos totais ( $ROA_2$ ), e no segundo, a razão entre o lucro operacional próprio e os ativos totais da empresa ( $ROA_3$ ). Eles foram testados com todos modelos e os resultados foram muito semelhantes para todos casos. Houve uma discreta melhora no poder explicativo do IGC-F, que manteve o sinal positivo e significativo, exceto no modelo F, para o  $ROA_3$ .

**Tabela 14 – Efeito do Índice de Governança Corporativa (IGC-F) aplicado às EFNL sobre o Retorno sobre os Ativos (ROA<sub>i</sub>)**

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do IGC-F sobre o desempenho das EFNL, em 2003. O ROA<sub>i</sub> é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: IGC-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com i = 1, 2, 3, 4) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 3.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis		ROA									
		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Constante	b	<b>-0.2392</b>	<b>-0.2152</b>	-0.1785	-0.1949	-0.1773	-0.1098	0.0852	0.0736	0.0575	0.0295
	t	<b>-1.9877</b>	<b>-1.7690</b>	-1.4443	-1.2271	-1.0825	-0.6829	0.7150	0.6531	0.5163	0.2657
	sig	<b>0.0560</b>	<b>0.0874</b>	0.1627	0.2340	0.2926	0.5067	0.4825	0.5202	0.6106	0.7929
IGC-F	b	<b>0.0232</b>	<b>0.0217</b>	<b>0.0209</b>	<b>0.0250</b>	<b>0.0237</b>	<b>0.0223</b>				
	t	<b>2.8430</b>	<b>2.6368</b>	<b>2.4681</b>	<b>2.3979</b>	<b>2.1891</b>	<b>2.0940</b>				
	sig	<b>0.0080</b>	<b>0.0133</b>	<b>0.0218</b>	<b>0.0264</b>	<b>0.0413</b>	<b>0.0564</b>				
ON_I1	b				0.0980	0.1171	0.0653	-0.0213	-0.0798		
	t				0.5821	0.6739	0.3132	-0.1196	-1.2668		
	sig				0.5670	0.5085	0.7591	0.9060	0.2179		
TOT_I1	b				-0.1273	-0.1222	-0.1051	-0.0758		-0.0571	
	t				-0.7536	-0.7112	-0.4842	-0.4088		-1.0703	
	sig				0.4599	0.4856	0.6363	0.6868		0.2956	
ON.I1/TOT.I1	b				-0.0306	-0.0302	-0.0254	-0.0191			0.0007
	t				-0.9761	-0.9475	-0.6398	-0.5570			0.0349
	sig				0.3407	0.3553	0.5334	0.5834			0.9724
ALAV	b		-0.0646	-0.0946	-0.0617	-0.0659	-0.0388	-0.1129	-0.1140	-0.1048	-0.1074
	t		-1.1302	-1.5675	-0.8744	-0.9149	-0.4592	-1.5168	-1.6263	-1.4837	-1.4767
	sig		0.2677	0.1313	0.3923	0.3717	0.6537	0.1442	0.1175	0.1515	0.1533
CRESC	b	0.0125	0.0119	0.0070	-0.0098	-0.0152	-0.0447	-0.0341	-0.0436	-0.0518	-0.0376
	t	0.4542	0.4335	0.2799	-0.1990	-0.2997	-0.8018	-0.6391	-0.9585	-1.0843	-0.7086
	sig	0.6530	0.6679	0.7822	0.8443	0.7677	0.4371	0.5297	0.3478	0.2895	0.4857
IDADE	b	0.0076	0.0074	-0.0101	0.0094	0.0090	-0.0054	-0.0017	-0.0037	-0.0065	-0.0040
	t	0.5310	0.5221	-0.6751	0.5530	0.5198	-0.3003	-0.0951	-0.2290	-0.3941	-0.2230
	sig	0.5993	0.6055	0.5066	0.5864	0.6092	0.7687	0.9251	0.8209	0.6971	0.8255
TANG	b	-0.0005	-0.0006	-0.0010	-0.0012	-0.0013	<b>-0.0022</b>	-0.0013	-0.0013	-0.0013	-0.0012
	t	-0.6044	-0.7033	-1.1681	-1.1203	-1.1674	<b>-1.8436</b>	-1.0519	-1.1110	-1.0959	-0.9781
	sig	0.5501	0.4875	0.2553	0.2759	0.2575	<b>0.0881</b>	0.3048	0.2781	0.2845	0.3382
TAM	b	0.0063	0.0072	0.0105	0.0084	0.0074	0.0043	0.0071	0.0058	0.0055	0.0046
	t	0.8330	0.9421	1.2665	0.9939	0.8393	0.4381	0.7589	0.6640	0.6299	0.5058
	sig	0.4114	0.3539	0.2186	0.3322	0.4118	0.6685	0.4564	0.5133	0.5350	0.6178
TINV	b	0.0086	0.0053	0.0025	0.0026	0.0018	-0.0025	0.0072	0.0076	0.0081	0.0115
	t	0.6241	0.3787	0.1657	0.1819	0.1209	-0.1338	0.4549	0.4949	0.5259	0.7422
	sig	0.5373	0.7077	0.8699	0.8575	0.9051	0.8956	0.6539	0.6253	0.6040	0.4655
ÚNICO	b			-0.0466		-0.0282	-0.0460				
	t			-1.3084		-0.6157	-0.8700				
	sig			0.2042		0.5454	0.4001				
Setor 1	b			-0.0788			0.0157				
	t			-1.3006			0.1782				
	sig			0.2069			0.8613				
Setor 2	b			0.0481			0.1014				
	t			1.0869			1.7177				
	sig			0.2889			0.1096				
Setor 3	b			0.0371			0.0925				
	t			0.6861			1.1030				
	sig			0.4998			0.2900				
Setor 4	b			<b>0.0835</b>			<b>0.1201</b>				
	t			<b>1.8081</b>			<b>2.0573</b>				
	sig			<b>0.0843</b>			<b>0.0603</b>				
Região 1	b			-0.0624			-0.0647				
	t			-1.4267			-1.1197				
	sig			0.1677			0.2831				
Região 2	b			-0.0173			-0.0603				
	t			-0.3880			-0.8092				
	sig			0.7017			0.4330				
<b>Estatística F</b>		1.8834	1.8118	<b>2.1492</b>	1.4371	1.3003	1.5133	0.7811	1.0355	0.9549	0.7539
sig		0.1165	0.1229	<b>0.0524</b>	0.2347	0.2964	0.2270	0.6358	0.4341	0.4857	0.6303
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		12.83%	13.63%	<b>30.89%</b>	12.72%	9.92%	22.53%	-7.03%	0.82%	-1.06%	-6.09%

Podemos dizer que estes resultados confirmam os já encontrados para o IGC-F com o ROA<sub>1</sub>, indicando uma influência positiva das práticas de governança corporativa sobre o desempenho contábil das mesmas. Os resultados podem ser vistos nos Apêndices F e G.

Adicionalmente foi verificado se havia alguma diferença no impacto do indicador de governança e o desempenho das EFNL que possuíam, como controlador direto, alguma empresa detentora de ações negociadas na Bovespa. Para isto uma variável *dummy* foi acrescentada ao modelo D. Os resultados dos testes não apresentaram diferenças em relação aos já. O IGC-F manteve a relação positiva significativa a 10%, para as três versões do ROA (resultado não mostrado). Vale destacar que este tipo de controlador foi observado em apenas 7 empresas familiares não-listadas.

#### **4.2.4.2 O IGC-F e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)**

Os resultados das regressões múltiplas, que podem ser vistos na tabela 15, utilizam o RSPL como variável de desempenho. Neste caso, o IGC-F apresentou uma relação positiva com o RSPL em todos modelos, porém nem sempre significativa. Isto pode ser visto como uma sinalização de que as EFNL com maiores qualidades de governança corporativa tendem a ter melhores desempenhos, em termos da utilização do capital dos seus acionistas, no sentido da obtenção de maiores retornos.

Com a introdução de variáveis *dummies* do setor de atuação (modelos C e F), o IGC-F manteve o sinal da relação com o RSPL, mas perdeu seu poder explicativo, ao tempo em que, as variáveis Setor 2 e Setor 4 mantiveram relação positiva significativa com o RSPL nos dois modelos. Possivelmente alguma característica das empresas desses setores influenciou a relação do IGC-F com o desempenho das EFNL.

As relações entre as variáveis de propriedade (ON\_I1, TOT\_I1 e ON.I1/TOT.I1) e o RSPL não foram significativas e também não mantiveram o mesmo sentido observado nos modelos em que participaram como variável de controle. Pela tabela 15 parece que elas também foram afetadas pelas *dummies* de setor, incluídas no modelo F. Além disso, quando estas variáveis foram usadas sem a presença do índice de governança (modelos G, H, I e J), apenas o ON.I1/TOT.I1 não trocou de

sinal. Assim, só foi possível constatar uma relação negativa, não significativa, entre a concentração de propriedade do maior acionista indireto (TOT\_I1) e o RSPL das EFNL. Para as outras variáveis de propriedade não é possível fazer afirmações sobre as suas relações com o RSPL.

Vale observar que, quando estas variáveis foram analisadas individualmente, o sinal da relação da concentração de propriedade (TOT\_I1) e da diferença entre a concentração de votos/propriedade (ON.I1/TOT.I1) com o RSPL (modelo I e J respectivamente) foi oposto às expectativas geradas na literatura. Segundo a mesma, uma maior concentração de propriedade do maior acionista e uma diminuição da possibilidade de expropriação, estaria associado a um melhor desempenho da empresa. No caso em estudo, levaria a um aumento nos lucros líquidos sobre o patrimônio líquido.

As variáveis de tamanho da empresa (TAM), oportunidade de crescimento (CRESC) e nível de ativos fixos (TANG), além das duas *dummies* de região, apresentaram relações positivas com o RSPL das EFNL. Já a variável *dummy* (ÚNICO) teve uma relação negativa. Entretanto, essas variáveis não apresentam resultados estatisticamente significativos em todos modelos. Adicionalmente, as variáveis de controle: idade, alavancagem e nível de investimentos, apresentaram relação ambígua com o RSPL.

Os resultados obtidos indicam que a qualidade das práticas de governança corporativa parece ter uma relação positiva com o RSPL. Entretanto, quando variáveis de propriedade foram utilizadas como variável de governança, não foram obtidos resultados consistentes para a relação com o RSPL.

Na tentativa de se verificar a relação da qualidade das práticas de governança corporativa com um possível desempenho de mercado para as EFNL, foi estabelecida uma variável denominada “valor de mercado estimado -  $Q_{estim}$ ”. Este indicador foi baseado no Q de Tobin, que é uma métrica utilizada para calcular o valor de mercado das empresas que têm ações negociadas em bolsa. O desenvolvimento e os resultados encontrados podem ser vistos nos Apêndices H e I. Os resultados não apresentaram uma relação positiva significativa entre o IGC-F e o  $Q_{estim}$  em todos modelos. Existem indicações, questionáveis, de que boas práticas de governança corporativa não promoveriam aumento no valor de mercado estimado

nas EFNL. As variáveis de propriedade ON\_I1 e TOT\_I1 apresentaram resultados significativos a 5%, apenas quando participaram como variável de controle. Porém, quando analisadas individualmente, como variável de governança, ON\_I1 e ON.I1/TOT.I1 inverteram o sentido da relação com  $Q_{estim}$ . A variável concentração de propriedade do maior acionista manteve a relação negativa, porém, não significativa.

Já a variável alavancagem apresentou uma relação positiva muito significativa (1%) em todos modelos, possivelmente por serem muito correlacionadas (0.79). Este resultado sugere que as EFNL mais alavancadas teriam maior valor de mercado estimado pelo  $Q_{estim}$ . Para verificar se a relação entre ALAV e o  $Q_{estim}$  não estaria permitindo verificar o efeito do IGC-F no modelos estudados, a alavancagem foi retirada e os resultados mostraram que praticamente não houve mudança na relação entre o IGC-F e o  $Q_{estim}$  das EFNL. A aparente discrepância entre os presentes resultados e outros resultados empíricos para empresas listadas em bolsa pode ser atribuída à própria construção da variável. No entanto, esta é uma tentativa de estabelecer uma suposta relação entre as práticas de governança e a reação do mercado para as empresas abertas não-listadas.



**Tabela 15 – Efeito do Índice de Governança Corporativa (IGC-F) aplicado às EFNL sobre o Retorno sobre os Ativos (RSPL)**

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do IGC-F sobre o desempenho das empresas familiares não-listadas, em 2003. O RSPL é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: IGC-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com i = 1, 2, 3, 4) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 3.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis		RSPL									
		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Constante	b	<b>-4.2418</b>	<b>-4.2176</b>	-3.2309	<b>-5.3054</b>	<b>-4.9547</b>	-4.0851	-1.3292	-1.4477	-1.5369	-2.0912
	t	<b>-2.5627</b>	<b>-2.4671</b>	-1.7059	<b>-2.1620</b>	<b>-1.9705</b>	-1.6651	-0.7348	<b>-0.8352</b>	<b>-0.9142</b>	<b>-1.2363</b>
	sig	<b>0.0156</b>	<b>0.0198</b>	0.1021	<b>0.0429</b>	<b>0.0635</b>	0.1198	0.4706	0.4122	0.3701	0.2288
IGC-F	b	<b>0.2702</b>	<b>0.2687</b>	0.1765	<b>0.3556</b>	<b>0.3289</b>	<b>0.2055</b>				
	t	<b>2.4080</b>	<b>2.3239</b>	1.3622	<b>2.2032</b>	<b>1.9784</b>	1.2662				
	sig	<b>0.0224</b>	<b>0.0273</b>	0.1869	<b>0.0395</b>	<b>0.0626</b>	0.2277				
ON_I1	b				2.9493	3.3318	-0.3211	1.2558	-1.0891		
	t				1.1339	1.2490	-0.1009	0.4645	-1.1244		
	sig				0.2703	0.2268	0.9212	0.6471	0.2724		
TOT_I1	b				-3.3568	-3.2546	0.3130	-2.6265		-1.0491	
	t				-1.2862	-1.2344	0.0945	-0.9326		-1.3026	
	sig				0.2131	0.2321	0.9261	0.3616		0.2056	
ON.I1/TOT.I1	b				-0.5275	-0.5192	-0.1395	-0.3646			0.1249
	t				-1.0900	-1.0630	-0.2307	-0.7006			0.4173
	sig				0.2887	0.3011	0.8212	0.4912			0.6803
ALAV	b		-0.0652	0.0211	0.4070	0.3234	-0.0081	-0.3204	-0.4980	-0.3589	-0.3631
	t		-0.0812	0.0228	0.3734	0.2927	-0.0063	-0.2836	-0.4619	-0.3365	-0.3282
	sig		0.9359	0.9820	0.7128	0.7729	0.9951	0.7795	0.6485	0.7395	0.7457
CRESC	b	0.3328	0.3322	0.2357	0.5170	0.4085	0.0827	0.1718	0.1940	0.0121	0.1284
	t	0.8800	0.8635	0.6112	0.6791	0.5237	0.0972	0.2120	0.2771	0.0167	0.1590
	sig	0.3858	0.3949	0.5473	0.5048	0.6065	0.9241	0.8342	0.7842	0.9868	0.8751
IDADE	b	0.1314	0.1312	-0.1057	0.1207	0.1124	0.0301	-0.0367	-0.0169	-0.0686	-0.0550
	t	0.6710	0.6589	-0.4623	0.4611	0.4252	0.1099	-0.1339	-0.0675	-0.2734	-0.2028
	sig	0.5074	0.5151	0.6484	0.6497	0.6754	0.9142	0.8948	0.9467	0.7870	0.8411
TANG	b	0.0024	0.0023	0.0088	0.0054	0.0038	0.0060	0.0048	0.0049	0.0044	0.0060
	t	0.1963	0.1852	0.6756	0.3228	0.2236	0.3313	0.2593	0.2753	0.2501	0.3279
	sig	0.8457	0.8544	0.5063	0.7502	0.8255	0.7457	0.7979	0.7856	0.8047	0.7460
TAM	b	0.1444	0.1453	0.0239	0.2259	0.2048	0.0102	0.2072	0.1809	0.1820	0.1584
	t	1.3794	1.3579	0.1882	1.7233	1.5183	0.0682	1.4560	1.3477	1.3687	1.1536
	sig	0.1780	0.1850	0.8524	0.1003	0.1454	0.9467	0.1602	0.1909	0.1843	0.2605
TINV	b	-0.0212	-0.0245	-0.0336	-0.0558	-0.0727	0.0330	0.0095	0.0253	0.0166	0.0713
	t	-0.1117	-0.1243	-0.1482	-0.2490	-0.3205	0.1174	0.0395	0.1078	0.0711	0.3020
	sig	0.9118	0.9019	0.8836	0.8059	0.7521	0.9083	0.9689	0.9151	0.9439	0.7653
ÚNICO	b			-0.4065		-0.5635	-0.8716				
	t			-0.7443		-0.8023	-1.0800				
	sig			0.4646		0.4323	0.2998				
Setor 1	b			1.3117			1.0303				
	t			1.4128			0.7652				
	sig			0.1717			0.4578				
Setor 2	b			<b>1.4232</b>			<b>1.7478</b>				
	t			<b>2.0991</b>			<b>1.9392</b>				
	sig			<b>0.0475</b>			<b>0.0745</b>				
Setor 3	b			<b>1.8123</b>			2.2486				
	t			<b>2.1867</b>			1.7559				
	sig			<b>0.0397</b>			0.1026				
Setor 4	b			<b>1.5566</b>			<b>1.9532</b>				
	t			<b>2.2005</b>			<b>2.1921</b>				
	sig			<b>0.0386</b>			<b>0.0472</b>				
Região 1	b			0.5146			1.1249				
	t			0.7674			1.2763				
	sig			0.4510			0.2242				
Região 2	b			0.6875			1.5870				
	t			1.0070			1.3949				
	sig			0.3249			0.1864				
Estatística F		1.2961	1.0751	1.1701	0.9407	0.8985	1.2326	0.4275	0.4466	0.5131	0.2789
	sig	0.2890	0.4040	0.3601	0.5190	0.5586	0.3560	0.9053	0.8622	0.8152	0.9558
R <sup>2</sup> Ajustado		4.70%	1.44%	6.20%	-2.02%	-3.87%	11.65%	-20.74%	-14.83%	-12.82%	-20.23%

## 4.2.5 Testes Adicionais

Nesta seção estão apresentados os resultados das regressões múltiplas das dimensões de governança corporativas, utilizadas para encontrar o índice de governança corporativa. Também, foi discutido o efeito dos *outliers* na relação entre o IGC-F e as variáveis de desempenho. Adicionalmente foram realizadas regressões múltiplas para verificar a relação entre as variáveis de controle deste estudo e o índice de governança corporativa familiar (ICG-F).

### 4.2.5.1 As Dimensões do IGC-F e o Desempenho

A tabela 16 mostra os resultados das regressões múltiplas utilizando, individualmente, as dimensões (Transparência, Conselho e Controle & Conduta) em substituição ao IGC-F no modelo completo (F), isto é, com todas variáveis de controle e *dummies*, para estudar suas relações com o desempenho (ROA<sub>1</sub> e o RSPL) das EFNL.

Nos modelos analisados quando a variável dependente foi o ROA<sub>1</sub>, apenas a dimensão Conselho apresentou relação estatisticamente significativa a 10%. O aumento de um ponto nesta dimensão promoveu um acréscimo de 3,23% no ROA. Assim, parece que as EFNL que possuem conselhos apresentando comportamento e funcionamento mais adequados aos sugeridos nas boas práticas de governança corporativa, são recompensadas com maiores retornos nos seus investimentos. Além disso, este resultado sugere que o efeito do IGC-F no ROA vem desta dimensão. Dentre as demais variáveis, TANG e as *dummies* Setor 2 e 4 apresentaram relação estatisticamente significativas no modelo L, embora o modelo, como um todo, não tenha poder explicativo para as variações que ocorreram no desempenho das EFNL.

O mesmo procedimento foi realizado para verificar a influência de cada dimensão, individualmente, sobre o RSPL. O IGC-F não tinha apresentado relação estatisticamente significativa no modelo completo (F), entretanto, as suas dimensões Transparência e Controle & Conduta, apresentaram relação positiva e negativa, respectivamente, significativas a 10%. Empresas com maior Transparência estão associadas a maiores retornos sobre o patrimônio líquido, onde o aumento de 1 ponto neste item pode resultar no aumento de 42.46% no RSPL.

**Tabela 16 – Efeito das Dimensões do Índice de Governança Corporativa Familiar sobre o Desempenho das EFNL**

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos das dimensões Transparência, Conselho, Controle e Conduta sobre o desempenho das EFNL em 2003. As variáveis dependentes são: ROA e RSPL. As variáveis independentes são: ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV e, as *dummies* do setor de atividade (Setor i, com i = 1, 2, 3, 4). As demais *dummies* foram consideradas, mas não apresentadas. Todas variáveis estão definidas na seção 3.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis		ROA			RSPL		
		K	L	M	K	L	M
Constante	b	0.0333	-0.0031	0.1934	<b>-3.2607</b>	-3.3447	0.1221
	t	0.2551	-0.0233	1.2459	<b>-1.8037</b>	-1.6983	0.0618
	sig	0.8026	0.9817	0.2348	<b>0.0945</b>	0.1132	0.9517
Transparência	b	0.0292			<b>0.4246</b>		
	t	1.7482			<b>1.8325</b>		
	sig	0.1040			<b>0.0899</b>		
Conselho	b		<b>0.0323</b>			0.3593	
	t		<b>1.9630</b>			1.4795	
	sig		<b>0.0714</b>			0.1628	
Controle & Conduta	b			-0.0195			<b>-0.5941</b>
	t			-0.7742			<b>-1.8491</b>
	sig			0.4527			<b>0.0873</b>
ON_I1	b	0.0248	0.1428	0.0120	-0.2708	0.7659	0.6133
	t	0.1159	0.6283	0.0492	-0.0915	0.2287	0.1984
	sig	0.9095	0.5407	0.9615	0.9285	0.8227	0.8458
TOT_I1	b	-0.0675	-0.2140	-0.0951	0.4145	-1.0545	-1.1586
	t	-0.3021	-0.8999	-0.3667	0.1338	-0.3009	-0.3510
	sig	0.7674	0.3845	0.7197	0.8956	0.7683	0.7312
ON.I1/TOT.I1	b	-0.0226	-0.0414	-0.0267	-0.1554	-0.3377	-0.4073
	t	-0.5486	-0.9818	-0.5683	-0.2726	-0.5435	-0.6796
	sig	0.5926	0.3441	0.5795	0.7895	0.5960	0.5087
ALAV	b	-0.0361	-0.0138	-0.0513	0.2869	0.3599	0.6383
	t	-0.4044	-0.1527	-0.4986	0.2316	0.2698	0.4874
	sig	0.6925	0.8810	0.6264	0.8204	0.7916	0.6341
CRESC	b	-0.0663	-0.0445	-0.0686	-0.1461	0.1154	-0.3063
	t	-1.1506	-0.7840	-1.0830	-0.1830	0.1380	-0.3798
	sig	0.2706	0.4471	0.2985	0.8576	0.8923	0.7102
IDADE	b	-0.0104	-0.0088	-0.0163	0.0041	0.0086	-0.1111
	t	-0.5723	-0.4934	-0.8210	0.0163	0.0326	-0.4402
	sig	0.5769	0.6300	0.4265	0.9872	0.9745	0.6670
TANG	b	-0.0020	<b>-0.0025</b>	-0.0022	0.0082	0.0027	0.0043
	t	-1.6218	<b>-2.0262</b>	-1.6274	0.4826	0.1526	0.2551
	sig	0.1288	<b>0.0638</b>	0.1276	0.6374	0.8810	0.8026
TAM	b	-0.0010	0.0070	0.0000	-0.0461	0.0479	-0.0367
	t	-0.1013	0.6790	0.0008	-0.3312	0.3143	-0.2646
	sig	0.9208	0.5091	0.9994	0.7458	0.7583	0.7955
TINV	b	-0.0005	-0.0084	0.0003	0.0167	-0.0482	-0.0595
	t	-0.0281	-0.4256	0.0145	0.0634	-0.1665	-0.2167
	sig	0.9780	0.6773	0.9887	0.9504	0.8703	0.8318
Setor 1	b	0.0456	0.0474	0.0648	1.3776	1.3511	2.1739
	t	0.4973	0.5290	0.6004	1.0833	1.0236	1.5824
	sig	0.6273	0.6057	0.5586	0.2983	0.3247	0.1376
Setor 2	b	0.1053	<b>0.1109</b>	0.1177	<b>1.7338</b>	<b>1.8283</b>	<b>1.9631</b>
	t	1.7166	<b>1.8588</b>	1.7698	<b>2.0398</b>	<b>2.0795</b>	<b>2.3186</b>
	sig	0.1098	<b>0.0858</b>	0.1002	<b>0.0622</b>	<b>0.0579</b>	<b>0.0373</b>
Setor 3	b	0.0843	0.1228	0.1085	2.1014	<b>2.5753</b>	<b>2.6230</b>
	t	0.9623	1.4261	1.1319	1.7308	<b>2.0291</b>	<b>2.1499</b>
	sig	0.3534	0.1774	0.2781	0.1071	<b>0.0634</b>	<b>0.0510</b>
Setor 4	b	<b>0.1324</b>	<b>0.1404</b>	<b>0.1565</b>	<b>1.9916</b>	<b>2.1294</b>	<b>2.5021</b>
	t	<b>2.2110</b>	<b>2.4219</b>	<b>2.3804</b>	<b>2.4005</b>	<b>2.4925</b>	<b>2.9892</b>
	sig	<b>0.0456</b>	<b>0.0308</b>	<b>0.0333</b>	<b>0.0321</b>	<b>0.0270</b>	<b>0.0105</b>
<b>Estatística F</b>		1.3392	1.4436	1.0172	1.4726	1.3127	1.4810
sig		0.3003	0.2539	0.4965	0.2423	0.3133	0.2391
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		16.12%	20.09%	0.97%	21.13%	15.05%	21.42%

A dimensão Controle & Conduta tem relação negativa significativa de  $-59.41\%$  com o RSPL. Adicionalmente, testamos o efeito destas duas dimensões no mesmo modelo. Neste caso, ambas mantiveram o sentido da relação, mas perderam seu poder explicativo. As *dummies* setor 2 e 4 mantiveram-se estatisticamente significativas nos três modelos, tal como havia se apresentado no modelo F.

Um teste adicional foi realizado, para verificar os impactos de cada uma das 16 perguntas do questionário do IGC-F, sobre as variáveis de controle ROA<sub>1</sub> (não apresentados). Foram analisadas duas situações: individualmente e acompanhadas com as demais questões. Nos dois casos as variáveis de controle foram incluídas. Quando analisadas isoladamente, apenas quatro questões foram significativas. Duas relativas a Transparência: Q1 (A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?) e Q3 (A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP?)); uma, sobre a dimensão Conselho: Q8 (O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?); e, uma da dimensão Controle & Conduta: Q13 (O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?).

Quando as questões foram analisadas em conjunto, somente a questão Q1 apresentou resultados significativos. Vale registrar que Q1 foi a única questão que apresentou relação significativa com as duas situações analisadas. Isto quer dizer que, as EFNL que fazem divulgação de informações contábeis obrigatórias com pontualidade, são empresas que têm maiores retornos. Era um resultado esperado, pois é uma das poucas formas que o investidor não-controlador das empresas não-listadas possui para acompanhar seu investimento, além do mais, é uma atividade exigida por lei. Este resultado indica que as questões do índice de governança corporativa explicam mais os retornos sobre os ativos, quando estão juntas no índice do que isoladamente.

#### **4.2.5.2 Efeito dos *Outliers***

Foram investigados os efeitos que os *outliers* poderiam ocasionar nos resultados da relação entre o IGC-F e as variáveis de desempenho. Tal como descrito em Black *et al.* (2003) e Leal e Carvalha-da-Silva (2004), os *outliers* foram

identificados a partir dos resíduos *studentizados* obtidos das regressões simples entre o IGC-F e cada uma das variáveis ROA<sub>1</sub> e RSPL. Com base nessas informações foram eliminadas as observações maiores que 1.96 ou, menores que -1.96, da distribuição. Para cada variável de desempenho, foram retirados quatro casos como *outliers*. Os resultados encontrados com o modelo completo (F) mostraram que não houve mudanças relevantes na relação do IGC-F com o ROA<sub>1</sub> e o RSPL. Portanto, não interferiram nos resultados anteriores.

#### 4.2.5.3 As Variáveis de Controle e o IGC-F

Para verificar se as variáveis de controle seriam determinantes das variáveis utilizadas para medir a qualidade do governança corporativa, foram realizadas regressões lineares múltiplas conforme os resultados da tabela 17. Existe uma relação negativa entre o IGC-F e, praticamente, todas as variáveis de controle, exceção feita à taxa de investimento em imobilizado (TINV). Esta variável apresentou relação positiva, mas não estatisticamente significativa. Apenas a variável CRESC, mensurada pela média da variação das vendas nos últimos três anos, apresentou resultado negativo, significativo a 10%, com o IGC-F. Isto sugere que o crescimento das EFNL está inversamente associado à sua qualidade de governança corporativa.

Também foram realizadas regressões com as três dimensões de governança corporativa (Transparência, Composição e Práticas do Conselho e, Controle & Conduta) substituindo o IGC-F. Os resultados foram praticamente mantidos.

Analisando as variáveis de propriedade, as variáveis CRESC e Idade mostraram relação positiva significativa com ON.I1/TOT.I1, que mede a possibilidade de expropriação dos minoritários. Assim, quanto maiores forem as oportunidades de crescimento da empresa, maiores são as possibilidades de ocorrerem conflitos de interesse entre o maior acionista controlador e os demais acionistas das EFNL. Vale ressaltar que, no Brasil, esta divergência se dá principalmente pela emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Também, com menor intensidade, estas análises podem ser aplicadas à variável idade, que reflete o tempo que a empresa é registrada como sociedade anônima.

**Tabela 17 – Efeitos das Variáveis de Controle sobre as Variáveis de Governança e Propriedade da EFNL**

Resultados das regressões utilizando as variáveis de controle (ALAV, CRESC, IDADE, TAM, TANG e TINV) como variáveis explicativas para a determinação do índice de governança corporativa (IGC-F) e das variáveis de propriedade (ON\_I1, TOT\_I1 e ON.I1/TOT.I1). As variáveis estão definidas na seção 2.4. Resultados com significância acima de 10% estão destacados em negrito. Os dados referem-se a 2003.

		<b>IGC-F</b>	<b>ON_I1</b>	<b>TOT_I1</b>	<b>ON.I1/TOT.I1</b>
<b>Constante</b>	$b_0$	<b>9.2871</b>	0.5493	0.4852	0.3625
	$t$	<b>4.4216</b>	1.5798	1.1708	0.3148
	p-valor	<b>0.0001</b>	0.1272	0.2532	0.7556
<b>ALAV</b>	$b_0$	-1.1184	-0.0798	0.0497	-0.3844
	$t$	-0.8939	-0.3522	0.1840	-0.5123
	p-valor	0.3785	0.7278	0.8555	0.6132
<b>CRESC</b>	$b_0$	<b>-1.1078</b>	-0.0865	-0.2632	<b>1.2789</b>
	$t$	<b>-1.9340</b>	-0.5902	-1.5071	<b>2.6364</b>
	p-valor	<b>0.0626</b>	0.5606	0.1448	<b>0.0145</b>
<b>IDADE</b>	$b_0$	-0.4390	0.0006	-0.0487	<b>0.3003</b>
	$t$	-1.4437	0.0105	-0.7758	<b>1.7213</b>
	p-valor	0.1592	0.9917	0.4454	<b>0.0981</b>
<b>TAM</b>	$b_0$	-0.0413	0.0150	0.0166	0.0491
	$t$	-0.2446	0.5333	0.4945	0.5277
	p-valor	0.8084	0.5987	0.6254	0.6025
<b>TANG</b>	$b_0$	-0.0031	-0.0015	-0.0020	0.0045
	$t$	-0.1593	-0.3983	-0.4501	0.3580
	p-valor	0.8745	0.6939	0.6567	0.7234
<b>TINV</b>	$b_0$	0.4116	-0.0502	-0.0604	0.0694
	$t$	1.3612	-1.0360	-1.0470	0.4329
	p-valor	0.1836	0.3105	0.3055	0.6689
<b>Estatística F</b>		1.2588	0.4013	0.8787	1.6520
	p-valor	0.3056	0.8708	0.5252	0.1764
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		4.1%	-13.6%	-2.5%	11.5%

Portanto, não é possível concluir que as variáveis de controle utilizadas neste estudo, em conjunto, sejam determinantes do IGC-F ou, também, das variáveis de propriedade, que também retratam a governança das empresas. Possivelmente, outras variáveis, não incluídas no modelo, podem ter maior influência sobre o IGC-F. Existe ainda a possibilidade de haver problemas de causalidade reversa entre as variáveis utilizadas.

#### 4.2.5.4 O IGC-F (com o questionário reduzido) e o Desempenho

Para verificar de que forma o tamanho da amostra das EFNL influenciaria os resultados observados entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho, foi utilizado o IGC-F obtido com o questionário reduzido, conforme

seção 4.1 (ver Apêndice J e L). Assim, as empresas que não possuíam *website* foram consideradas, respeitando a limitação de posse de patrimônio líquido positivo. Foram utilizados o ROA<sub>1</sub> e o ROA<sub>3</sub>. Para o primeiro caso, a relação entre as variáveis foi mantida (positiva e significativa). O fato novo foi a variável ALAV (alavancagem) que apresentou relação negativa e significativa, a 10%, em quase todos modelos. Também a variável TINV, que verifica a taxa de investimentos da empresa em imobilizados, apresentou relação positiva consistente em todos modelos, e significativa, quando as variáveis de propriedade não estavam presentes. Considerando as dimensões isoladamente, houve manutenção do sinal da relação. , Neste caso, a dimensão Transparência foi quem se apresentou significativa.

Quando o IGC-F reduzido foi analisado com o ROA<sub>3</sub>, o IGC-F apresentou resultados não consistentes e inconclusos, pois apresentou mudança de sinal na relação com a variável de desempenho, nos modelos testados. Entretanto, a dimensão Transparência repetiu os resultados apresentados para o ROA<sub>1</sub>. É um resultado compatível com o que já foi observado em outras pesquisas para empresas listadas, conforme pode ser visto em Leal e Carvalha-da-Silva (2004a). Porém, não era um resultado previsível para EFNL, que não têm a mesma cobrança do mercado que as familiares listadas.

## 5 Conclusões

A governança corporativa está associada a vários aspectos do ambiente da empresa e os seus efeitos, nem sempre conseguem ser capturados quando algum mecanismo é analisado isoladamente. Assim, diversos autores procuraram utilizar índices para captar o efeito de vários fatores de governança corporativa, simultaneamente, conforme tem sido observado em trabalhos mais recentes sobre o assunto (La Porta *et al.*, 2002; Black *et al.*, 2003; Beiner *et al.*, 2004; Leal e Carvalhada-Silva, 2004a; Silveira, 2004).

Por outro lado, uma grande parte das empresas do mundo é do tipo familiar e, em alguns casos, elas controlam mais de uma empresa, direta ou indiretamente, desempenhando um papel muito importante no desenvolvimento da economia mundial (La Porta *et al.*, 1999; Burkart *et al.*, 2003). Entretanto, a maioria dos trabalhos que trata sobre governança corporativas nas empresas familiares refere-se às empresas que têm suas ações negociadas em bolsa. Este estudo teve por objetivo explorar uma parcela das empresas de capital aberto, que têm uma grande importância no desenvolvimento da economia brasileira: as empresas familiares de capital aberto que não são listadas em bolsa. Procurou-se investigar a sua estrutura de controle e propriedade e, também, comparar as suas práticas de GC com as das empresas familiares que têm ações negociadas em bolsa. Adicionalmente, foi estudado o efeito que as práticas de governança corporativa têm sobre o desempenho contábil das empresas de capital aberto familiares não-listadas, utilizando modelos de regressões lineares simples e múltiplas.

O trabalho envolveu duas etapas. Na primeira, procurou-se conhecer melhor as empresas familiares não-listadas, contextualizando-as em relação aos demais tipos de empresa do mercado, como também identificando a sua participação no controle e no capital total das mesmas. Com as informações disponíveis nas Informações Anuais (IAN) das Demonstrações Financeiras, foi possível identificar o proprietário real da empresa, analisando a propriedade direta e indireta das empresas. Foram consideradas duas formas de concentração de propriedade: uma medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa e outra medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto da empresa. No Brasil, a lei das S.A. permite a emissão de ações com e sem direito a



voto, que pode servir de instrumento para expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores das empresas, na medida em que podem controlar a empresa com uma parcela menor de capital investido. Os acordos de acionistas também foram considerados para a composição da estrutura direta de controle. Vale salientar que se considerou empresa familiar àquelas empresas que possuem um indivíduo ou pessoas com o mesmo nome de família, ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada (Ltda. - o controle destas empresas é atribuído a um grupo familiar), que detém a maior quantidade de ações de voto em última instância. Desta forma, as empresas familiares corresponderam a 109 empresas não-listadas, e 230 empresas listadas. Vale salientar que os segundos maiores acionistas também foram identificados para as empresas familiares não-listadas. Adicionalmente foi analisado o impacto da utilização da estrutura indireta sobre a estrutura de controle e de propriedade do maior acionista.

Além disso, foi utilizado um Índice de Governança Corporativa resumido (IGC-F), baseado em trabalho de Leal e Carvalhal-da-Silva (2002a). A pontuação do índice foi obtido das respostas do questionário, aplicado às empresas abertas familiares. O questionário abordou três dimensões de GC (Transparência, Composição e Funcionamento do Conselho de Administração e Conduta e Controle das empresas). Durante a coleta de dados, foi observado que uma parte das empresas não possuía *website* e assim, um questionário completo e outro reduzido foram aplicados para obtenção dos respectivos IGC-F. Os resultados de cada questionário foram comparados, utilizando-se testes não-paramétricos e paramétricos. Adicionalmente, cada dimensão foi comparada entre os dois tipos de empresa familiar, para verificar sua contribuição no IGC-F geral.

A segunda parte teve o objetivo de verificar a relação entre práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas de capital aberto familiares não-listadas. O índice de governança corporativa (IGC-F), aplicado às empresas familiares, foi utilizado como variável independente nos modelos econométricos testados. Como medida de desempenho contábil, foram testados: o retorno sobre os ativos (ROA) e o retorno sobre o patrimônio Líquido, das EFNL. Adicionalmente, variáveis de propriedade (ON\_I1, TOT\_I1 e ON.I1/TOT.I1) foram acrescentadas aos modelos como variável de controle e também substituindo a variável de governança.

Os resultados encontrados na primeira parte confirmam a importância das empresas familiares para o mercado brasileiro em 2003. Essas empresas representaram 65% de todas empresas abertas, seguido pelas empresas estrangeiras (18%), governo (10%) e institucional (7%). A presença das empresas familiares foi bem marcante nos dois grupos estudados, representando 70% das empresas não-listadas e 62% das empresas listadas. Os resultados encontrados para as empresas familiares listadas confirmam o aumento da sua participação no mercado, conforme foi encontrado por Leal e Carvalho-da-Silva(2004a). Também, as empresas de controle familiar são mais velhas, em média, nos dois grupos estudados e há uma grande concentração de empresas familiares na região Sudeste.

Alguns mecanismos que possibilitam a expropriação dos acionistas minoritários foram analisados e os resultados mostram que as empresas não-listadas possuem menos ações preferenciais, na composição do capital total das empresas que as empresas listadas. Em especial, as familiares possuem cerca de 21% dessas ações. Isoladamente é um bom indicador de governança corporativa, pois aproximam-se mais da relação ideal de uma-ação-um-voto. Porém, esta pequena utilização de ações preferenciais pode ser devido à baixa liquidez que ações das empresas não-listadas possuem, por não serem negociadas em bolsa.

O uso de estrutura indireta pode servir para os acionistas controladores exercerem o controle com menos capital investido na empresa. Neste estudo observou-se que as empresas familiares não-listadas são menos propensas à utilização deste mecanismo de expropriação do que suas similares listadas, uma vez que tem mais empresas familiares não-listadas controlando diretamente suas empresas do que as familiares listadas.

Foi observado que os acordos de acionistas são razoavelmente utilizados, ficando na ordem 23% (em média) para as empresas familiares não-listadas. Tendo em vista que muitas empresas familiares são formadas por pessoas da mesma família (entre irmãos, casal, parentes de primeiro grau, etc.) que, via de regra, têm interesses comuns, os acordos são naturalmente estabelecidos sendo, portanto, não formais (desconsiderando-se os casos em que há conflito entre os interesses dos familiares).

Como resposta à primeira pergunta deste estudo, pode-se afirmar que as empresas abertas familiares não-listadas são bem concentradas e que, pelo menos metade dos seus maiores acionistas, exercem o controle direto com quase a totalidade do direito de voto. Resultados semelhantes também foram encontrados para os demais tipos de propriedade (governo, estrangeira e institucional). Nos demais casos, observou-se que a participação do segundo maior acionista era pequena, em média, o que já era esperado, uma vez que já havia sido constatado que as EFNL eram bastante concentradas.

Vale salientar que os maiores controladores familiares detiveram o controle da empresa, isoladamente, em 93% dos casos. E, nas situações em que dividiram o controle, tiveram como parceira outra família, com exceção de um caso, no qual foi compartilhado com uma empresa de controle institucional.

Com relação à qualidade das práticas de governança corporativa, as empresas familiares não-listadas obtiveram a pontuação entre 3 e 11 pontos e as listadas ficaram na faixa de 3 a 14 pontos para o IGC-F com o questionário completo (0 a 16 pontos). Metade das empresas não-listadas teve pontuação inferior aos das empresas abertas, havendo concentração de empresas com valores menores que 7 pontos nesse índice.

Os resultados apontaram que a qualidade das práticas de governança corporativa são diferentes para as empresas familiares com e sem ações em bolsa, quando avaliados pelo IGC-F. Entretanto, quando a comparação foi entre as dimensões, apenas a dimensão Transparência foi considerada diferente para as duas categorias de empresas familiares mensuradas pelo questionário completo. Portanto, podemos dizer que a expectativa de que a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas familiares listadas fosse superior ao das familiares não-listadas, para 2003, foi confirmada. Vale destacar que a divulgação de informações pela Internet teve um papel determinante para diferenciar as práticas das empresas listadas.

Na segunda parte, os resultados encontrados indicam que há uma relação, estatisticamente significativa, entre a qualidade das práticas de governança corporativa, mensurada pelo IGC-F, e o desempenho contábil das empresas familiares não-listadas.

Observando parcialmente os resultados, o IGC-F apresentou relação positiva e significativa com o  $ROA_1$ , medido pela razão entre o lucro operacional e o ativo total das EFNL. Para estas empresas, um aumento de 1 ponto no índice faz o retorno sobre os ativos crescer entre 2.1% e 2.5%. Estes resultados foram confirmados em todos os modelos, quando se utilizou a relação entre o lucro líquido e os ativos da empresa ( $ROA_2$ ) e, quando foi aplicado, como medida de desempenho, a razão entre o lucro operacional próprio e ativo total da empresa ( $ROA_3$ ), exceto em um modelo (F). Vale ressaltar que  $ROA_1$ ,  $ROA_2$  e  $ROA_3$  são extremamente correlacionados. Quando o RSPL foi utilizado, o IGC-F manteve o sinal da relação positiva, porém, deixou de ser estatisticamente significativo em dois modelos analisados.

Quando as dimensões Transparência, Composição e Práticas do Conselho e, Controle & Conduta foram utilizadas em substituição ao índice original (IGC-F), observou-se a manutenção no sentido da relação das mesmas, com as variáveis de desempenho analisadas, ratificando as conclusões anteriores. A dimensão Conselho apresentou uma relação positiva e significativa com o ROA, permitindo uma conclusão pontual de que as EFNL com melhores práticas na dimensão Conselho, têm maiores retornos sobre seus investimentos. Entretanto, quando testado com o RSPL, a variável Conselho perdeu a significância, mas manteve o sentido positivo da relação, obtido anteriormente. Curiosamente esta dimensão apresentou apenas uma questão com poder explicativo significativo, que investigava sobre a participação de conselheiros externos, quando foi analisado o poder explicativo de cada questão do índice. A dimensão sobre a Transparência e Controle & Conduta foi estatisticamente significativa quando esteve relacionado ao RSPL. Neste caso, a primeira mostrou uma relação positiva e a segunda dimensão, negativa.

Quando as variáveis de propriedade foram utilizadas em substituição ao IGC-F, também não se encontrou resultados significativos. As variáveis apresentaram o mesmo sinal na relação com o ROA e o RSPL. Porém, quando estas variáveis estiveram isoladas no modelo, a concentração de votos (ON\_I1) do maior acionista apresentou relação negativa com as variáveis de desempenho, embora não significativo. Assim, quanto mais concentradas se mostraram as empresas, menores foram os desempenhos das EFNL, parecendo indicar uma situação de

expropriação dos acionistas minoritários, conforme ainda a literatura. A concentração de propriedade (TOT\_I1) e a separação entre os direitos de votos e de propriedade (ON.I1/TOT.I1), apresentaram sinais opostos aos esperados segunda a literatura. Quanto mais concentrada for a propriedade, menor será o desempenho das EFNL. E, um aumento na ON.I1/TOT.I1, que é um indicador de potencial de expropriação, promoveria aumento no desempenho. Entretanto, quando estiveram juntas e/ou associadas ao IGC-F, houve troca no sinal da relação de cada variável de propriedade, não permitindo tirar conclusões sobre seus reais efeitos no desempenho das EFNL.

Dentre os resultados encontrados para as variáveis de controle, a variável tamanho da empresa foi a única que se manteve constante, nos modelos com o IGC-F e com as variáveis de desempenho testadas. A relação entre estas variáveis I apresentou sinal positivo, porém, sem ser estatisticamente significativo. O sentido da relação nos modelos com as dimensões Transparência e Controle & Conduta foi invertido. Possivelmente o tamanho das empresas influencia positivamente o desempenho das empresas familiares não-listadas.

A variável alavancagem apresentou relação negativa, não significativa com as variáveis de desempenho. A variável relativa às oportunidades de crescimento, à idade, ao nível de tangíveis utilizados na empresa e o nível de investimentos, também tiveram comportamento irregular, mudando o sinal entre modelos ou entre variáveis de desempenho. Enfim, esses resultados mostraram-se ambíguos e não permitem tirar conclusões.

Assim, pode-se concluir que, parece que existe uma relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das EFNL, pois os resultados se mantiveram quando foram submetidos aos testes com variáveis alternativas de desempenho, para verificar a robustez dos resultados.

Por fim, com esta pesquisa contribuiu-se para o conhecimento sobre as empresas não-listadas e em especial, sobre as empresas familiares as quais ainda não haviam sido identificados resultados empíricos, voltados, especificamente, para este segmento do mercado.

Existem algumas limitações que poderiam justificar as conclusões deste trabalho, ao mesmo tempo em que, poderiam servir como sugestões para outros

estudos. Uma delas seria o instrumento de coleta de dados, que foi restrito a informações públicas e pode ter deixado de considerar outros aspectos que seriam relevantes para demonstrar as suas práticas de GC.

Além disso, o instrumento utilizado para verificar a qualidade das práticas de governança corporativa pode não ter se mostrado adequado o suficiente para capturar a sua relação com o desempenho das EFNL. Assim, outras questões podem ser adicionadas para tentar suprir esta necessidade.

A qualidade dos dados contábeis das EFNL. As empresas abertas não-listadas sofrem menor pressão do mercado, uma vez que não precisam estar sujeitas a maiores exigências de informações contábeis da bolsa de valores e assim, podem considerar as informações contábeis apenas como uma obrigação fiscal a ser cumprida. Como os dados contábeis são, em tese, não muito difíceis de serem manipulados (como, por exemplo, os casos do Enron e da Parmalat), portanto mais frágeis, podem não refletir a realidade das empresas não-listadas e assim terem prejudicado os resultados dos testes econométricos.

Além disso, a escolha das variáveis de controle pode não ter sido adequada a este segmento do mercado. Possivelmente outros indicadores podem ser acrescentados ao modelo para capturar os efeitos junto ao desempenho das EFNL.

Um acompanhamento destas empresas por alguns anos possivelmente ajudaria a captar melhor a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho, além de permitir a aplicação de outros testes econométricos.

Também, seria importante que fossem realizados testes para controlar um possível problema de endogeneidade entre as variáveis estudadas. Um forma de realizar isto seria, introduzindo-se variáveis instrumentais associadas a um sistema de equações simultâneas. Neste caso, seria necessário identificar uma variável que fosse muito correlacionada com a variável IGC-F (exógena) e que, quando estivesse submetida ao mesmo modelo, só exercesse influência indiretamente sobre a variável dependente, neste caso, a variável de desempenho. Neste estudo não foi identificada uma variável dentre as utilizadas, com esta característica, porém, outros testes poderiam ser realizados para sua identificação e posterior aplicação.

## Referências Bibliográficas

ALMEIDA, F. G. de; ALMEIDA, L.C. de; NESS JR, W.L. A Governança Corporativa no Setor de Telecomunicações Brasileiro. **II Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2002, Anais ..., 2002.

ANDERSON, R.C.; MANSI, S.A.; REEB, D.M. Founding family ownership and the agency cost of debt, **Journal of Financial Economics** 68, p. 263-285, 2003.

ANDERSON, R.C.; REEB, D.M. Founding-family ownership and firm performance, **The Journal of Finance**, v. LVIII, n. 3, p. 1301- 1328, June 2003.

BAINBRIDGE, Stephen Mark. Why a Board? Group Decision making in Corporate Governance. **Vanderbilt Law Review**, Vol. 55, p. 1-55, 2002  
<http://ssrn.com/abstract=266683>

BECHT, Marco; MAYER, Colin. Corporate Governance in Europe. **The World's New financial Landscape: Challenges for Economic Policy**, Setembro 2000.  
<http://ssrn.com/abstract=343461>

BERLE, A.; MEANS, G. The Modern Corporation and Private Property. New York: **MacMillan**, 1932.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard S., "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *Business Lawyer*, Vol. 54, pp. 921-963, 1999.  
<http://ssrn.com/abstract=11417>

BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, v. 2, 2001.  
[http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=263014](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014)

BLACK, B. S., JANG, H. e KIM, W. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. KDI School of Pub Policy & Mgmt Paper No. 02-04; **Stanford Law & Econ**. Working Paper No. 237; U of Texas Law and Economics Research Paper No. 26, 2004. <http://ssrn.com/abstract=311275>.

**BRASIL**, Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001 Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.  
<http://www.cvm.gov.br> .

**BRASIL**, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. <http://www.cvm.gov.br>.

BURKART, M.; PANUNZI, F.; SHLEIFER, A. Family Firms. **The Journal of Finance**-vol.LVIII, n. 5 October, 2003.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. **Tese de Doutorado**, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2002.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.; Leal, Ricardo P. C. Corporate governance Index, Firm valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, V.3, N.1, Junho 2005.

CARVALHO, A. G. Efeitos da migração para níveis de governança da Bovespa. **Anais do 3ºSBFIN**, São Paulo, FEA/USP, julho 2003.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph Po-Hung; LANG, Larry H.P. On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. Dezembro, 1999. <http://ssrn.com/abstract=202390>

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha>. Acesso em julho/2004.

EARLE, John S.; KAZNOVSKY, Victor ; KUCSERA, Csaba ;TELEGDY, Álmos. Corporate Control in Romania. Julho 2001. Disponível em: [www.ecgi.org/research/accession/romania\\_research\\_paper.pdf](http://www.ecgi.org/research/accession/romania_research_paper.pdf)

EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Eric. Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation - Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms - **CFS Working Paper**, n. 2001/10

FACCIO, Mara; LANG, Larry H.P., The Ultimate Ownership of Western European Corporations. **Forthcoming in Journal of Financial Economics**, 2001. <http://ssrn.com/abstract=286053>

FACCIO, Maria; LANG, Larry P.H.; YOUNG, Leslie, , Dividends and expropriation, **American Economic Review** 91, 54-78, 2001.

GALLO, Miguel Angel; RIBEIRO, Vitor Sevilhano; A Gestão das Empresas Familiares; **Iberconsult**, 1996.

GOMPERS, Paul A., ISHII, Joy L. and METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices . July 2001. **NBER Working Paper** 8449 <http://ssrn.com/abstract=278920>

GORGATI, Vlamir. Os determinantes da estrutura de capital de empresas familiares brasileiras durante os processos sucessórios: contribuições da teoria da firma. **Dissertação**. São Paulo: USP/FEA - 2000.

GUTIÉRREZ, M.; TRIBÓ, J.A. Private Benefits Extraction in Closely-held corporations: The case for multiple large shareholders. **ECGI Working Series in Finance** N°53/2004.

HARIJONO, Mohammed A.; TANEWSKI, George A. The Impact of Family Control of Firms On Leverage: Australian Evidence. **EFMA 2004 Basel Meetings Paper**. Junho de 2004. Em <http://ssrn.com/abstract=487706> . Acesso em 04/10/2004

HIMMELBERG, C.; HUBBARD, R.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 353-384, 1999.



**INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.** Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em outubro/2004.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1976. <http://ssrn.com/abstract=94043>

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper** 2818, April 2002.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v.52, p. 1131-1150, 1997.

\_\_\_\_\_. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-518, 1999.

\_\_\_\_\_. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, October, 2000

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v.04, n.8, p. 209-231, Dezembro 1997b.

LETHBRIDGE, E. Tendências da Empresa Familiar no Mundo. **Revista do BNDES**, v.4, n.7, p.185-200, Junho 1997a.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 124 f. **Tese de Doutorado** (em Contabilidade e Controladoria). Curso de Pós-graduação em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MELLO, D. N. An Abridged History of Family Business in Brazil. **Instituto da Empresa Familiar**, 2000. [www.empresafamiliar.org.br/](http://www.empresafamiliar.org.br/)

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Principles of Corporate Governance**, Paris, 1999.

OKIMURA, Rodrigo T.; MICELLI, A. Di Miceli; ROCHA, Keyler C. Influência da Concentração de Propriedade e Controle no Valor das empresas no Brasil. **Anais ... 4ºSBFIN**, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, julho 2004.

PAGANO, M; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why do Companies go public? An

empirical analysis. **The Journal of Finance**, vol LIII, Nº1, p.27-64, 1998.

SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 2, June 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 9, p.123-146, Junho 1998. <http://www.bndes.gov.br/conhecimento> . Acesso em 2002.

SILVEIRA, A. Di Miceli; BARROS, Lucas A. B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de empresas**, v.43 (3), p.50-64, 2003.

SILVEIRA, A. Di Miceli. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. **Tese de Doutorado**, São Paulo, FEA/USP, 2004. Disponível em <http://www.teses.usp.br/>

SMITH, Brian F., AMOAKO-ADU, Ben. Management succession and financial performance of family controlled firms. **Journal of Corporate Finance**, n.5, p.341–368, 1999. Disponível em [www.elsevier.com/locate/econbase](http://www.elsevier.com/locate/econbase).

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **II Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2002, Anais ..., 2002.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T. European models of corporate governance. Denmark: Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 1995. **Working Paper**, 4-95.

WIWATTANAKANTANG, Y. Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. **Pacific-Basin Finance Journal**, n. 9, p. 323–362, 2001. [www.elsevier.com/locate/econbase](http://www.elsevier.com/locate/econbase).

Zanardo-dos-Santos, Giovane. Independência do Conselho de Administração e sua Relação com o Desempenho da Empresa. **Dissertação de Mestrado**, Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2002. Disponível em [http://volpi.ea.ufrgs.br/teses\\_e\\_dissertacoes/td/000738.pdf](http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/000738.pdf)

**APÊNDICE A - Relação com Todas Empresas Registradas na CVM em 2003 excluídas por não terem dados disponíveis para 2003**

N.	Empresas	N.	Empresas
1	ADESENE ADESIVOS NO NORDESTE AS	51	CANADENSE SA INDUSTRIA E PNEUS AGRICOLA
2	ADUBOS VIANNA SA INDUSTRIA E COMERCIO	52	CARFEPE SA - ADMINISTRADORA E PARTICIPADORA
3	AGRO PASTORIL CARIRI SA CARIRISA	53	CASA ANGLO BRASILEIRA S/A
4	AGRONORTE AS	54	CASA MASSON SA COM E INDUSTRIA
5	ALCALIS RIO GRANDE DO NORTE SA	55	CASAS DA BANHA COMERCIO E INDUSTRIA SA
6	AL-CAR EMPREENDE E PARTICIPAÇÕES SA	56	CBEI CIA BRASILEIRA ENGENHARIA E INDUSTRIA
7	ALFRED NORDESTE SA INDUSTRIA VESTUARIO	57	CCC CIA DE CARBONOS COLOIDAI
8	ALFRED SA COMERCIO DO VESTUARIO	58	CECASA
9	ALMEC INDUSTRIAS MECANICA SA	59	CEMAG SA
10	ALPINA BRASIL SA MAQ IMP AGRIC	60	CEVEKOL SA IND COM PROD QUIM
11	AQUATEC QUIMICA SA	61	CIA ALGIMAR INDUSTRIA QUIMICA ALGINATOS
12	ATMA SA	62	CIA AMAZONENSE SAPONIFICACAO
13	AUFERVILLE TRUST AS	63	CIA AMERICA FABRIL
14	AUTEL SA TELECOMUNICAÇÕES	64	CIA BANGU DESENVOLVIMENTO PARTICIPAÇÕES
15	AUXILIAR SA PARTICIPACOES	65	CIA BRAS ANTIBIOTICOS
16	BAMERINDUS SA PART E EMPREENDE	66	CIA BRASILEIRA DE ESTRUTURAS METALICAS
17	BANCO AGRIMISA SA	67	CIA COMERCIAL BORBA CAMPO
18	BANCO BAMERINDUS DO BRASIL SA.	68	CIA CONSTRUTORA PEDERNEIRAS
19	BANCO BANORTE SA	69	CIA DESENV AGRO PECUARIA INDUST MIN EST PA
20	BANCO COMERCIAL BANCESA S.A.	70	CIA FABRICA YOLANDA
21	BANCO CREFISUL S.A.	71	CIA FIAÇÃO TECELAGEM PARA MINAS
22	BANCO DO ESTADO DE MATO GROSSO S.A.	72	CIA GERAL DE INDUSTRIAS
23	BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S.A.	73	CIA INDUSTRIAL AGROPECUARIA CONAPE
24	BANCO DO PROGRESSO S.A.	74	CIA INDUSTRIAL BELO HORIZONTE
25	BANCO ECONOMICO SA	75	CIA INDUSTRIAL BRASILEIRA ALIMENTOS
26	BANCO NACIONAL S.A.	76	CIA INDUSTRIAL ITAUNENSE
27	BANFORT-BANCO FORTALEZA S.A.	77	CIA INDUSTRIAL PELES COUROS
28	BANKBOSTON COMPANHIA HIPOTECÁRIA	78	CIA INDUSTRIAL SANTA MATILDE
29	BANORTE LEASING ARRENDAMENTO MERCANTIL SA	79	CIA LONDRIMALHAS HERINGER INDUST E COM
30	BAPTISTA DA SILVA PARTICIPAÇÕES E PROJETOS SA	80	CIA LORENZ
31	BARBER GREENE BRASIL INDUSTRIA E COM SA	81	CIA MADEIREIRA SAO MIGUEL
32	BARRETTO ARAUJO PROD CACAU SA	82	CIA MONACO VINHEDOS IND COM IMPORT EXPORT
33	BBC ADM E PART-	83	CIA NACIONAL DE ALCALIS
34	BBC LEASING ARREND MERCANTIL	84	CIA NACIONAL ESTAMPARIA CIANE
35	BCP S/A	85	CIA PAULISTA FERTILIZANTES
36	BELPRATO SA	86	CIA PROGRESSO INDUSTRIAL BRASIL FABRICA BANGU
37	BETA SA INDUSTRIA E COMERCIO	87	CIA SIDERURGICA MOGI CRUZES
38	BETUMARCO SA ENGENHARIA INDUSTRIA COMERCIO	88	CIA WETZEL INDL
39	BOCAIUVA TEXTIL SA	89	CIA. DE CIMENTOS DO BRASIL
40	BRAFCO SA	90	CICADE CURTUME SA
41	BRASIL BELEM HOTEIS E TURISMO SA	91	CIDADELA TRUST RECEBIVEIS SA
42	BRASIL OITICICA S/A	92	CIMBA SA INDUSTRIA E COMERCIO
43	BRASIL OLEOS INDUSTRIA COMERCIO SA BRASOLEO	93	CIPLA SA
44	BRASPEROLA INDUSTRIA E COMERCIO SA	94	CNV CIA NACIONAL DO VESTUARIO
45	BRINQUEDOS MIMO SA	95	COBRASFER SA
46	BRUMADINHO SA MIN E METAIS	96	COEST CONSTRUTORA SA
47	BSE SA	97	COIRG CIA INDUSTRIAL RIOGRANDENSE NORTE
48	CAJU INDUSTRIAL SA CISA	98	COMERCIAL IMPORTADORA SA
49	CAJUNORTE DO BRASIL SA	99	COMERCIO E INDUSTRIA INDUCO SA
50	CAMPINENSE INDUSTRIAS GERAIS SA	100	COMIND PARTICIPACOES SA

**APÊNDICE A - Relação com Todas Empresas Registradas na CVM em 2003 excluídas por não terem dados disponíveis para 2003 (continuação)**

N.	Empresas	N.	Empresas
101	COMPAQ FINANCIAL SERVICES ARREND MERC SA	151	GURGEL SA PARTICIPACOES
102	CONDOMINIUM VILLAGE SA	152	GYP SUM DO NE SA IC DE GESSO
103	CONFORJA SA CONEXOES DE ACO	153	HERING SA BRINQ INST MUSICAIS
104	CONPART IND ELETRONICA S/A	154	HOSPITAL LA SANTE SA
105	CONTEX CONFECÇÕES TEXTEIS SA	155	HUSKY SA
106	COPALA INDUSTRIAS REUNIDAS SA	156	HYDE PARK SA
107	CORBETTA SA IND COM	157	IDEROL SA EQUIPS RODOVIARIOS
108	COREVA SA PRO AGRI PEC IND COM	158	IMCOSUL SA
109	COTONOFICIO JOSE RUFINO SA	159	IMPERIO LISAMAR SA IND E COM
110	CREFISUL LEASING SA ARREND MERCL	160	IMPORTADORA DE FERRAGENS SA
111	CURT SA	161	IND BAHIANA DE LAJES SA
112	CURTUMES DO NORDESTE SA	162	IND BIOL FARMACEUTICA AMAZ SA
113	CZARINA SA	163	IND CALCADOS ERNO SA
114	DOMINIUM SA	164	IND CERAMICA AMAZONIA SA INCA
115	DONA ISABEL SA	165	IND METALURGICA IGUACU SA
116	EASYPAR SA	166	IND OLEOS PACAEMBU SA
117	ECO HILLS SA	167	IND PAPEIS SANTO AMARO SA
118	ECONOMICO SA ARREND MERCANTIL	168	IND TEXTIL JARITA SA
119	ELEBRA SA ELETR BRASILEIRA	169	INDS COELHO SA
120	ELETRONET S/A	170	INDS KARINA SA
121	ELETROSILEX SA	171	INDS MADEIRIT SA
122	EMBAUBA FLORESTAL SA	172	INDS MINERVA SA
123	EMBAUBA SA DES ENERGETICO	173	INDS QUIMICAS NORTE SA
124	EMILIO ROMANI SA	174	INDS TEXTEIS BARBERO SA
125	ENCOL SA ENG COM E INDUSTRIA	175	IPLAC DO BR SA PLASTICOS INDL
126	ENGESA ENGO ESPECIALIZADOS SA	176	IRPESA SA IND METALURGICA
127	ESCRITORIO CONS ENG ECEL SA	177	J H SANTOS SA COM E INDUSTRIA
128	FAB MIN ELETROD SOLD DENVER SA	178	KALIL SEHBE SA IND VESTUARIO
129	FAROL SA IND GAUCHA FAR OLEOS	179	LANIFICIO SEHBE SA IND E EXP
130	FATOR EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SA	180	LAPSA LATICINIOS PERIZES SA
131	FATSUI BRASIL SA EMP GERAL MIN	181	LIMASA SA
132	FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO S.A.	182	LUMIERE SA
133	FERTIBASE SA	183	MADEIRA SINTETICA SA
134	FERTIPLAN SA	184	MADEPART SA ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES
135	FIACAO TECELAGEM JUTA AMAZ SA	185	MAISA PARTICIPACOES SA
136	FICHET SA	186	MANUF ART BORRACHA NOGAM SA
137	FLAMEX SA IND COM EXP IMP	187	MARCOVAN SA
138	FLEXDISC TECNOLOGIA SA	188	MARINGA PARK SA
139	FRANCISCO CASTRO CI E AGRIC SA	189	MARSIAJ OLIVEIRA SA
140	FRIGORIFICO NORTE MINAS SA	190	MASTER IND PLAST CEARENSE SA
141	FRUTOS TROPICAIS SA	191	MASTER SA TEC PLASTICOS
142	GARANÇE TEXTILE SA	192	MENEGAZ S.A. INDUSTRIA E COM.
143	GAZETA MERCANTIL SA	193	MERIDIONAL S.A.
144	GECOSA I INT GERVASIO COSTA SA	194	MESBLA SA
145	GELAR SA INDS ALIMENTICIAS	195	MESBLA TRUST REC CARTAO CRD SA
146	GEOTECNICA SA	196	METALON INDUSTRIAS REUNIDAS SA
147	GLOBAL BRASIL SA	197	METALURGICA MATARAZZO SA
148	GOYANA SA I BRAS MATS PLASTS	198	MICROLAB SA
149	GRAVATAI SUL SA	199	MINERAÇÃO E CIMENTO VALE ITAJAI SA
150	GURGEL MOTORES SA	200	MODDATA SA ENG. DE TEL. E INF.

**APÊNDICE A - Relação com Todas Empresas Registradas na CVM em 2003 excluídas por não terem dados disponíveis para 2003 (continuação)**

N.	Empresas	N.	Empresas
201	MONTREAL EMPR COM E IND SA	231	SA ENGEFUSA
202	MOTORADIO SA COML E INDUSTRIAL	232	SANO SA INDUSTRIA E COMERCIO
203	MOTORES BUFALO SA	233	SÃO PAULO WELLNESS S/A
204	MOTORTEC IND AERONAUTICA SA	234	SARABOR SA REGENS ARTEFS BORR
205	MOVEIS DE ACO ANGELO FG SA	235	SEHBE CIA DE PARTICIPACOES
206	MULLER SA IND E COMERCIO	236	SEHBE SA HOTEIS E TURISMO
207	MULTI-CAR RIO TERMINAL DE VEÍCULOS S/A	237	SHARP SA EQUIPS ELETRONICOS
208	MUNDIAL ARTEFATOS DE COURO SA	238	SIBISA TRADING SA
209	NYLONSUL TEXTIL A M SCHMALZ SA	239	SIDERURGICA COFERRAZ SA
210	OLICAL INDUSTRIAL SA	240	SIOM SA I INSTRS DE OTICA MEC
211	OLMA SA OLEOS VEGETAIS	241	SISAL BAHIA HOTEIS TURISMO SA
212	OLVEBRA SA	242	SISAL IMOB SANTO AFONSO SA
213	PANTANAL PLAZA SHOPPING SA	243	SPERB DO NE SA IND TEXTIL
214	PARTICIPAÇÕES ABC SA	244	SPSCS INDUSTRIAL SA
215	PERSICO PIZZAMIGLIO SA	245	SUDESTE SA IND E COMERCIO
216	PINA INTERC COML INDL PESCA SA	246	SUPERAGRO SA FERT INSETICIDAS
217	PIRAMIDES BRASILIA SA IC	247	T BARRETO IND COM SA
218	POLYMAX INFORMATICA SA	248	TELETRUST DE RECEBIVEIS SA
219	POLYNOR SA IC FIBS SINTS DA PB	249	TEXA MARANHENSE SA
220	PONTUAL LEASING SA ARREND MERC	250	TRAIANUS SA
221	PROMETAL PRODS METALURGICOS SA	251	TROL SA INDUSTRIA E COMERCIO
222	PROPASA PRODS DE PAPEL SA	252	TRUFANA TEXTIL SA
223	QUIMISINOS SA	253	USINA S BARBARA SA
224	RACHID ABDALLA SA IND E COM	254	USINA S OLIMPIA IND FER ACO SA
225	RAN REF ACUCAR NORTE SA	255	VEPLAN SA
226	RICASA ROLANDIA IC E AGRI SA	256	VIGORELLI DO BRASIL SA IC
227	RIMA IMPRESSORA SA	257	VILEJACK INDUSTRIAL S.A.
228	RUBERTEX COM E INDUSTRIA SA	258	VILLAGE COUNTRY SA
229	SA BRASILEIRA IND OTICA SABIO	259	VOLNOR INDUSTRIA E COMERCIO SA
230	SA CONFECÇÕES BRAS SABRA	260	VOTEC TAXI AEREO SA

## APÊNDICE B - Relação das Empresas Familiares Excluídas por não terem *Websites*

### a. Empresas Familiares Não-Listadas sem *Websites*

N.	Empresa	N.	Empresas
1	ACOPALMA CIA INDL ACOS V PALMA	27	PÁTRIA COMPANHIA SECURITIZADORA DE C IMO
2	CIA FABRIL MASCARENHAS	28	PETROLEO LUB DO NORDESTE SA
3	CIA MARANHENSE REFRIGERANTES	29	POLIFLEX DA BAHIA SA
4	CIA THERMAS RIO QUENTE	30	PORTUENSE FERRAGENS S/A
5	CIA. TÊXTIL DO NORDESTE - CTN	31	PROCID PARTICIPAÇÕES E NEGÓCIOS SA
6	CICANORTE IND DE CONS ALIM SA	32	PRODUTORES ENERGETICOS DE MANSO SA
7	CODUNAS SA	33	RRSPE EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S/A
8	COMPANHIA NOVA SUL AMERICA	34	SDV ADM-DE SHOPPING CENTERS SA
9	CSA-COMPANHIA SECURITIZADORA DE ATIVOS	35	SEIVA S.A. - FLORESTAS E INDÚSTRIAS
10	EMBRAH TRUST SA	36	SERNAMBETIBA TRUST SPE SA
11	ENERGIPAR CAPTAÇÃO SA	37	SERRA AZUL WATER PARK SA
12	EUROLEASE SA ARREND MERCANTIL	38	SMA EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.
13	FENICIAPAR S/A	39	SNB PARTICIPACOES SA
14	FG TRUST SA	40	SOLA SA INDS ALIMENTICIAS
15	HAUSCENTER SA	41	ST MICHEL SA
16	HSBX BAURU EMPREENDIMENTOS SA	42	SUBESTAÇÃO ELETROMETRÔ S/A
17	INDAC - INDÚSTRIA, ADM. E COMÉRCIO S.A.	43	TEXTILIA SA
18	INDÚSTRIAS VEROLME-ISHIBRAS S.A. - IVI	44	TRANSPARANA SA
19	INVESTCO S/A	45	UHESC S/A
20	MARINA DE IRACEMA PARK SA	46	UNITEXTIL - UNIAO INDUSTRIAL TEXTIL S/A
21	MC TRUST SA	47	VERPAR CENTROS COMERCIAIS SA
22	METALTRUST S/A (5212 PARTICIPAÇÕES S/A)	48	WT PIC CIA SEC DE CRÉDITOS IMOBILIARIOS
23	NOVA ALIANCA SA	49	WT TC SEC DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS. S.A.
24	ORBIS TRUST SECURITIZADORA DE CREDITOS S/A	50	WTC AMAZONAS SUITE HOTEL S.A.
25	PARTICIP. E EMPREEND. REPUBLICA SA	51	WTC RIO EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.
26	PARTICIPAÇÕES INDUST. DO NORDESTE S.A		

### b. Empresas Familiares Listadas sem *Websites*

N.	Empresas	N.	Empresas
1	CMA PARTICIPAÇÕES SA	15	PRONOR PETROQUIMICA SA
2	COBRASMA SA	16	RIMET EMPREEND. INDS. E COMERCIAIS S/A
3	COMPANHIA ELDORADO DE HOTEIS	17	SAM INDUSTRIAS SA
4	CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRAÇÃO SA	18	SÃO CARLOS EMPREENDS E PARTICIPAÇÕES S.A
5	CORREA RIBEIRO SA COM IND	19	SAQUAREMA PARTICIPACOES SA (Itaitinga)
6	DE MAIO GALLO S.A IND. COM. PÇS P/ AUTOM	20	SOLE DO BRASIL S.A. TEL E COM EXTERIOR (GFTT)
7	EMP.NAC.C., RÉDITO E PART. S.A. ENCORPAR	21	TECBLU - TECELAGEM BLUMENAU S/A.
8	INDS J B DUARTE SA	22	TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS SA
9	KUALA SA	23	USINA COSTA PINTO SA ACUC ALC
10	MEHIR HOLDINGS SA	24	VBC ENERGIA SA
11	NORDON INDS METALURGICAS SA	25	VIACAO AEREA S PAULO SA VASP
12	POLIPROPILENO PARTICIPACOES S.A.	26	VICUNHA SIDERURGIA SA
13	POLIPROPILENO SA	27	WT SECURITIZADORA DE CRED. IMOB. SA
14	POLPAR S.A.		

### APÊNDICE C: Relação da Empresas Abertas Familiares Listadas e sua Pontuação do IGC-F

<b>Empresas</b>	<b>IGC-F</b>	<b>Empresas</b>	<b>IGC-F</b>
ETERNIT SA	14	SEMP TOSHIBA SA	10
COMPANHIA DE CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	13	SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE SA	10
ITAUTEC PHILCO S.A. - GRUPO ITAUTEC PHILCO	13	TRAFÓ EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.	10
CIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ	12	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL SA	10
COMPANHIA PAULISTA DE FORÇA LUZ - CPFL	12	AVIPAL SA AVIC E AGROP	9
CPFL GERAÇÃO DE ENERGIA S/A	12	BARDELLA SA INDS MECANICAS	9
DURATEX SA	12	BCO MERCANTIL INVS SA	9
EMPR. CONCESS. DE RODOVIAS DO NORTE S.A.	12	CIA HERING	9
FINANSINOS S/A-CRÉDITO, FINAN. E INVEST.	12	COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	9
NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S.A.	12	CONCES DA ROD OSÓRIO-POA S/A - CONCEPA	9
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	12	DIMED SA DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	9
UNIBANCO UNIAO BANCOS BRAS SA	12	DISTRIB PRODUTOS PETROLEO IPIRANGA S.A.	9
ARACRUZ CELULOSE S/A	11	EMPRESA CONC.DE RODOV.DO SUL S/A ECOSUL	9
BANCO ITAÚHOLDING FINANCEIRA S.A.	11	EXCELSIOR ALIMENTOS SA.	9
BRASKEM S.A.	11	GAZOLA SA INDÚSTRIA METALURGICA	9
BRAZIL REALTY SA EMPRS E PARTS	11	GPC PARTICIPACOES SA	9
CPFL ENERGIA SA	11	GUARARAPES CONFECÇÕES SA	9
GERDAU SA	11	KARSTEN SA	9
INVESTIMENTOS BEMGE S.A.	11	MARCOPOLO SA	9
IOCHPE-MAXION SA	11	METISA METALÚRGICA TIMBOENSE SA	9
KLABIN S.A.	11	MONTEIRO ARANHA SA	9
LOJAS AMERICANAS SA	11	PANATLANTICA SA	9
MERCANTIL DO BR FINC SA CFI	11	PORTO SEGURO SA	9
MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS DO BRASIL	11	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	9
PETROFLEX INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	11	RENNER PARTICIPAÇÕES SA	9
POLIALDEN PETROQUIMICA SA	11	RIO GRANDE ENERGIA SA	9
REFINARIA PET MANGUINHOS SA	11	SA FABRICA PRODS ALIMCS VIGOR	9
ROSSI RESIDENCIAL SA	11	SADIA SA	9
SAO PAULO ALPARGATAS SA	11	SUL AMERICA CAPITALIZACAO S.A.	9
SUZANO HOLDING S.A. (EX-NEMOFFEFFER S.A.)	11	SUPERGASBRAS INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	9
TAM S.A.	11	TECNO SOLO S/A	9
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	11	TEKNO S.A. CONSTR.INDUSTRIA E COMÉRCIO	9
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	11	TREVISIA INVESTIMENTOS SA	9
WEG SA	11	UNIPAR - UNIAO DE INDUSTRIAS PETROQUÍMICA	9
AETATIS SECURITIZADORA S.A.	10	VICUNHA TEXTIL SA	9
ALTERE SECURITIZADORA S.A.	10	BANCO ALFA DE INVESTIMENTO SA	8
CIA FORÇA E LUZ CATAGUazes-LEOPOLDINA	10	BANCO MERCANTIL BRASIL SA	8
COMPANHIA MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO	10	BATTISTELLA ADM E PARTIC S.A - APABA	8
COPEL - COMPANHIA PETROQUÍMICA DO SUL	10	BRAUSTAM HOTEIS REIT SA	8
DOCAS INVESTIMENTOS SA	10	CERAMICA CHIARELLI SA	8
ELEKEIROZ S/A	10	CIA BANDEIRANTES ARMS GERAIS	8
GLOBEX UTILIDADES SA	10	CIA DE PARTICIPAÇÕES ALIANÇA DA BAHIA	8
INEPAR EQUIPAMENTOS E MONTAGENS S/A	10	CIA INDL CATAGUASES	8
ITAÚSA - INVESTIMENTOS ITAÚS.A.	10	CIA SEGUROS ALIANCA BAHIA	8
JOSAPAR- JOAQUIM OLIVEIRA S/A PARTICIP	10	CIA SEGUROS MINAS BRASIL	8
LOJAS HERING SA	10	CIA TECIDOS SANTANENSE	8
MELPAPER SA	10	CIA TEXTIL FERREIRA GUIMARAES	8
METALURGICA GERDAU SA	10	CIA. BRAS PETRÓLEO IPIRANGA	8
PETROQUIMICA UNIAO SA	10	COMPANHIA DE FIAÇAO E TECIDOS CEDRO E CA	8
POLITENO IND E COMERCIO SA	10	COMPANHIA SUZANO DE PAPEL E CELULOSE	8
SARAIVA SA LIVREIROS EDITORES	10	DHB IND E COMERCIO SA	8

### APÊNDICE C: Relação da Empresas Abertas Familiares Listadas e sua Pontuação do IGC-F (continuação)

Empresas	IGC-F	Empresas	IGC-F
DOHLER S.A.	8	SIDERURGICA J L ALIPERTI SA	7
ECISA ENG COM E INDUSTRIA SA	8	SONDOTECNICA ENGENHARIA DE SOLOS S/A.	7
ELECTRO AÇO ALTONA S/A	8	TECHNOS RELOGIOS SA	7
FAB TECIDOS CARLOS RENAUX SA	8	TRORION SA	7
FINANCEIRA ALFA S.A.- C.F.I	8	BAUMER SA	6
FORJAS TAURUS SA	8	BICICLETAS CALOI SA	6
FRAS-LE SA	8	CELM CIA EQUIP LABS MODERNOS	6
GRADIENTE ELETRONICA S A	8	CELULOSE IRANI SA	6
HOTEIS OTHON SA	8	COMPANHIA CIMENTO PORTLAND ITAU	6
INEPAR TELECOMUNICAÇÕES SA	8	DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	6
JOAO FORTES ENGENHARIA SA	8	EUCATEX SA IND E COMERCIO	6
MANASA MADEIREIRA NACIONAL SA	8	GRANOLEO SA CI SEMS OLEAGS DER	6
MARISOL SA	8	GRAZZIOTIN SA	6
PORTOBELLO S/A	8	INEPAR SA IND E CONSTRUcoes	6
REFINARIA PET IPIRANGA SA	8	MANGELS INDUSTRIAL SA	6
RIPASA SA CELULOSE E PAPEL	8	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA SA	6
SANSUY SA INDUSTRIA DE PLASTICOS	8	METALURGICA RIOSULENSE SA	6
SCHULZ SA	8	MINASMAQUINAS SA	6
SERGEN SERVS GERAIS DE ENG SA	8	PETTENATI SA IND TEXTIL	6
SUL AMERICA CIA NAEL SEGUROS	8	RASIP AGRO PASTORIL SA	6
TEKA TECELAGEM KUEHNRIK SA	8	SPRINGER SA	6
WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA	8	TÊXTIL RENAUX S/A	6
WT NSBC SEC DE CRED IMOBILIARIOS SA	8	VULCABRAS SA	6
AZEVEDO & TRAVASSOS SA	7	WETZEL S.A.	6
BAHEMA SA	7	ALFA HOLDINGS SA	5
BICICLETAS MONARK SA	7	ARTHUR LANGE SA IND E COM	5
BIOMM SA	7	BUETTNER SA IND E COMERCIO	5
CAMBUCI SA	7	CIMOB PARTICIPAÇÕES SA	5
CENTRAIS ELÉTRICAS DO PARÁ S.A - CELPA	7	COMPANHIA HABITASUL DE PARTICIPAÇÕES	5
CENTRAIS ELÉTRICAS MATOGROSSENSES SA	7	CONST LIX DA CUNHA SA	5
CIA CACIQUE CAFE SOLUVEL	7	EXPRINTER LOSAN SA C.F.I	5
CIA INDL SCHLOSSER SA	7	HERCULES S/A - FABRICA DE TALHERES	5
CIA LECO DE PRODS ALIMENTICIOS	7	INDS ROMI SA	5
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	7	INEPAR ENERGIA SA	5
CIRCULO S/A	7	LA FONTE TELECOM S/A	5
CONSERVAS ODERIK SA	7	LIVRARIA DO GLOBO SA	5
CONST ADOLPHO LINDENBERG SA	7	METALURGICA DUQUE SA	5
DOUAT CIA TEXTIL	7	METODO ENGENHARIA SA	5
DUKE ENERGY INT.GER PARANAPANEMA SA	7	MINUPAR PARTICIPACOES SA	5
FERTIBRAS SA	7	ULBRA RECEBIVEIS S/A	5
FIACAO TECELAGEM SAO JOSE SA	7	WIEST SA	5
FIBAM CIA INDUSTRIAL	7	CAFE SOLUVEL BRASILIA SA	4
INDUSTRIAS MICHELETTO S/A	7	CAIUA SERVIÇOS DE ELETRICIDADE SA	4
LA FONTE PARTICIPACOES S/A	7	COMPANHIA FLUMINENSE DE REFRIGERANTES	4
LF TEL SA	7	CTM CITRUS SA	4
MAGNESITA SA	7	DIJON SA	4
MENDES JUNIOR ENGENHARIA SA	7	LARK SA MAQ E EQUIPAMENTOS	4
METALGRAFICA IGUACU SA	7	CIA DOCAS DE IMBITUBA	3
NADIR FIGUEIREDO IND E COM SA	7	CONST SULTEPA SA	3
PETROPAR SA	7	INDS ARTEB SA	3
RECRUSUL SA	7		



**APÊNDICE D - Respostas para o Questionário Completo (203) e Reduzido (230) das Empresas Abertas Familiares Listadas para obter o IGC-F**

As quantidades de respostas positivas com relação às práticas de governança corporativa para as empresas listadas, usando o questionário completo e reduzido e os respectivos percentuais por questão. Estão apresentados os resultados dos testes paramétrico (teste t) e não-paramétrico (Mann-Whitney U) utilizados para comparar as duas amostras. Todas as questões apresentaram resultados significativos ao nível de  $\alpha = 5\%$  para os dois testes, exceto para o IGC-F, cujos testes estão destacados com negrito.

Qde	Listadas				Testes	
	203		230		(a = 5%)	
	Resp. "1"	% tot	Resp. "1"	% tot	Teste t	Mann-Whitney U
<b>Transparência</b>						
Q1	180	89%	204	89%	-0.0084	23339.0
Q2	25	12%	25	11%		23007.5
Q3	103	51%	118	51%	0.4688	23213.0
Q4	193	95%	214	93%	-0.1172	22871.0
Q5	94	46%				
Q6	33	16%				
Q7	161	79%	177	77%	0.8862	22795.5
<b>Composição e Funcionários</b>						
Q8	112	55%	127	55%	0.5895	23334.5
Q9	47	23%	49	21%	-0.0094	22913.5
Q10	122	60%	131	57%	0.4611	22611.5
Q11	75	37%	78	34%	0.6608	22637.0
<b>Controle e Conduta</b>						
Q12	195	96%	220	96%	0.6576	23250.0
Q13	71	35%	75	33%	0.2112	22792.5
Q14	49	24%	55	24%	0.5188	23292.5
Q15	45	22%	53	23%	0.0545	23140.5
Q16	148	73%	171	74%	0.3391	23008.5
	média	mediana	média	mediana	Testes (a = 5%)	
IGC-F	8.1	8.0	7.4	7.0	3.9176	18716.6

### APÊNDICE E – Correlações entre as Principais Variáveis

a) Correlações entre as variável de governança (IGC-F), variáveis de desempenho (ROA1, ROA2, ROA3, RSPL), variáveis de propriedade (ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1) e variáveis de controle (CRESC, Idade, TAM, TANG, TINV, ALAV). A descrição de todas variáveis encontram-se na seção 3.4. Os resultados estatisticamente significativos até 10% estão em negrito.

	IGC-F	ROA1	ROA2	ROA3	RSPL	ON_I1	TOT_I1	ON.I1/Tot.I1	CRESC	Idade	TAM	TANG	TINV
<b>ROA1</b>	0.160	1											
Sig.(bicaudal)	0.284												
<b>ROA2</b>	0.169	<b>0.990</b>	1										
Sig.(bicaudal)	0.256	<b>0.000</b>											
<b>ROA3</b>	0.069	<b>0.963</b>	<b>0.968</b>	1									
Sig.(bicaudal)	0.644	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>										
<b>RSPL</b>	<b>0.274</b>	<b>0.440</b>	<b>0.411</b>	<b>0.354</b>	1								
Sig.(bicaudal)	<b>0.062</b>	<b>0.002</b>	<b>0.004</b>	<b>0.015</b>									
<b>ON_I1</b>	<b>-0.464</b>	-0.202	-0.205	-0.204	<b>-0.280</b>	1							
Sig.(bicaudal)	<b>0.003</b>	0.211	0.204	0.207	<b>0.080</b>								
<b>TOT_I1</b>	<b>-0.396</b>	-0.176	-0.176	-0.248	-0.220	<b>0.836</b>	1						
Sig.(bicaudal)	<b>0.005</b>	0.233	0.232	0.122	0.133	<b>0.000</b>							
<b>ON.I1/Tot.I1</b>	<b>0.266</b>	0.192	0.220	0.259	0.208	<b>-0.628</b>	0.220	1					
Sig.(bicaudal)	<b>0.097</b>	0.235	0.173	0.107	0.198	<b>0.000</b>	0.251						
<b>CRESC</b>	-0.148	-0.134	-0.127	0.019	0.041	-0.252	0.286	<b>0.354</b>	1				
Sig.(bicaudal)	0.361	0.410	0.435	0.909	0.800	0.113	0.165	<b>0.043</b>					
<b>Idade</b>	-0.021	<b>0.307</b>	<b>0.295</b>	<b>0.279</b>	0.097	-0.222	-0.151	0.250	<b>-0.669</b>	1			
Sig.(bicaudal)	0.888	<b>0.036</b>	<b>0.044</b>	<b>0.058</b>	0.514	0.129	0.433	0.120	<b>0.000</b>				
<b>TAM</b>	0.079	0.158	0.179	0.125	0.117	0.053	-0.193	0.126	0.242	-0.090	1		
Sig.(bicaudal)	0.598	0.288	0.228	0.402	0.432	0.718	0.316	0.439	0.132	0.547			
<b>TANG</b>	-0.007	0.001	0.006	-0.137	0.044	0.070	-0.206	-0.054	0.201	-0.112	-0.072	1	
Sig.(bicaudal)	0.967	0.994	0.971	0.386	0.783	0.654	0.312	0.756	0.219	0.481	0.650		
<b>TINV</b>	0.052	<b>0.764</b>	<b>0.791</b>	<b>0.803</b>	0.179	-0.199	0.032	0.227	-0.073	0.136	-0.120	0.231	1
Sig.(bicaudal)	0.742	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	0.251	0.195	0.875	0.182	0.664	0.384	0.444	0.151	
<b>ALAV</b>	0.003	-0.146	-0.144	-0.113	-0.048	0.209	-0.283	0.146	0.073	-0.085	<b>0.268</b>	-0.159	-0.191
Sig.(bicaudal)	0.987	0.328	0.335	0.451	0.751	0.153	0.137	0.369	0.654	0.572	<b>0.068</b>	0.316	0.220

b) Correlações entre as variável de governança (IGC-F) e suas dimensões (Transparência, Conselho e Conduta & Controle). A descrição de todas variáveis encontram-se na seção 2.4. Os resultados estatisticamente significativos até 10% estão em negrito.

	IGC-F	Transparência	Conselho	Conduta & Controle
<b>Transparência</b>	<b>0.6892</b>	1		
Sig. (bicaudal)	<b>0.0000</b>			
<b>Conselho</b>	<b>0.8213</b>	<b>0.3641</b>	1	
Sig. (bicaudal)	<b>0.0000</b>	<b>0.0119</b>		
<b>Conduta&amp;Controle</b>	-0.0044	<b>-0.4125</b>	<b>-0.2566</b>	1
Sig. (bicaudal)	0.9768	<b>0.0040</b>	<b>0.0817</b>	

## APÊNDICE F – Efeitos do Retorno Sobre os Ativos sobre o Desempenho

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do ICG-F sobre o desempenho das empresas familiares não-listadas em 2003. O  $ROA_2$  é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: ICG-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com  $i = 1, 2, 3, 4$ ) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 2.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis		ROA <sub>2</sub>									
		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Constante	b	<b>-0.2369</b>	<b>-0.2164</b>	-0.1634	-0.2067	-0.1843	-0.1167	0.0706	0.0681	0.0544	0.0183
	t	<b>-2.3743</b>	<b>-2.1484</b>	-1.4606	-1.6890	-1.4862	-0.9280	0.7187	0.7358	0.5976	0.1974
	sig	<b>0.0242</b>	<b>0.0402</b>	0.1583	0.1068	0.1536	0.3703	0.4803	0.4693	0.5559	0.8452
ICG-F	b	<b>0.0227</b>	<b>0.0214</b>	<b>0.0189</b>	<b>0.0248</b>	<b>0.0231</b>	<b>0.0223</b>				
	t	<b>3.3494</b>	<b>3.1377</b>	<b>2.4640</b>	<b>3.0813</b>	<b>2.8166</b>	<b>2.6824</b>				
	sig	<b>0.0022</b>	<b>0.0039</b>	<b>0.0220</b>	<b>0.0059</b>	<b>0.0110</b>	<b>0.0188</b>				
ON_I1	b				0.0849	0.1093	0.1244	-0.0332	-0.0849		
	t				0.6548	0.8305	0.7617	-0.2259	-1.6405		
	sig				0.5201	0.4166	0.4598	0.8234	0.1145		
TOT_I1	b				-0.1087	-0.1022	-0.1512	-0.0578		-0.0679	
	t				-0.8352	-0.7857	-0.8902	-0.3776		-1.5553	
	sig				0.4135	0.4417	0.3895	0.7095		0.1335	
ON.I1/TOT.I1	b				-0.0193	-0.0187	-0.0258	-0.0079			0.0088
	t				-0.7987	-0.7780	-0.8327	-0.2799			0.5375
	sig				0.4338	0.4462	0.4200	0.7823			0.5961
ALAV	b		-0.0551	-0.0731	-0.0459	-0.0513	-0.0020	-0.0967	<b>-0.1006</b>	-0.0905	-0.0905
	t		-1.1650	-1.3372	-0.8452	-0.9406	-0.0307	-1.5748	<b>-1.7475</b>	-1.5659	-1.4915
	sig		0.2535	0.1948	0.4080	0.3587	0.9760	0.1303	<b>0.0939</b>	0.1310	0.1494
CRESC	b	0.0190	0.0184	0.0145	-0.0173	-0.0242	-0.0479	-0.0414	-0.0408	-0.0513	-0.0447
	t	<b>0.8313</b>	0.8126	0.6344	-0.4567	-0.6302	-1.0962	-0.9407	-1.0911	-1.3142	-1.0104
	sig	0.4124	0.4230	0.5324	0.6528	0.5361	0.2929	0.3576	0.2865	0.2017	0.3228
IDADE	b	0.0108	0.0107	-0.0014	0.0115	0.0109	0.0020	0.0005	0.0010	-0.0024	-0.0017
	t	<b>0.9153</b>	0.9090	-0.1031	0.8792	0.8396	0.1445	0.0337	0.0725	-0.1755	-0.1162
	sig	0.3674	0.3708	0.9188	0.3897	0.4116	0.8873	0.9735	0.9428	0.8622	0.9085
TANG	b	-0.0004	-0.0005	-0.0007	-0.0012	-0.0013	<b>-0.0020</b>	-0.0013	-0.0013	-0.0013	-0.0012
	t	<b>-0.6123</b>	-0.7150	-0.9379	-1.4591	-1.5730	-2.1843	-1.2794	-1.3320	-1.3339	-1.1815
	sig	0.5449	0.4803	0.3585	0.1601	0.1322	<b>0.0479</b>	0.2147	0.1959	0.1953	0.2495
TAM	b	0.0047	0.0054	0.0059	0.0115	0.0046	-0.0003	0.0046	0.0040	0.0039	0.0023
	t	<b>0.7384</b>	0.8518	0.7863	0.8792	0.6872	-0.0397	0.5967	0.5638	0.5407	0.3102
	sig	0.4660	0.4013	0.4401	0.3897	0.5003	0.9690	0.5571	0.5784	0.5939	0.7592
TINV	b	0.0071	0.0042	0.0018	0.0017	0.0006	-0.0050	0.0063	0.0066	0.0068	0.0102
	t	<b>0.6168</b>	0.3651	0.1361	0.1525	0.0555	-0.3498	0.4770	0.5265	0.5359	0.7921
	sig	0.5420	0.7177	0.8930	0.8803	0.9563	0.7321	0.6383	0.6036	0.5972	0.4364
ÚNICO	b			-0.0400		-0.0359	-0.0378				
	t			-1.2408		-1.0354	-0.9124				
	sig			0.2277		0.3135	0.3782				
Setor 1	b			-0.0387			0.0630				
	t			-0.7049			0.9125				
	sig			0.4882			0.3781				
Setor 2	b			0.0366			<b>0.0894</b>				
	t			0.9133			1.9339				
	sig			0.3710			<b>0.0752</b>				
Setor 3	b			0.0288			0.0855				
	t			0.5876			1.3021				
	sig			0.5628			0.2155				
Setor 4	b			0.0602			<b>0.0902</b>				
	t			1.4416			1.9748				
	sig			0.1635			<b>0.0699</b>				
Região 1	b			-0.0321			-0.0382				
	t			-0.8110			-0.8458				
	sig			0.4260			0.4129				
Região 2	b			-0.0146			-0.0715				
	t			-0.3618			-1.2261				
	sig			0.7209			0.2419				
Estatística F		1.3234	<b>2.3526</b>	1.8229	<b>2.2100</b>	<b>2.1138</b>	1.9392	0.9973	1.3725	1.3231	0.9369
	sig	0.2561	<b>0.0495</b>	0.1005	<b>0.0629</b>	<b>0.0733</b>	0.1154	0.4716	0.2636	0.2842	0.4978
R <sup>2</sup> Ajustado		0.70%	20.82%	24.24%	28.74%	29.00%	34.74%	-0.08%	8.00%	7.01%	-1.49%

### APÊNDICE G – Efeitos do IGC-F sobre o Desempenho ROA<sub>3</sub>

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do IGC-F sobre o desempenho das empresas familiares não-listadas em 2003. O ROA<sub>3</sub> é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: IGC-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com i = 1, 2, 3, 4) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 3.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

		ROA <sub>3</sub> = LO proprio / AT									
Variáveis		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Constante	b	-0.0780	-0.0770	-0.0143	-0.0574	-0.0353	0.0034	0.1541	0.1739	0.1558	0.1213
	t	-0.7509	-0.7183	-0.1214	-0.3911	-0.2353	0.0210	1.4550	1.6901	1.5250	1.2099
	sig	0.4586	0.4783	0.9045	0.6998	0.8165	0.9836	0.1605	0.1045	0.1409	0.2386
IGC-F	b	<b>0.0216</b>	<b>0.0215</b>	<b>0.0180</b>	<b>0.0189</b>	<b>0.0172</b>	0.0133				
	t	<b>3.0653</b>	<b>2.9666</b>	<b>2.2390</b>	<b>1.9602</b>	<b>1.7371</b>	1.2419				
	sig	<b>0.0046</b>	<b>0.0060</b>	<b>0.0356</b>	<b>0.0641</b>	<b>0.0985</b>	0.2362				
ON_I1	b				-0.1345	-0.1104	-0.2276	-0.2246	-0.0837		
	t				-0.8649	-0.6936	-1.0814	-1.4187	-1.4558		
	sig				0.3974	0.4963	0.2992	0.1707	0.1590		
TOT_I1	b				0.1341	0.1405	0.2592	0.1729		-0.0575	
	t				0.8590	0.8928	1.1840	1.0483		-1.1752	
	sig				0.4005	0.3832	0.2576	0.3064		0.2519	
ON.I1/TOT.I1	b				0.0278	0.0283	0.0457	0.0365			0.0182
	t				0.9611	0.9720	1.1433	1.1972			1.0254
	sig				0.3480	0.3433	0.2735	0.2446			0.3158
ALAV	b		-0.0025	-0.0018	-0.0253	-0.0305	-0.0315	-0.0640	-0.0582	-0.0486	-0.0445
	t		-0.0493	-0.0321	-0.3878	-0.4631	-0.3700	-0.9667	-0.9089	-0.7500	-0.6784
	sig		0.9610	0.9747	0.7022	0.6485	0.7174	0.3447	0.3728	0.4609	0.5043
CRESC	b	<b>0.0511</b>	<b>0.0510</b>	<b>0.0501</b>	0.0476	0.0408	0.0300	0.0292	0.0426	0.0347	0.0266
	t	<b>2.1520</b>	<b>2.1145</b>	<b>2.0936</b>	1.0457	0.8758	0.5329	0.6160	1.0249	0.7916	0.5547
	sig	<b>0.0396</b>	<b>0.0432</b>	<b>0.0480</b>	0.3082	0.3921	0.6031	0.5445	0.3161	0.4367	0.5845
IDADE	b	0.0141	0.0141	0.0014	0.0088	0.0083	-0.0056	0.0004	0.0029	0.0000	-0.0026
	t	1.1455	1.1257	0.0987	0.5625	0.5249	-0.3104	0.0269	0.1945	0.0024	-0.1632
	sig	0.2611	0.2695	0.9222	0.5800	0.6057	0.7612	0.9788	0.8475	0.9981	0.8718
TANG	b	<b>-0.0024</b>	<b>-0.0024</b>	<b>-0.0026</b>	<b>-0.0022</b>	<b>-0.0023</b>	<b>-0.0027</b>	<b>-0.0023</b>	<b>-0.0023</b>	<b>-0.0022</b>	<b>-0.0022</b>
	t	<b>-3.1077</b>	<b>-3.0483</b>	<b>-3.2335</b>	<b>-2.2244</b>	<b>-2.2926</b>	<b>-2.3086</b>	<b>-2.1220</b>	<b>-2.1265</b>	<b>-2.0845</b>	<b>-2.0414</b>
	sig	<b>0.0041</b>	<b>0.0049</b>	<b>0.0038</b>	<b>0.0378</b>	<b>0.0335</b>	<b>0.0380</b>	<b>0.0459</b>	<b>0.0444</b>	<b>0.0484</b>	<b>0.0528</b>
TAM	b	-0.0048	-0.0048	-0.0037	-0.0049	-0.0063	-0.0075	-0.0059	-0.0034	-0.0037	-0.0055
	t	-0.7378	-0.7173	-0.4631	-0.6279	-0.7767	-0.7531	-0.7100	-0.4232	-0.4546	-0.6782
	sig	0.4664	0.4789	0.6479	0.5371	0.4469	0.4648	0.4855	0.6761	0.6536	0.5044
TINV	b	0.0176	0.0175	0.0188	0.0151	0.0140	0.0201	0.0185	0.0177	0.0184	0.0206
	t	1.4769	1.4103	1.3335	1.1253	1.0335	1.0794	1.3111	1.2695	1.3011	1.4746
	sig	0.1501	0.1691	0.1960	0.2738	0.3144	0.3000	0.2040	0.2170	0.2061	0.1539
ÚNICO	b			-0.0437		-0.0355	-0.0615				
	t			-1.2898		-0.8461	-1.1521				
	sig			0.2105		0.4080	0.2700				
Setor 1	b			-0.0180			0.0141				
	t			-0.3123			0.1580				
	sig			0.7577			0.8769				
Setor 2	b			0.0257			0.0633				
	t			0.6111			1.0618				
	sig			0.5474			0.3077				
Setor 3	b			-0.0042			0.0333				
	t			-0.0811			0.3935				
	sig			0.9361			0.7004				
Setor 4	b			0.0709			0.1014				
	t			1.6142			1.7225				
	sig			0.1207			0.1087				
Região 1	b			-0.0536			-0.0589				
	t			-1.2879			-1.0111				
	sig			0.2112			0.3304				
Região 2	b			-0.0111			0.0137				
	t			-0.2626			0.1820				
	sig			0.7953			0.8584				
Estatística F		<b>3.9997</b>	<b>3.3147</b>	<b>2.4306</b>	<b>2.0112</b>	1.8675	1.4653	1.5922	1.8828	1.7309	1.6631
	sig	<b>0.0047</b>	<b>0.0103</b>	<b>0.0302</b>	<b>0.0881</b>	0.1118	0.2452	0.1817	0.1192	0.1512	0.1681
R <sup>2</sup> Ajustado		33.33%	31.04%	35.75%	25.21%	24.13%	20.87%	15.09%	17.08%	14.57%	13.40%

## APÊNDICE H - Valor Estimado de Mercado ( $Q_{estim}$ ) para as Empresas não-Listadas

O Q de Tobin foi originalmente definido como sendo a razão entre o valor de mercado das ações e dívidas pelo custo de reposição dos seus ativos. Entretanto, dado a impossibilidade de se obter os dados de mercado, pois as empresas deste estudo não têm ações negociadas em bolsa, foi realizada uma adaptação a partir da aproximação dada por Carvalhal-da-Silva (2002) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a) para o Q de Tobin. Assim:

$$Q \text{ de Tobin} = VMA / AT = (AT - PL + VM) / AT, \quad (3)$$

Fazendo uma aproximação para o valor de mercado das ações das empresas não listadas, por:

$$VM = VPA \times \overline{(P/B)}_{setor}, \quad (4)$$

e aplicando em (3), ficamos com:

$$Q_{estim} = (AT - PL + VPA \times \overline{(P/B)}_{setor}) / AT, \quad (5)$$

onde:

AT - ativo total da empresa;

PL - valor patrimonial da empresa;

VMA - valor de mercado dos ativos, usado como o valor dos ativos subtraído do valor patrimonial e acrescido do valor de mercado das ações.

VM – valor de mercado das ações, que foi aproximado pelo produto do valor patrimonial por ação e o  $\overline{(P/B)}_{setor}$ . média setorial do o valor patrimonial pelo valor de mercado.

VPA - valor patrimonial por ação.

$\overline{(P/B)}_{setor}$  - média setorial dos preços de mercado pelo preço escritural das ações (price-to-book) das empresas listadas em bolsa, obtido no Economática.

$Q_{estim}$  – é uma aproximação do valor de mercado das empresas não-listadas.

### APÊNDICE I – Efeito do IGC-F sobre o Valor de Mercado Estimado ( $Q_{estim}$ )

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do IGC-F sobre o desempenho das empresas familiares não-listadas em 2003. O  $Q_{estim}$  é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: IGC-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com  $i = 1, 2, 3, 4$ ) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 2.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis	$Q_{estim}$										
		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Constante	b	<b>0.6950</b>	0.3852	0.4439	0.4953	0.5466	0.4848	0.2169	0.2300	0.2749	0.2040
	t	<b>1.7083</b>	1.4777	1.5547	1.3999	1.5083	1.4942	0.9017	0.9366	1.1687	0.8927
	sig	<b>0.0979</b>	0.1503	0.1343	0.1769	0.1479	0.1590	0.3775	0.3587	0.2545	0.3813
IGC-F	b	-0.0393	-0.0199	-0.0253	-0.0249	-0.0288	-0.0165				
	t	-1.4235	-1.1300	-1.2967	-1.0699	-1.2023	-0.7669				
	sig	0.1649	0.2677	0.2082	0.2974	0.2440	0.4568				
ON_I1	b				0.4455	0.5014	<b>1.0112</b>	0.5641	-0.0185		
	t				1.1879	1.3042	<b>2.4014</b>	1.5690	-0.1345		
	sig				0.2488	0.2077	<b>0.0320</b>	0.1316	0.8942		
TOT_I1	b				-0.5506	-0.5357	<b>-1.0012</b>	-0.6017		-0.1135	
	t				-1.4631	-1.4096	<b>-2.2859</b>	-1.6065		-1.0073	
	sig				0.1590	0.1748	<b>0.0397</b>	0.1231		0.3243	
ON.I1/TOT.I1	b				-0.0300	-0.0287	-0.0807	-0.0414			0.0436
	t				-0.4292	-0.4082	-1.0088	-0.5977			1.0795
	sig				0.6724	0.6877	0.3315	0.5564			0.2915
ALAV	b		<b>0.8336</b>	<b>0.8739</b>	<b>0.9168</b>	<b>0.9046</b>	<b>1.0557</b>	<b>0.9677</b>	<b>0.9072</b>	<b>0.9143</b>	<b>0.9255</b>
	t		<b>6.8082</b>	<b>6.2687</b>	<b>5.8334</b>	<b>5.6814</b>	<b>6.1960</b>	<b>6.4389</b>	<b>5.9406</b>	<b>6.1269</b>	<b>6.1915</b>
	sig		<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
CRESC	b	0.0451	0.0531	0.0522	-0.0355	-0.0514	-0.0205	-0.0113	0.0437	0.0155	-0.0105
	t	0.4848	0.9049	0.8983	-0.3235	-0.4570	-0.1824	-0.1052	0.4410	0.1533	-0.0961
	sig	0.6314	0.3730	0.3787	0.7497	0.6529	0.8580	0.9172	0.6633	0.8795	0.9243
IDADE	b	-0.0360	-0.0339	-0.0287	-0.0543	-0.0555	-0.0515	-0.0433	-0.0261	-0.0316	-0.0392
	t	-0.7471	-1.1161	-0.8321	-1.4395	-1.4580	-1.4244	-1.1887	-0.7368	-0.9011	-1.0703
	sig	0.4608	0.2735	0.4143	0.1655	0.1612	0.1779	0.2478	0.4687	0.3769	0.2956
TANG	b	-0.0024	-0.0013	-0.0013	-0.0018	-0.0020	-0.0025	-0.0017	-0.0016	-0.0018	-0.0017
	t	-0.8009	-0.6718	-0.6540	-0.7282	-0.8124	-1.0291	-0.7061	-0.6187	-0.7125	-0.7019
	sig	0.4295	0.5070	0.5199	0.4750	0.4266	0.3222	0.4879	0.5422	0.4833	0.4898
TAM	b	0.0247	0.0140	0.0219	0.0147	0.0116	0.0279	0.0160	0.0128	0.0144	0.0103
	t	0.9598	0.8565	1.1400	0.7793	0.5990	1.4079	0.8475	0.6716	0.7728	0.5577
	sig	0.3448	0.3988	0.2666	0.4449	0.5563	0.1826	0.4063	0.5085	0.4475	0.5824
TINV	b	-0.0523	-0.0098	-0.0156	-0.0155	-0.0180	-0.0301	-0.0201	-0.0158	-0.0218	-0.0179
	t	-1.1207	-0.3240	-0.4556	-0.4806	-0.5503	-0.8090	-0.6256	-0.4756	-0.6677	-0.5621
	sig	0.2713	0.7483	0.6532	0.6360	0.5885	0.4331	0.5383	0.6389	0.5110	0.5795
ÚNICO	b			-0.0773		-0.0823	-0.0359				
	t			-0.9384		-0.8134	-0.3365				
	sig			0.3582		0.4260	0.7419				
Setor 1	b			0.0851			0.1270				
	t			0.6080			0.7133				
	sig			0.5494			0.4882				
Setor 2	b			-0.0844			-0.1530				
	t			-0.8255			-1.2836				
	sig			0.4179			0.2217				
Setor 3	b			-0.1158			-0.2482				
	t			-0.9272			-1.4657				
	sig			0.3639			0.1665				
Setor 4	b			-0.1177			-0.2080				
	t			-1.1038			-1.7655				
	sig			0.2816			0.1009				
Região 1	b			-0.0605			-0.1744				
	t			-0.5984			-1.4960				
	sig			0.5557			0.1585				
Região 2	b			0.0052			-0.2334				
	t			0.0502			-1.5512				
	sig			0.9605			0.1449				
<b>Estatística F</b>		<b>2.0592</b>	<b>11.0550</b>	<b>6.5996</b>	<b>6.2910</b>	<b>5.6825</b>	<b>5.9297</b>	<b>6.8159</b>	<b>7.6190</b>	<b>8.0911</b>	<b>8.1625</b>
sig		<b>0.0883</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0005</b>	<b>0.0011</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		15.00%	66.16%	68.53%	63.82%	63.19%	73.64%	63.57%	60.70%	62.33%	62.56%

## APÊNDICE J – Efeito do IGC-F reduzido sobre o Retorno sobre o Ativo (ROA<sub>t</sub>)

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do IGC-F reduzido, sobre o desempenho das empresas familiares não-listadas em 2003. O ROA<sub>t</sub> é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: IGC-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com i = 1, 2, 3, 4) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 2.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

Variáveis	ROA1										
		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
constante	b	-0.2578	-0.1836	-0.1710	-0.2828	-0.2678	-0.2751	0.0868	0.0897	0.0774	0.0723
	t	-1.9714	-1.4234	-1.3794	-1.5288	-1.4324	-1.4393	0.6049	0.6484	0.5584	0.5345
	sig	0.0545	0.1612	0.1754	0.1375	0.1635	0.1648	0.5499	0.5215	0.5806	0.5968
IGC-F	b	<b>0.0242</b>	<b>0.0208</b>	<b>0.0164</b>	<b>0.0295</b>	<b>0.0292</b>	<b>0.0260</b>				
	t	<b>3.1862</b>	<b>2.8135</b>	<b>2.1692</b>	<b>2.7924</b>	<b>2.7475</b>	<b>2.2694</b>				
	sig	<b>0.0025</b>	<b>0.0071</b>	<b>0.0361</b>	<b>0.0093</b>	<b>0.0106</b>	<b>0.0339</b>				
ON_I1	b				-0.0178	-0.0310	-0.1487	-0.1023	-0.0291		
	t				-0.1160	-0.1999	-0.8497	-0.6133	-0.5210		
	sig				0.9085	0.8431	0.4051	0.5445	0.6061		
TOT_I1	b				0.0438	0.0319	0.1304	0.0632		-0.0053	
	t				0.2929	0.2112	0.7603	0.3808		-0.1226	
	sig				0.7717	0.8344	0.4555	0.7061		0.9032	
ON.I1/TOT.I1	b				-0.0094	-0.0106	-0.0025	-0.0010			-0.0057
	t				-0.3418	-0.3851	-0.0804	-0.0327			-0.3640
	sig				0.7351	0.7032	0.9367	0.9742			0.7183
ALAV	b		<b>-0.1066</b>	<b>-0.0976</b>	-0.1019	-0.0881	<b>-0.1368</b>	<b>-0.1501</b>	<b>-0.1438</b>	<b>-0.1412</b>	<b>-0.1418</b>
	t		<b>-2.3449</b>	<b>-2.2134</b>	-1.7002	-1.4066	<b>-1.9680</b>	<b>-2.3528</b>	<b>-2.3458</b>	<b>-2.3016</b>	<b>-2.3143</b>
	sig		<b>0.0233</b>	<b>0.0326</b>	0.1002	0.1709	<b>0.0624</b>	<b>0.0256</b>	<b>0.0256</b>	<b>0.0282</b>	<b>0.0274</b>
CRESC	b	0.0027	0.0028	0.0029	0.0031	0.0029	0.0041	-0.0009	-0.0019	-0.0017	-0.0008
	t	0.5299	0.5590	0.5751	0.5747	0.5350	0.5734	-0.1610	-0.3608	-0.3144	-0.1401
	sig	0.5986	0.5788	0.5685	0.5701	0.5971	0.5724	0.8732	0.7207	0.7553	0.8895
IDADE	b	0.0105	0.0086	0.0091	0.0114	0.0103	0.0095	-0.0020	-0.0047	-0.0052	-0.0040
	t	1.0503	0.8923	0.8652	0.7662	0.6832	0.6033	-0.1309	-0.3178	-0.3533	-0.2663
	sig	0.2988	0.3768	0.3921	0.4500	0.5003	0.5528	0.8968	0.7527	0.7262	0.7917
TANG	b	-0.0003	-0.0005	-0.0001	-0.0013	-0.0013	-0.0013	-0.0009	-0.0009	-0.0008	-0.0009
	t	-0.3978	-0.6091	-0.1561	-1.3764	-1.2855	-1.3239	-0.8818	-0.8271	-0.8026	-0.8433
	sig	0.6926	0.5454	0.8767	0.1796	0.2095	0.1998	0.3851	0.4145	0.4283	0.4055
TAM	b	0.0025	0.0026	-0.0011	0.0046	0.0048	0.0062	0.0042	0.0042	0.0041	0.0042
	t	0.4214	0.4536	-0.1889	0.6961	0.7165	0.8811	0.5698	0.5905	0.5672	0.5819
	sig	0.6754	0.6522	0.8511	0.4921	0.4798	0.3882	0.5732	0.5592	0.5746	0.5649
TINV	b	<b>0.0006</b>	<b>0.0005</b>	<b>0.0006</b>	0.0052	0.0061	0.0118	0.0104	0.0090	0.0104	0.0120
	t	<b>2.7837</b>	<b>2.4794</b>	<b>3.1214</b>	0.3785	0.4395	0.6629	0.6900	0.6203	0.7071	0.8313
	sig	<b>0.0077</b>	<b>0.0168</b>	<b>0.0033</b>	0.7079	0.6638	0.5146	0.4956	0.5396	0.4848	0.4122
ÚNICO	b			0.0249		0.0299	-0.0031				
	t			1.0902		0.8166	-0.0690				
	sig			0.2822		0.4213	0.9457				
Setor 1	b			-0.0363			-0.0803				
	t			-1.0210			-1.2534				
	sig			0.3134			0.2238				
Setor 2	b			0.0215			0.0430				
	t			0.7020			1.1500				
	sig			0.4868			0.2631				
Setor 3	b			0.0365			0.0220				
	t			0.8799			0.2991				
	sig			0.3842			0.7678				
Setor 4	b			0.0657			0.0708				
	t			1.9499			1.6982				
	sig			0.0582			0.1042				
Região 1	b			-0.0267			0.0156				
	t			-0.8863			0.3314				
	sig			0.3805			0.7436				
Região 2	b			0.0380			0.0493				
	t			1.1001			0.9459				
	sig			0.2779			0.3550				
Estatística F		<b>3.2150</b>	<b>3.7995</b>	<b>3.2266</b>	<b>1.8414</b>	<b>1.7147</b>	<b>1.6527</b>	<b>0.9557</b>	<b>1.2157</b>	<b>1.1694</b>	<b>1.1906</b>
	sig	<b>0.0098</b>	<b>0.0024</b>	0.0018	<b>0.0989</b>	0.1235	0.1368	<b>0.4948</b>	<b>0.3238</b>	0.3482	<b>0.3369</b>
R <sup>2</sup> Ajustado		19.75%	26.63%	36.60%	18.13%	17.14%	22.60%	-1.06%	3.82%	3.03%	3.39%

### APÊNDICE L – Efeito do IGC-F reduzido sobre o Retorno sobre o Ativo (ROA<sub>t</sub>)

Resultados das análises de regressão linear múltipla para verificar os efeitos do IGC-F reduzido, sobre o desempenho das empresas familiares não-listadas em 2003. O ROA<sub>t</sub> é a variável dependente e as variáveis independentes e de controle são: IGC-F, ON\_I1, TOT\_I1, ON.I1/TOT.I1, ALAV, CRESC, IDADE, TANG, TAM e TINV. Também foram adicionadas as seguintes variáveis *dummies*: de propriedade (Único), de setor de atividade (Setor i, com i = 1, 2, 3, 4) e da região onde está situada a empresa (Região 1 e Região 2). Todas variáveis estão definidas na seção 2.4. Estão destacados em negrito os resultados estatisticamente significativos até 10%.

		ROA3 - 109 EFNL									
Variáveis		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
constante	b	-0.3268	-0.1372	-0.0975	-0.1094	-0.1070	-0.0637	0.1561	0.1913	0.1825	0.1642
	t	-1.2362	-0.5457	-0.3601	-0.6699	-0.6407	-0.3473	1.2798	1.5526	1.4703	1.3642
	sig	0.2224	0.5878	0.7207	0.5084	0.5271	0.7318	0.2108	0.1307	0.1516	0.1823
IGC-F	b	0.0058	-0.0028	-0.0070	<b>0.0212</b>	<b>0.0211</b>	0.0168				
	t	0.3798	-0.1926	-0.4279	<b>2.2719</b>	<b>2.2259</b>	1.5259				
	sig	0.7058	0.8481	0.6710	<b>0.0310</b>	<b>0.0346</b>	0.1420				
ON_I1	b				-0.2030	-0.2051	-0.3215	-0.2637	-0.0574		
	t				-1.5007	-1.4814	-1.9155	-1.8600	-1.1541		
	sig				0.1446	0.1501	0.0691	0.0731	0.2573		
TOT_I1	b				0.2237	0.2218	0.3218	0.2377		-0.0334	
	t				1.6948	1.6432	1.9548	1.6854		-0.8565	
	sig				0.1012	0.1119	0.0640	0.1026		0.3983	
ON.I1/TOT.I1	b				0.0408	0.0406	0.0571	0.0468			0.0159
	t				1.6848	1.6443	1.9051	1.8191			1.1347
	sig				0.1031	0.1117	0.0706	0.0792			0.2652
ALAV	b		<b>-0.2724</b>	<b>-0.2508</b>	-0.0472	-0.0450	-0.0870	-0.0818	-0.0698	-0.0649	-0.0629
	t		<b>-3.0731</b>	<b>-2.6032</b>	-0.8921	-0.8044	-1.3038	-1.5093	-1.2783	-1.1803	-1.1545
	sig		<b>0.0035</b>	<b>0.0129</b>	0.3799	0.4282	0.2064	0.1421	0.2106	0.2469	0.2571
CRESC	b	0.0075	0.0076	0.0080	0.0042	0.0042	0.0064	0.0013	0.0035	0.0033	0.0021
	t	0.7203	0.7875	0.7246	0.8806	0.8579	0.9277	0.2648	0.7431	0.6792	0.4179
	sig	0.4748	0.4350	0.4729	0.3860	0.3985	0.3641	0.7931	0.4630	0.5020	0.6789
IDADE	b	0.0229	0.0180	0.0097	0.0060	0.0058	0.0004	-0.0037	-0.0028	-0.0044	-0.0068
	t	1.1347	0.9611	0.4227	0.4548	0.4315	0.0252	-0.2772	-0.2159	-0.3325	-0.5041
	sig	0.2621	0.3414	0.6748	0.6528	0.6696	0.9801	0.7836	0.8305	0.7418	0.6178
TANG	b	-0.0015	-0.0019	-0.0016	<b>-0.0028</b>	<b>-0.0028</b>	<b>-0.0030</b>	<b>-0.0025</b>	<b>-0.0026</b>	<b>-0.0025</b>	<b>-0.0024</b>
	t	-0.8605	-1.1848	-0.8842	<b>-3.2244</b>	<b>-3.1399</b>	<b>-3.0748</b>	<b>-2.7347</b>	<b>-2.8056</b>	<b>-2.7211</b>	<b>-2.6153</b>
	sig	0.3938	0.2420	0.3819	<b>0.0032</b>	<b>0.0041</b>	<b>0.0057</b>	<b>0.0105</b>	<b>0.0086</b>	<b>0.0106</b>	<b>0.0136</b>
TAM	b	0.0124	0.0126	0.0117	-0.0043	-0.0043	-0.0015	-0.0046	-0.0029	-0.0030	-0.0037
	t	1.0394	1.1440	0.9658	-0.7344	-0.7167	-0.2243	-0.7351	-0.4587	-0.4718	-0.5797
	sig	0.3038	0.2584	0.3400	0.4688	0.4797	0.8247	0.4682	0.6497	0.6404	0.5663
TINV	b	0.0003	0.0001	0.0003	0.0150	0.0152	0.0284	0.0188	0.0187	0.0193	0.0195
	t	0.8491	0.3955	0.7545	1.2465	1.2322	1.6601	1.4692	1.4480	1.4681	1.5180
	sig	0.4000	0.6943	0.4550	0.2229	0.2285	0.1118	0.1525	0.1577	0.1521	0.1391
ÚNICO	b			0.0063		0.0048	-0.0076				
	t			0.1254		0.1456	-0.1758				
	sig			0.9008		0.8853	0.8622				
Setor 1	b			0.0411			-0.0627				
	t			0.5287			-1.0193				
	sig			0.5999			0.3197				
Setor 2	b			0.0591			0.0153				
	t			0.8815			0.4275				
	sig			0.3833			0.6733				
Setor 3	b			0.0228			-0.0593				
	t			0.2516			-0.8417				
	sig			0.8026			0.4095				
Setor 4	b			0.1148			0.0314				
	t			1.5591			0.7843				
	sig			0.1269			0.4416				
Região 1	b			-0.0075			-0.0145				
	t			-0.1014			-0.3199				
	sig			0.9197			0.7522				
Região 2	b			0.0484			0.0356				
	t			0.6418			0.7116				
	sig			0.5247			0.4845				
<b>Estatística F</b>		<b>0.7583</b>	<b>2.1134</b>	1.2107	<b>2.5737</b>	<b>2.2599</b>	1.5960	<b>1.9993</b>	<b>1.9893</b>	1.8705	<b>1.9805</b>
sig		<b>0.6061</b>	<b>0.0604</b>	0.3056	<b>0.0238</b>	<b>0.0414</b>	0.1539	<b>0.0764</b>	<b>0.0888</b>	0.1088	<b>0.0901</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		<b>-2.76%</b>	<b>12.61%</b>	5.18%	<b>29.29%</b>	<b>26.72%</b>	21.05%	<b>19.14%</b>	<b>15.41%</b>	<b>13.82%</b>	<b>15.30%</b>



# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)