

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

ISABEL BARBOSA ZBOROWSKI

**EMPRESAS FAMILIARES NO ÍNDICE BOVESPA**

Mestrado em Administração  
Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal

Rio de Janeiro  
2009

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

Isabel Barbosa Zborowski

## EMPRESAS FAMILIARES NO ÍNDICE BOVESPA

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração (M.Sc.).

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal, D.Sc.

Rio de Janeiro

2009

Zborowski, Isabel Barbosa

Empresas familiares no Índice Bovespa / Isabel Barbosa  
Zborowski – Rio de Janeiro, 2009.

67 fl.: il

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade  
Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de  
Administração, 2009.

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal

1. Governança Corporativa. 2. Índice Bovespa. 3.  
Empresas Familiares – Teses. I. Leal, Ricardo Pereira Câmara  
(Orientador). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
Instituto COPPEAD de Administração. III. Título

Isabel Barbosa Zborowski

EMPRESAS FAMILIARES NO ÍNDICE BOVESPA

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração (M.Sc.).

Aprovado por:

---

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

---

André Luiz Carvalhal da Silva, Ph.D. (COPPEAD/UFRJ)

---

Luiz Ferreira Xavier Borges, D.Sc. (BNDES)

Rio de Janeiro

2009

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais, por todo o apoio a minha educação, inclusive nas épocas mais difíceis.

Ao meu orientador e aos demais professores do Instituto Coppead por todo o conhecimento disseminado e contribuição na minha formação.

Aos meus colegas e amigos do mestrado, por todo o companheirismo e apoio, entre os altos e baixos ao longo destes dois anos.

Aos meus demais amigos e colegas de trabalho, por toda a paciência em ouvir sempre a mesma desculpa.

## RESUMO

Zborowski, Isabel Barbosa. Empresas familiares no Índice Bovespa. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2009.

Este estudo teve como objetivo analisar a presença familiar - nos níveis de propriedade, controle e gestão - nas companhias presentes no Índice Bovespa (carteira de setembro a dezembro de 2007). Para tal, foram coletados dados das empresas do referido índice, relacionados à estrutura de propriedade, controle e gestão, além de práticas de governança corporativa, mecanismos de reforço do controle e composição dos conselhos de administração e das diretorias executivas das mesmas. As variáveis selecionadas foram submetidas a testes estatísticos e econométricos, possibilitando a comparação das companhias familiares com as demais analisadas. Os resultados indicaram que as famílias brasileiras participam de 42% das empresas da amostra, sendo que, em 43% dos casos, esta participação ocorre por meio de presença nas diretorias executivas das mesmas. Ainda, as famílias apresentaram um comportamento um tanto peculiar em algumas das esferas pesquisadas, especialmente quando se trata da estrutura de controle da companhia. Não houve diferenciação relevante, contudo, no âmbito da composição dos conselhos de administração e das práticas de governança corporativa. Por fim, em uma análise preliminar, a presença familiar aparentou apresentar um prêmio de valor de mercado positivo, no entanto, se esta presença ocorre sob a forma de gestão, tal prêmio praticamente desaparece.

## ABSTRACT

Zborowski, Isabel Barbosa. Empresas familiares no Índice Bovespa. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2009.

This study aims to analyze the presence of families - at the levels of ownership, control and management - in companies that comprise the Bovespa Index (September to December portfolio, in the year of 2007). To this end, data were collected from firms in the index, related to the structure of ownership, control and management, and also corporate governance practices, control-enhancing mechanisms and composition of the boards of directors and executive boards of the mentioned companies. The selected variables were subjected to statistical and econometric tests, enabling the comparison between family companies and others that were examined. The results indicated that Brazilian families participate in 42% of the companies in the sample, considering that in 43% of the cases, this involvement occurs through the presence of family members as executive directors of these companies. Furthermore, the families had quite a peculiar behavior in some of the surveyed areas, especially when related to the control structure of the company. There was no significant difference, however, within the composition of the boards of directors and corporate governance practices. Finally, in a preliminary analysis, the presence of families seemed to create market value for the company, however, if this presence occurs in the form of management, this value creation almost disappears.

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Especificação das variáveis coletadas	15
Tabela 2 – Vantagens e desvantagens dos métodos não paramétricos	23
Tabela 3 – Comparação da composição do controle	30
Tabela 4 – Comparação da composição dos Conselhos de Administração	31
Tabela 5 – Comparação dos mecanismos de controle	33
Tabela 6 – Comparação de práticas de governança corporativa	34
Tabela 7 – Comparação de dados financeiros	37
Tabela 8 – Regressões MQO para ROE e ROA como variáveis dependentes	42
Tabela 9 – Regressões em MQO para Q como variável dependente	45

**SUMÁRIO**

1	INTRODUÇÃO	1
2	REVISÃO DE LITERATURA	5
3	METODOLOGIA	15
3.1	BASE DE DADOS E DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	15
3.2	TRATAMENTO DOS DADOS	21
3.2.1	Teste t	21
3.2.2	Testes não paramétricos	23
3.2.3	Testes econométricos	25
4	RESULTADOS	28
4.1	CONTROLE E PROPRIEDADE FAMILIAR	28
4.1.1	Compartilhamento de controle e acionistas relevantes	28
4.1.2	Conselhos de Administração	30
4.1.3	Mecanismos de controle	32
4.2	GESTÃO FAMILIAR	33
4.3	PRÁTICAS DE GOVERNANÇA	34
4.4	DADOS FINANCEIROS	35
4.5	TESTES ECONÔMICOS	38
4.5.1	Rentabilidade	40
4.5.2	Valor de mercado	42
5	CONCLUSÃO	46
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50
	Apêndice 1	53
	Apêndice 2	54
	Apêndice 3	55
	Apêndice 4	56
	Apêndice 5	57
	Apêndice 6	58

## 1 INTRODUÇÃO

O estudo das firmas familiares vem ganhando cada vez mais importância ao longo dos últimos anos. As empresas com este perfil ainda representam um número significativo entre as existentes, inclusive entre as maiores e mais consolidadas, mesmo com as diversas mudanças nas estruturas das corporações e o crescimento do mercado de capitais (permitindo o surgimento de novos tipos de investidores).

Como demonstraram Ehrhardt, Nowak & Weber (2006), apesar de em 1903, na Alemanha, as firmas familiares representarem 81% de sua amostra, 100 anos depois, em 2003, as famílias permaneciam controlando 50% delas. Anderson & Reeb (2003) também encontraram um número significativo de companhias com presença familiar entre as maiores empresas dos Estados Unidos (no S&P 500): um terço. La Porta, Lopes-de-Silanes & Shleifer (1998) pesquisaram dados de controle em 27 países e mostram que famílias controlam aproximadamente 30% das grandes empresas (negociadas em bolsa) e 45% das médias. Lethbridge (1997) constatou que, “a nível mundial, empresas controladas e administradas por familiares são responsáveis por mais da metade dos empregos e, dependendo do país, geram de metade a dois terços do PIB.”

Estes e outros autores, pesquisando nos mais variados países, por mais divergentes que sejam os resultados entre os trabalhos, normalmente convergem em um ponto: seja o efeito negativo ou positivo, a presença familiar exerce, sim, alguma influência nas diretrizes da empresa. Estes estudos tendem a se

desenvolver pela linha de pesquisa da governança corporativa, por envolverem conflitos relacionados aos diferentes agentes presentes numa empresa.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o estudo da governança corporativa ganhou importância, dada a crescente necessidade de os acionistas se protegerem “dos abusos das diretorias executivas das empresas, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas” (Origem da boa governança, 2008). Tais relações podem ser definidas como “conflitos de agência” (conceito utilizado por Jensen & Meckling, 1976) entre acionistas e gestores, que, segundo o próprio IBGC, pode resultar em graves erros estratégicos, comprometendo o futuro da empresa, e, em casos mais extremos, fraudes e falência.

Outro tipo de conflito que passou a ser também abordado pelos estudos relacionados a governança, como La Porta, Lopes-de-Silanes & Shleifer (1998), é o conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Neste caso, os majoritários podem se aproveitar do poder de controle que possuem para se favorecer e, conseqüentemente, acabam por expropriar os acionistas minoritários.

Um fator abordado na literatura sobre o assunto que pode amenizar ou agravar esses tipos de conflito é a presença familiar na empresa, que pode ocorrer tanto na propriedade, quanto no controle ou na gestão da empresa. Esta é a justificativa teórica que diversos autores, como Villalonga e Amit (2006) nos Estados Unidos, utilizam para estudar a presença familiar em firmas em diversos países ao redor do mundo. Resumidamente, a idéia por trás desta teoria é que o efeito da presença familiar nesses conflitos seria justificado por uma lógica de

interesses e/ou comportamentais normalmente diferente daquela utilizada por um investidor ou gestor comum, como será abordado no próximo capítulo.

Dado isso, o objetivo desta dissertação é fazer um estudo inicial sobre o assunto no mercado brasileiro, dado o escasso número de trabalhos relacionados ao tema no país. Em linhas gerais, sua principal contribuição é explorar, no âmbito da governança corporativa, a presença familiar em uma amostra de empresas brasileiras, traçando um perfil geral das mesmas e abrindo caminho para estudos mais profundos em cada um dos temas aqui abordados.

O estudo desta questão no Brasil encontra sua importância no fato de que a presença familiar ainda é muito relevante nas empresas presentes no país, inclusive nas maiores. Portanto, se tal “fator familiar” influencia de fato a corporação, seja nas práticas de governança adotadas, nos conflitos de interesses presentes ou no modelo de gestão adotado, este passa a ser objeto de interesse daqueles que possuem alguma relação com as mesmas, sejam investidores, financiadores ou funcionários.

Especificamente para este trabalho, pode-se dizer que os principais tópicos e perguntas a serem abordados são:

- Uma visão geral de propriedade, controle e gestão familiares entre as empresas brasileiras integrantes do Índice Bovespa (IBOVESPA) do final do ano de 2007 (carteira de setembro a dezembro).
- Como as famílias fundadoras mantêm o controle sobre as grandes empresas brasileiras e quais os principais mecanismos utilizados para tal? O uso de tais mecanismos nas empresas familiares difere das não familiares?

- Qual o perfil dos Conselhos de Administração das empresas familiares? Existem diferenças relevantes em relação às empresas não familiares?
- Qual o perfil da gestão das empresas familiares?
- Comparação de dados financeiros e indicadores relacionados à governança corporativa.
- A presença familiar exerce influência no desempenho (em termos de rentabilidade e valor de mercado) das empresas?

Esta dissertação está estruturada da seguinte forma: este capítulo 1 apresentou as principais questões formuladas, os objetivos da pesquisa e a relevância do tema. Em seguida, no capítulo 2, será apresentada a revisão da literatura relacionada ao tema. O capítulo 3 abordará a metodologia utilizada para a execução da pesquisa e o capítulo 4, os resultados observados. Por fim, o capítulo 5 apresentará as conclusões e as possibilidades de trabalhos futuros que poderão ser desenvolvidos a partir desta pesquisa.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Jensen & Meckling (1976) constataam a existência de custos de agência nas empresas devido aos diversos, e muitas vezes divergentes, interesses dos agentes envolvidos. A idéia por trás disso vem da definição de relação de agência, que nada mais é que um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) delegam a outra pessoa (agente) a prestação de serviços e alguma autoridade para tomar decisões que originalmente pertencem ao principal. Considerando que ambas as partes são maximizadoras de utilidade, o agente pode nem sempre agir da maneira que mais favoreça os interesses do principal.

O estudo da governança corporativa explora algumas destas relações, como sugere a definição a seguir, elaborada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

"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". (Governança Corporativa, 2008)

Dentro desses relacionamentos, Villalonga & Amit (2006) citam dois dos principais conflitos e os definem como "Problemas de Agência 1 e 2". O primeiro problema de agência (Problema 1) pode ser definido como o clássico conflito entre gestão e propriedade. Apesar de o tema da governança corporativa ter ganho importância recentemente, a existência deste conflito já havia sido identificada em 1932 por Berle & Means.

Resumidamente, este problema advém do fato de que os gestores da empresa muitas vezes possuem interesses conflitantes (envolvendo questões

peçoais e profissionais) com os interesses dos proprietários, o que acaba afetando o rumo da empresa, ou seja, os gestores, que foram contratados pelos proprietários e que, portanto, deveriam atender a tais interesses, não necessariamente tomam as decisões sempre pensando nos acionistas em primeiro lugar. Como será abordado ao longo deste capítulo, segundo alguns autores, a presença familiar na empresa pode atenuar ou agravar este conflito.

O monitoramento dos gestores por parte dos proprietários, como afirmam Shleifer & Vishny (1986), é um importante mecanismo para minimizar os efeitos deste conflito, mas existem custos para tal. Os autores concluem, contudo, que acionistas com participações relevantes (mais de 5% do total de ações da companhia) possuem incentivos para realizar esta tarefa e, portanto, as empresas com a presença de, no mínimo, um acionista relevante, já teriam parte deste conflito amenizado.

Como os grupos familiares geralmente possuem esta característica de deter participação relevante nas suas empresas, automaticamente teriam incentivos em reforçar o monitoramento dos gestores, atenuando, portanto, o conflito citado. No entanto, isso não seria atribuído à presença familiar por si só e, sim, a essa determinada característica que estas possuem em comum. Andres (2006) compara, assim, o efeito na empresa do controle familiar ao do controle por outros grandes blocos. A pesquisa foi feita na Alemanha com 275 firmas de 1998 a 2004. O resultado, porém, confirmou que, mesmo se comparadas a empresas com controladores mais concentrados, as firmas familiares ainda assim apresentam desempenho superior (em termos de rentabilidade e de valor de

mercado). Detectou ainda que 37,5% das firmas presentes na amostra são familiares.

O estudo de Villalonga & Amit (2006) complementa essa questão. Como citado acima, um monitoramento mais forte ajudaria a solucionar este Problema 1. Os autores argumentam que, mesmo em corporações com grandes acionistas, os incentivos a este monitoramento são mais fortes se este grande acionista (não necessariamente controlador) é um indivíduo ou família e mais fracos se for uma instituição como um banco ou fundo de investimento, já que estes últimos possuem interesses diluídos entre seus múltiplos acionistas.

A pesquisa de Anderson & Reeb (2003) demonstra resultados nesta direção: as famílias estão presentes em um terço das companhias presentes no S&P 500 e apresentam desempenho superior às não familiares tanto em termos de rentabilidade (medida pelo ROA) e no mercado (Q de Tobin), rejeitando a hipótese de que a propriedade familiar é pouco eficiente nas firmas dos EUA.

Em contrapartida a esta visão, Villalonga & Amit (2006) complementam que o mesmo pode não ocorrer com o Problema 2, que pode ser definido basicamente pelo conflito entre acionistas majoritários (neste caso, controladores e não apenas proprietários) e minoritários. Os acionistas majoritários, por possuírem o benefício do controle, podem utilizar-se deste para favorecimento próprio, gerando perdas para os demais acionistas, ou seja, pode ocorrer uma expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. Similarmente ao Problema 1, caso o controlador seja um indivíduo ou família, os interesses pessoais estão diretamente ligados à empresa, possuindo mais incentivos para utilizar o poder de controle em benefício próprio. Dessa forma, ao contrário do Problema 1, o controle da empresa por parte

de uma família pode ser prejudicial aos investidores minoritários, assim como ao desempenho da firma. Os autores, contudo, encontram uma relação positiva entre controle familiar e desempenho da companhia no mercado acionário (medido pelo Q de Tobin).

Como este controle é exercido também é um ponto relevante para ser explorado. A forma inicial e mais simples de os acionistas obterem o controle na empresa é possuir a maioria das ações. Ao longo da história das corporações, contudo, foram surgindo mecanismos que aumentam o poder de controle de maneira desproporcional à quantidade de ações detidas pelos controladores. Apesar disso, a idéia de que o princípio de “uma ação - um voto” (representada não só pelas classes de ações distintas, mas também por outros mecanismos de reforço do controle) é desejável é a visão dominante na literatura, como afirmam Adams & Ferreira (2008), ou seja, tais mecanismos basicamente geram benefícios somente ao grupo controlador, podendo até agravar os conflitos existentes na corporação.

Esta ótica de que este princípio é desejado é reforçada também pelos indicativos de boas práticas de governança existentes, como as exigências dos níveis N2 e NM da Bovespa (disponíveis no Apêndice 1), que não permitem o uso de ações preferenciais, os padrões de governança exigidos pela BNDESPAR para investimento em ações de determinada companhia (Apêndice 2) e o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC:

“O direito de voto deverá ser assegurado a todos os sócios, independentemente da espécie ou classe de suas ações/quotas e na proporção destas. Assim, uma ação/quota deverá assegurar o direito a um voto. Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedades e demais organizações, no que couber.”

Villalonga & Amit, em um outro artigo publicado em 2007, também exploram este ponto. Os autores detectaram, primeiramente, entre empresas estadunidenses presentes no Fortune 500, que as firmas familiares foram o único grupo de acionistas pesquisado que demonstrou utilizar mecanismos que aumentam os direitos de controle em contrapartida aos direitos de fluxo de caixa. Os principais mecanismos utilizados são o acordo de acionistas e as ações com diferentes classes (direitos a voto distintos). O estudo concluiu ainda que o efeito no desempenho das empresas de alguns desses mecanismos é negativo, como no caso das ações com classes distintas e para as representações desproporcionais nos Conselhos de Administração.

Esse “apego” pelo controle por parte das famílias é detectado ainda por Ehrhardt, Nowak & Weber (2006), ao estudar a evolução da propriedade e controle nas firmas familiares na Alemanha ao longo de 100 anos, que concluem que as famílias possuem um comportamento um tanto peculiar: quando possuem participação na firma, costumam controlá-la e, se venderem a firma, costumam fazê-lo em blocos, não retendo um número significativo de ações (geralmente menos que 3%). Ele demonstra que as famílias são bastante lentas para vender parte de suas ações, mas que o controle geralmente permanece firme e forte depois de várias gerações, ou seja, a família raramente abre mão do controle quando possui parte da propriedade.

Estes mesmos autores detectaram ainda relação positiva entre presença familiar e desempenho da empresa (medido em termos de ROA), ou seja, as firmas familiares costumam possuir resultados superiores às não familiares. Este desempenho, porém, vai caindo ao longo das gerações da família, o que pode ser

atribuído a características típicas das empresas familiares, como o nepotismo, que, segundo Pérez-Gonzalez (2006), limita o escopo da competitividade existente no mercado de trabalho, ou a rivalidade entre familiares, que, segundo Bertrand, Johnson, Samphantharak & Schoar (2008) é o conflito por poder entre os membros familiares, na medida em que o controle passa a ficar cada vez mais diluído ao longo das gerações.

Uma outra visão de como a presença familiar afeta a empresa é abordada na pesquisa de Lethbridge (1997), que afirma que este tipo de companhia ganhou muito espaço em épocas de elevado protecionismo e incentivos estatais e que, em cenários de maior liberalização da economia, tendem a apresentar dificuldades de crescimento, em especial no que tange à captação de recursos para investimento e entrada em novos negócios. Em relação a este último ponto, o autor cita a aversão por parte das famílias ao endividamento e à entrada de novos grupos de acionistas em suas companhias, assim como o apego à tradição e o medo de perder o controle como possíveis causas para tais dificuldades.

Burkart, Panunzi & Shleifer (2003) citam que há três abrangentes teorias na literatura sobre o assunto que apontam os benefícios de a família preservar o controle (neste caso, a definição de controle utilizada é aquele exercido através da gestão): a primeira é o “*amenity potential*”, que basicamente consiste no fato de que o estímulo de o fundador manter o controle da empresa junto à família parte de uma utilidade não pecuniária, ou seja, ele pode ficar satisfeito em simplesmente ver o seu filho, que carrega o nome da família, à frente da empresa; a segunda teoria relaciona-se com a reputação que a presença da família pode trazer à empresa, ou seja, as famílias têm um nome a zelar e tenderiam a ser mais

rigorosas em termos de qualidade, além de tenderem a possuir relacionamentos mais sólidos na política, trazendo benefícios à companhia; por fim, a terceira tem a ver com o medo de a família sofrer expropriação por parte dos novos controladores.

Eles simulam uma situação na qual o fundador decide se quem vai sucedê-lo será um herdeiro da família ou será um profissional. A conclusão é que num sistema anglo-saxão, que tem leis mais fortes, a tendência é entregar a empresa para profissionais e, no que ele denomina de “resto do mundo”, é manter um herdeiro. Os autores argumentam que quando o fundador não se interessa mais em ficar na empresa, exceto se os motivos pessoais forem muito fortes (se, por exemplo, ele quiser manter a empresa com a família por alguma ligação emocional), ele tende a escolher a opção que melhor aumente o valor de suas ações. A sucessão por profissionais seria a primeira opção, pois, na teoria, estes seriam melhores gestores que um gestor familiar. Contudo, o medo de ser expropriado pelos novos tomadores de decisão pode mudar a opção: se ele não possui ou não confia nos meios de monitorar os gestores de forma efetiva, ele tende a manter alguém da família de forma a evitar tais expropriações.

O estudo acima, entretanto, se baseia no pilar teórico de que o gestor profissional é melhor que o gestor familiar. Essa não é uma premissa nos estudos que identificam prêmios significativos para empresas geridas pela família e/ou, em especial, pelo fundador. Villalonga & Amit (2006) ao analisar o efeito da gestão familiar no valor de mercado da empresa, em princípio, não detectam prêmio significativo, todavia, quando separam os gestores por geração, detectam a presença de um “*founder premium*”, ou seja, a empresa é negociada com um

prêmio no mercado se o fundador ainda atua como CEO. Eles testam esse efeito nas empresas da Fortune 500 e encontram esse prêmio também para quando o fundador é o Presidente do Conselho de Administração com um CEO externo contratado. No entanto, acham um prêmio negativo quando é algum herdeiro que comanda a empresa, mesmo quando o fundador ainda é o Presidente do Conselho.

Favero, Giglio, Honorati & Panunzi (2006) realizam um estudo similar em firmas italianas entre 1998 e 2003. Testam se empresas familiares têm maior desempenho que as demais. O foco principal é tentar distinguir se há diferença se o CEO é o fundador, um herdeiro ou um profissional externo. Eles argumentam que a presença familiar na gestão tende a amenizar o conflito entre gestão e propriedade, porém, o medo da expropriação por parte dos minoritários pode gerar uma diminuição no valor da empresa. Além disso, no processo de sucessão, os fundadores podem tender a passar a gestão para membros da família, mesmo que não qualificados, "*only to keep the family happy*", o que geraria perdas para a empresa. Os resultados encontrados, todavia, são que as firmas familiares apresentam desempenhos superiores às demais firmas e que não há diferença entre os três tipos de CEO, mostrando que o que importa mais é que a empresa seja gerida pela família, mas que quem comanda a gestão não é relevante. Destaca-se, ainda, que desempenho superior é somente relevante nos indicadores de rentabilidade (ROE e ROA), sendo pouco significativo em termos de prêmios no valor de mercado da companhia.

Em uma linha similar, Sraer & Thesmar (2006) detectam que dois terços das empresas presentes no mercado acionário da França entre 1994 e 2000 eram

controladas por famílias, sendo metade pelo fundador e a outra metade por algum herdeiro. Como resultado, encontram que as firmas familiares, mesmo que controladas por herdeiros, possuem desempenho (em termos de ROE e ROA) superior às demais companhias.

Barontini & Caprio (2006) encontram um resultado um pouco diferente. Eles fazem o teste na Europa Continental (11 países) para detectar qual empresa possui melhor desempenho entre aquelas controladas por famílias ou por outros acionistas. Os autores encontram que o desempenho (em termos de ROA e Q de Tobin) é melhor quando fundador é da gestão ou quando herdeiro é do Conselho de Administração. Quando o herdeiro é o CEO, não há diferença estatística significativa em relação a não familiares.

Já Bennedsen, Nielsen, Pérez-Gonzalez & Wolfenzon (2006), que analisam o processo de sucessão na Dinamarca (1994 a 2002) estudando, inclusive, diferença de gêneros do primeiro herdeiro como fator comportamental que pode influenciar no processo de escolher os sucessores, concluem que sucessões familiares (indicação de herdeiro da família como CEO e não um externo) levam a resultados significativamente negativos.

Nota-se, por fim, a importância do estudo sobre a presença familiar nas corporações e sua relação com os conflitos estudados pela governança corporativa. Dado o exposto neste capítulo, foi possível notar a vasta diversidade (muitas vezes defendendo pontos opostos) de teorias existente em relação ao tema e que o efeito deste fator em uma corporação pode ir além do incentivo ou desincentivo ao monitoramento, podendo ser influenciado ainda, entre outros fatores, pela posição que a família ocupa na companhia (propriedade, controle

e/ou gestão), pela geração em que a família se encontra desde o fundador, por padrões comportamentais associados aos meios familiares, políticos e culturais, bem como pela estrutura institucional de cada país, o que explica a variedade de resultados encontrados nos estudos citados.

Nesse sentido, a pesquisa que segue visa explorar parte das questões abordadas neste capítulo dentro de uma amostra das principais empresas abertas presentes no mercado acionário brasileiro.

### 3 METODOLOGIA

Para a realização desta pesquisa, foi montada uma base de dados com uma amostra de empresas presentes na Bovespa, sendo coletadas uma série de informações sobre cada uma delas que, agrupadas, foram submetidas a testes estatísticos e econométricos de forma a testar a relevância dos resultados e a interação entre as variáveis. Este capítulo, portanto, dedica-se, primeiramente, a especificar os critérios utilizados para o levantamento dos dados e, em seguida, a comentar sobre como os mesmos foram tratados.

#### 3.1 BASE DE DADOS E DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

O critério para a seleção da amostra de empresas utilizadas foi definido por aquelas que faziam parte do Índice Bovespa (IBOVESPA) no final do ano de 2007 (carteira de setembro a dezembro de 2007). A relação das mesmas encontra-se no Apêndice 3. É importante destacar que, neste período, o IBOVESPA era composto por 63 ações de 57 empresas, contudo, apenas 55 foram utilizadas para a amostra, pois duas delas (Acesita e Celesc) encontravam-se com problemas de disponibilidade de dados na fonte de informações utilizada. As variáveis coletadas para cada uma das empresas encontram-se definidas na Tabela 1.

**Tabela 1 – Especificação das variáveis coletadas**

CATEGORIA	VARIÁVEIS	TIPO
Identificação do(s) acionista(s) controlador(es)	Familiar (FAM); estatal (SOE); compartilhada (SBH); estrangeira (FOR); fundo de pensão (INST)	Variáveis <i>dummy</i> , sendo “1” em caso positivo e “0” em caso negativo
Presença Familiar	Propriedade familiar (PFAM); controle familiar	Variáveis <i>dummy</i> ,

		(CFAM); gestão familiar (GFAM)	sendo “1” em caso positivo e “0” em caso negativo
Estrutura de propriedade e controle 1	de e	Direito de controle - percentual de ações ordinárias em posse dos acionistas controladores (CON); direito sobre fluxo de caixa - percentual do total de ações em posse dos acionistas controladores (PROP); diferença entre CON e PROP (DIF)	Variáveis contínuas que expressam percentuais.
Estrutura de propriedade e controle 2	de e	Possui ações de classes diferentes, ou seja, com diferentes direitos a voto (WEDGE); presença de acordo entre os grandes acionistas (SHAGR); presença de estrutura piramidal que aumenta o direito de controle de algum acionista (PYR); presença de, no mínimo, um dos mecanismos de reforço do controle anteriores (CEM); acionista relevante (com mais de 5% do total de ações) que não seja do grupo controlador (OUTBKH)	Variáveis <i>dummy</i> , sendo “1” em caso positivo e “0” em caso negativo
Conselho de Administração e gestão 1	de e	Tamanho do Conselho de Administração (BODSZ); proporção de membros externos do Conselho (OUTBOD); proporção de membros da família no Conselho (FAMBOD)	Variáveis discretas e contínuas
Conselho de administração e gestão 2	de e	Cargos de CEO e Presidente do Conselho são ocupados pela mesma pessoa (CHCEO); CEO participa do Conselho de Administração (CEOBOD); Presidente do Conselho é um membro da família (CHAIR); CEO é um membro da família (CEO) Presidente do Conselho é o fundador da firma (FOUNDCHAIR); Presidente do Conselho é algum herdeiro da família (HEIRCHAIR); CEO é o fundador da firma (FOUNDCEO); CEO é algum herdeiro da família (HEIRCEO)	Variáveis <i>dummy</i> , sendo “1” em caso positivo e “0” em caso negativo
Padrões de Governança Corporativa	de	Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC): calculado por Leal e Carvalhal-da-Silva	Variáveis discretas
Adesão voluntária a		Possui ADR Level 1, Level 2, Level 3 ou títulos	Variáveis <i>dummy</i> ,

regras de governança corporativa	144-A (ADR); listada nos segmentos de Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (N1N2NM); somente N2 e NM (N2NM)	sendo “1” em caso positivo e “0” em caso negativo
Indicadores Financeiros	Valor da firma: Q de Tobin (Q); Lucratividade: Lucro Operacional / Ativo Total Médio (ROA), Lucro Líquido / Patrimônio Líquido Médio (ROE); Estrutura de capital: razão entre total da dívida e <i>book value</i> do patrimônio líquido (DEBTEQ); Tamanho: logaritmo natural do total de ativos (LN A) e da receita total (LN S); Crescimento: variação da receita no ano (SALESGR); <i>Payout ratio</i> : razão dos dividendos pagos por ação sobre o ganho líquido por ação ao final do ano fiscal (PAYOUT); Dividendos: razão entre dividendos recebidos por ação ao longo do ano sobre o preço praticado no início do ano (DIVYIELD); Tipo de operação: <i>proxy</i> do nível de tangibilidade das operações da companhia, calculada pela razão entre ativos fixos brutos (acrescida do estoque) e o ativo total (TANG)	Variáveis contínuas
Outros	Idade da firma (FIRMAGE); Índice de liquidez (LIQ)	Variáveis contínuas

Parte dos mais de 2.300 dados (43 variáveis de 55 firmas) foi coletada basicamente a partir das Informações Anuais (IAN) de cada empresa separadamente, inseridas nas Informações Periódicas Eventuais que as mesmas fornecem à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Este sistema de informações tem a vantagem de possuir uma vasta oferta de dados de maneira padronizada. O IPGC foi fornecido pelos próprios elaboradores. A listagem das empresas com adesão voluntária às regras de governança corporativa foi retirada dos *websites* da Bovespa e da CVM (no caso das ADRs). Já os indicadores financeiros foram

buscados na base de dados do Bloomberg. Os índices de liquidez utilizados foram retirados da base do Economática. Por fim, dados não disponíveis nas fontes relatadas, como o fundador da empresa e a idade da firma, foram buscados um a um nos *websites* das próprias companhias ou através de e-mail pelo canal de Relações com Investidores das mesmas.

Algumas questões particulares de determinadas variáveis devem ser discutidas antes de seguir para a descrição do tratamento dos dados:

a) Identificação dos acionistas controladores

Foi classificado positivamente caso alguma empresa identificada pela CVM como controladora (ou controlador de controlador, até o último nível disponível, desde que exerça controle, seja direto ou indireto) conste no IAN como estrangeiro (FOR), seja uma estatal (SOE) ou um fundo de pensão (INST). O controle compartilhado (SBH) é considerado apenas quando há diferentes controladores, contudo, esses controladores devem pertencer a grupos ou famílias distintas. Já a variável FAM foi classificado positivamente caso tenha sido identificada presença familiar em algum dos níveis explicitados abaixo.

b) Presença familiar

A presença familiar na empresa foi pesquisada em três níveis: propriedade, controle e gestão. Para que seja classificado positivamente, deve haver algum membro da família fundadora, de origem brasileira, em algum desses níveis. Para isso foram pesquisados os nomes completos dos fundadores de cada uma das empresas e comparados aos sobrenomes dos proprietários (PFAM), controladores

(CFAM) ou membros da diretoria executiva (GFAM). Cabe destacar que, para que seja considerada proprietária, a família deve ser um acionista relevante, ou seja, possuir no mínimo 5% das ações da companhia. Há casos particulares como empresas controladas por fundações pertencentes às famílias fundadoras. Neste caso, como as famílias não podem obter lucro diretamente - dadas as particularidades que constituem uma fundação - mas possuem poder de decisão na empresa, foram consideradas controladoras, porém não proprietárias.

#### c) Estrutura de Propriedade e Controle 1

Os dados consistem nas somas do total de ações da companhia (PROP) ou somente ON (CON) em posse daqueles identificados como controladores no IAN.

#### d) Estrutura de Propriedade e Controle 2

A presença de pirâmide (PYR) é considerada se os controladores do topo da árvore societária exercem controle através de uma estrutura que permita atingir tal poder sem possuir direito à totalidade dos 50% + 1 de ações geralmente necessárias para que se atinja o controle. Por exemplo: se a empresa analisada X é controlada com 80% das ações ON em posse do grupo Y, que é controlado pelo grupo Z através de 90% das ações ON, considera-se que a X não possui uma estrutura piramidal, pois Z controla X com um “direito integral” sobre 72% das ações ON. Contudo, se a empresa X é controlada com 60% das ações em posse de Y, controlada por Z através de 70% das ações, então X possui uma estrutura piramidal, pois, indiretamente, possui apenas 42% da empresa.

A presença de acordo de acionistas (SHAGR) foi considerada se, nos dados disponíveis no IAN, fosse apontada a existência deste instrumento.

Além disso, foi considerado que a empresa possui algum tipo de mecanismo de reforço do controle (CEM) se possuir, no mínimo, um dos três instrumentos pesquisados: pirâmide (PYR), ações de classes distintas (WEDGE) ou acordo de acionistas (SHAGR).

#### e) Conselho de Administração e Gestão 1

Foram contabilizados como membros do Conselho de Administração apenas aqueles apontados como efetivos no IAN e foram classificados membros externos do Conselho de Administração aqueles cujos nomes não coincidiam com os membros da diretoria executiva listados no IAN.

A proporção de membros da família no Conselho de Administração foi calculada pelo número de membros efetivos com mesmo sobrenome da família fundadora dividido pelo número de membros efetivos do Conselho.

#### f) Conselho de Administração e Gestão 2

Os nomes dos CEOs e Presidentes do Conselho foram comparados um a um com os nomes e sobrenomes dos fundadores das empresas. Em caso de possuir o mesmo sobrenome (mas não o nome), foi considerado um herdeiro.

#### g) Indicadores Financeiros

O Q de Tobin (Q) foi calculado pela fórmula aproximada proposta por Chung & Pruitt (1994) definida pela soma do valor de mercado das ações da firma e do *book value* da sua dívida (definido como a soma do passivo circulante,

passivo exigível a longo prazo e estoques diminuída do ativo circulante), dividida pelo total de ativos.

h) Outros

Índice de liquidez calculado pela Bovespa, baseado nos volumes negociados das ações nos últimos 12 meses.

### 3.2 TRATAMENTO DOS DADOS

Depois de coletada a base de dados, estes foram separados em dois grupos: empresas familiares (FAM) e empresas não familiares (NON FAM). O critério para que a empresa fosse considerada familiar é possuir presença familiar em algum dos três níveis pesquisados, como descrito no item b da sessão 3.1 acima. Foram calculadas as respectivas médias aritméticas de cada grupo para cada variável e dispostas tabelas para comparação. De forma a dar maior consistência à análise dos dados, tais resultados foram submetidos a testes de inferência estatística de forma a avaliar sua relevância. Por fim, foram realizados alguns testes econométricos de forma a mensurar a interação entre as variáveis.

#### 3.2.1 Teste t

Primeiramente foi realizado, em cada variável, um teste t comum para médias de duas amostras independentes, de variâncias desconhecidas. Segundo Bussab e Morettin (2003), este teste consiste na seguinte seqüência de procedimentos:

Considerando:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

Para cada amostra, calculamos os estimadores da média e variância:

$$\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i, \quad S_1^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2, \quad \text{sendo } n = \text{tamanho da amostra}$$

$$\bar{Y} = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m Y_i, \quad S_2^2 = \frac{1}{m-1} \sum_{i=1}^m (Y_i - \bar{Y})^2, \quad \text{sendo } m = \text{tamanho da amostra}$$

Sob a hipótese  $H_0$ , temos:

$$E(\bar{X} - \bar{Y}) = 0, \quad \text{Var}(\bar{X} - \bar{Y}) = \text{Var}(\bar{X}) + \text{Var}(\bar{Y}) = \frac{\sigma_1^2}{n} + \frac{\sigma_2^2}{m}$$

Como  $\bar{X} - \bar{Y}$  tem distribuição normal, se as variâncias forem desconhecidas e desiguais, temos que:

$$T = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{S_1^2/n + S_2^2/m}}$$

T aproxima-se de uma distribuição t de Student, com o seguinte número de graus de liberdade:

$$\nu = \frac{(A+B)^2}{A^2/(n-1) + B^2/(m-1)}, \quad \text{sendo } A = S_1^2/n \text{ e } B = S_2^2/m.$$

Contudo, a premissa básica para o teste t é de que as populações possuem distribuição normal. Como se pode notar, boa parte dos dados são variáveis *dummy*, cuja distribuição em nada se assemelha à normal. Além disso, foram realizados testes de aderência para distribuição normal de Kolmogorov-Smirnov nas variáveis e, em 70% dos casos, foi rejeitada a hipótese de normalidade (com

um grau de confiança de 5%). Dessa maneira, além dos testes t, também foram realizados testes não paramétricos para comparar as médias das variáveis, especificamente o Teste de Mann-Whitney (teste MW) e o Teste Qui-Quadrado (teste QUI).

### 3.2.2 Testes não paramétricos

Os testes não paramétricos, segundo Siegel (1975), consistem em testes de inferência estatística que não desenvolvem hipóteses sobre a natureza da população da qual se extraíram os dados, ou seja, não levam em conta os parâmetros fixos de uma distribuição específica. Tais métodos passaram a ser cada vez mais utilizados, dada a observação de que, em muitos casos, a amostra de dados não se aproxima de nenhuma distribuição estatística específica, além do fato de também serem testes muito eficientes. A Tabela 2 descreve algumas das vantagens e desvantagens da utilização de métodos não paramétricos.

**Tabela 2 – Vantagens e desvantagens dos métodos não paramétricos**

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> <li>- A exatidão da afirmação probabilística não depende da forma da população;</li> <li>- Se a amostra for muito pequena, não existe alternativa para o emprego de uma prova não paramétrica, a menos que a natureza da distribuição seja plenamente conhecida;</li> <li>- São adequadas para o tratamento de amostras advindas de populações diferentes;</li> <li>- Podem ser aplicados a dados mensurados em escala nominal.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quando todas as condições de uma prova paramétrica estão satisfeitas, esta possui a mesma eficiência de uma prova não paramétrica 10% maior, ou seja, a não paramétrica pode representar um “desperdício de dados”;</li> <li>- Ainda não existem métodos não paramétricos para testar interações no modelo de análise de variância.</li> </ul>

Fonte: Siegel, 1975

Especificamente o teste de Mann-Whitney, segundo o mesmo autor:

“Desde que atingido um grau de mensuração pelo menos ordinal, pode-se aplicar a prova de U de Mann-Whitney (...). Trata-se de uma das mais poderosas provas não paramétricas, e constitui uma alternativa extremamente útil da prova paramétrica t, quando o pesquisador deseja evitar as suposições exigidas por este último (...)”. (p. 131)

O procedimento para a aplicação do método resume-se pelo seguinte:

1) Determinar os valores de  $n_1$  e  $n_2$ , sendo  $n_1$  = tamanho da amostra do grupo menor e  $n_2$  = tamanho da amostra do grupo maior.

2) Ordenar em conjunto os escores dos dois grupos, atribuindo o posto 1 ao escore que for menor algebricamente. Os postos, assim, variam de 1 a  $N = n_1 + n_2$ . No caso de empate, devem ser atribuídas as médias dos postos correspondentes.

3) O valor U pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$U = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1 + 1)}{2} - R_1, \text{ sendo } R_1 = \text{soma dos postos atribuídos ao grupo}$$

menor.

4) Rejeita-se  $H_0$  caso seja verificado na Tabela de Mann-Whitney que o valor U possui uma probabilidade associada não superior ao grau de confiança.

Nesse sentido, foram aplicados os testes MW em todas as variáveis contínuas e discretas. Este teste, contudo, não é adequado para dados do tipo *dummy*, pois estes não possuem propriedades ordinais e, sim, nominais. Um teste sugerido por Siegel (1975) para tais variáveis com mensuração em escala nominal é o teste QUI:

“Quando os dados da pesquisa se apresentam sob a forma de freqüências em categorias discretas, pode-se aplicar a prova  $\chi^2$  para determinar a significância de diferenças entre dois grupos independentes. A mensuração pode ser até mesmo em escala nominal”. (p. 117)

O método desta prova consiste em testar a hipótese de que determinada característica (separadas em linhas e colunas) possui freqüências relativas diferentes em cada uma das amostras em questão, a partir da seguinte fórmula:

$$\chi^2 = \sum_{i=1}^r \sum_{j=1}^k \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}, \text{ sendo } r \text{ linhas, } k \text{ colunas e:}$$

$O_{ij}$  = número de casos observados na linha  $i$  da coluna  $j$

$E_{ij}$  = número de casos esperados, sob  $H_0$ , na linha  $i$  da coluna  $j$

$\chi^2$  é dado pela fórmula acima com distribuição aproximada qui-quadrado com graus de liberdade  $\nu = (r - 1)(k - 1)$ .

### 3.2.3 Testes econométricos

De forma a mensurar a interação entre determinadas variáveis, foram realizadas regressões multivariadas pelo método de mínimos quadrados ordinários (MQO). Segundo Maddala (2003):

“Análise de regressão refere-se à descrição e a quantificação da relação entre uma dada variável (em geral chamada de variável *explicada* ou *dependente*) e uma ou mais variáveis (em geral chamadas de variáveis *explicativas* ou *independentes*). Denotaremos a variável explicada por  $y$  e as variáveis explicativas por  $x_1, x_2, \dots, x_k$ .” (p. 32)

Considerando uma relação linear entre as variáveis de acordo com a equação:

$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k$ , sendo  $k$  o número de variáveis explicativas, o método dos mínimos quadrados requer a escolha de  $\hat{\alpha}$  e  $\hat{\beta}$  como estimadores de  $\alpha$  e  $\beta$ , respectivamente, de forma que a soma do quadrado dos erros, definida por  $Q$  (representada na equação abaixo), seja mínima.

$$Q = \sum (y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta}_1 x_1 - \hat{\beta}_2 x_2 - \dots - \hat{\beta}_k x_k)^2$$

Tal método foi utilizado para analisar os dados através do programa estatístico SPSS, combinado com método *backward elimination*, presente no mesmo programa. Este método basicamente consiste em um procedimento de seleção de variáveis no qual todas as variáveis são inseridas na equação e, então, seqüencialmente removidas. A variável com o menor coeficiente de correlação parcial é primeiramente considerada para remoção. Ela é removida apenas se atingir o critério de eliminação (neste caso, definido como o p-valor do teste F realizado maior que 15%). Após a eliminação da primeira variável, a variável da nova equação com o menor coeficiente de correlação parcial é considerada, com o mesmo critério de remoção. O procedimento acaba apenas quando não há mais variáveis na equação que atendam o critério de remoção.

Este procedimento foi utilizado devido ao excessivo número de variáveis que, por conta do tamanho da amostra, restringiria o número de graus de liberdade. Dessa forma, o método fez com que fosse mantido no modelo a maior parte das variáveis que realmente possuem algum poder explicativo estatisticamente significativo.

O programa mostra todos os modelos calculados seqüencialmente com seus respectivos  $R^2$  e  $R^2$  ajustados. O  $R^2$  nada mais é que a fração da variância da amostra explicada pelos regressores inseridos no modelo. O  $R^2$  ajustado é o  $R^2$  deflacionado pelo número de graus de liberdade. Dessa maneira, o modelo escolhido foi aquele que apresentou maior  $R^2$  ajustado.

## 4 RESULTADOS

Das 55 empresas pesquisadas, 23 foram classificadas como familiares (FAM) e 32 não familiares (NON FAM), o que representam percentuais de 42% e 58%, respectivamente.

Dentro do grupo de não familiares, 7 empresas possuem controle estatal, ou seja, 22% deste último grupo ou 13% do total de empresas pesquisadas.

Das 23 empresas familiares, 20 são de propriedade familiar, 22 possuem controle familiar e 10 são geridas pela família, o que significam percentuais de 87%, 96% e 43%, respectivamente. O fato aparentemente curioso de existirem mais empresas controladas pela família do que aquelas de propriedade familiar pode ser explicado pela questão exposta no capítulo anterior de que algumas famílias exercem controle através de uma fundação. A relação das companhias familiares pode ser observada no Apêndice 4.

As estatísticas descritivas das variáveis contínuas e discretas pesquisadas podem ser observadas no Apêndice 5 e a matriz de correlação das principais variáveis, no Apêndice 6.

### 4.1 CONTROLE E PROPRIEDADE FAMILIAR

#### 4.1.1 Compartilhamento de controle e acionistas relevantes

Um ponto interessante de ser observado é que 70% das firmas familiares possuem algum acionista relevante (com mais de 5% das ações) que não pertence à família controladora e apenas 26% compartilham o controle. Aparentemente, estes dados podem significar que tais empresas familiares são

consideradas atrativas de tal forma que determinados agentes investem pesadamente mesmo sem participar do controle. Em contrapartida, podem também simplesmente sugerir uma aversão das famílias em dividir o controle das suas empresas.

Contudo, observando-se as empresas não familiares, 66% deste grupo possui acionistas relevantes fora do bloco de controle e 50% possui controle compartilhado. Pelos testes de média, o primeiro dado (OUTBKH) não pode ser considerado estatisticamente diferente entre os dois grupos, enfraquecendo, assim, a primeira suposição. Já a diferença do segundo dado (SBH) entre os grupos pode ser considerada estatisticamente relevante apenas se considerado um grau de confiança (alfa) acima de 7% no teste QUI e 8% no teste t, o que não enfraquece totalmente a segunda suposição, sugerindo, assim, que as empresas familiares tendem a possuir uma aversão ao compartilhamento de controle. Esta hipótese converge com o exposto por Ehrhardt, Nowak & Weber (2006) de que as famílias possuem um certo “apego” pelo controle da companhia, já que não costumam possuir participação relevante nas empresas sem que esta participação esteja associada ao controle. Esta última afirmação é reforçada, ainda, pelo fato de que, em nenhuma das companhias presentes no IBOVESPA, a família possui posição acionária relevante sem participar, ao mesmo tempo, do controle ou da gestão da empresa.

Ainda sobre o controle das empresas, nota-se uma rejeição significativa por parte das famílias em compartilhar controle com fundos de pensão (INST) e empresas estrangeiras (FOR). No primeiro caso, nenhuma firma com presença

familiar compartilha controle com fundos de pensão e apenas 17% o fazem com estrangeiros. A suposição para o primeiro dado (INST), cuja diferença mostrou-se estatisticamente diferente no grupo FAM e NON FAM pelo teste t com um alfa de 5% e no teste QUI com alfa acima de 8%, não pode ser totalmente descartada. Já o segundo (FOR), é reforçado por ambos os testes com alfa abaixo de 5%. A Tabela 3 expõe os dados citados e os p-valores para os respectivos testes.

**Tabela 3 – Comparação da composição do controle**

		FAM	NON FAM
SBH	%	26%	50%
	p-valor (teste t)	0.08	
	p-valor (teste QUI)	0.07	
OUTBKH	%	70%	66%
	p-valor (teste t)	0.76	
	p-valor (teste QUI)	0.76	
INST	%	0%	13%
	p-valor (teste t)	0.03	
	p-valor (teste QUI)	0.08	
FOR	%	17%	47%
	p-valor (teste t)	0.02	
	p-valor (teste QUI)	0.02	

#### 4.1.2 Conselhos de Administração

Observando as características dos Conselhos de Administração das firmas com presença familiar, verificou-se que 91% possuem, no mínimo, um membro familiar no Conselho, sendo que a média da proporção destes membros em relação ao total (FAMBOD) é de 37%, ou seja, considerando que o tamanho médio do Conselho destas empresas (BODSZ) é de 9,1 membros, isso significa que geralmente entre 3 ou 4 membros são da família, o que é uma proporção menor do que a participação acionária dos mesmos nas companhias. Além disso, o Presidente do Conselho de Administração pertence à família fundadora em 65%

do grupo, sendo que em 20% dos casos este Presidente é um dos fundadores (FOUNDCHAIR) da empresa e nos outros 80% é um herdeiro (HEIRCHAIR). Destaca-se ainda que o CEO participa do Conselho de Administração (CEOBOD) de 48% do grupo FAM, sendo que 27% destes CEOs (13% do total do grupo) incorporam também o cargo de Presidente do Conselho (CHCEO).

Comparando-se com as empresas não familiares, nota-se que há poucas diferenças nas composições. Como pode ser observado na Tabela 4, tanto o tamanho do Conselho de Administração (BODSZ), quanto a quantidade de membros externos (OUTBOD) é praticamente igual em ambos os grupos. Ademais, a presença do CEO no Conselho (CEOBOD), apesar de maior no caso das NON FAM, não se confirma estatisticamente distinta da informação extraída do grupo FAM. O mesmo ocorre com a incorporação dos dois cargos (CHCEO) pela mesma pessoa.

**Tabela 4 – Comparação da composição dos Conselhos de Administração**

		FAM	NON FAM
BODSZ	valor	9.13	9.25
	p-valor (teste t)		0.87
	p-valor (teste MW)		0.83
OUTBOD	valor	8.39	8.47
	p-valor (teste t)		0.92
	p-valor (teste MW)		0.87
CHCEO	%	13%	28%
	p-valor (teste t)		0.19
	p-valor (teste QUI)		0.18
CEOBOD	%	48%	56%
	p-valor (teste t)		0.55
	p-valor (teste QUI)		0.54

### 4.1.3 Mecanismos de controle

No que se refere à estrutura de controle, 96% das empresas familiares possuem algum tipo de mecanismo de reforço do controle (CEM): 35% utilizam pirâmide (PYR), 61% acordo de acionistas (SHAGR) e 78% utilizam ações preferenciais sem direito a voto (WEDGE).

É interessante destacar que a hipótese levantada por Villalonga & Amit (2007), exposta no Capítulo 2, de que o uso destes instrumentos é mais difundido nas empresas com presença familiar se comparado ao outro grupo, no qual 78% das empresas utilizam algum mecanismo de reforço do controle, não pode ser estatisticamente descartada pelo teste t com alfa de 5% e pelo teste QUI a 7%.

O acordo de acionistas e as pirâmides separadamente também se confirmam mais utilizadas na categoria FAM. Já o uso de ações sem direito a voto, apesar de maior entre as famílias, não se confirmou estatisticamente distinto do outro grupo. No entanto, a diferença (DIF) entre o percentual de ações com direito a voto e do total de ações é bem maior nas firmas familiares, o que reforça a visão de que as famílias possuem um “apego” maior pelo controle da empresa.

Um outro ponto a ser destacado é a alta concentração do controle no Brasil, demonstrando que as companhias brasileiras, em termos de perfil de controle, se assemelham mais às empresas européias do que às de origem anglo-saxãs. Os resultados das variáveis mencionadas podem ser observados na Tabela 5.

**Tabela 5 – Comparação dos mecanismos de controle**

		FAM	NON FAM
CON	%	69.25	59.82
	p-valor (teste t)	0.20	
	p-valor (teste MW)	0.09	
PROP	%	39.48	41.75
	p-valor (teste t)	0.72	
	p-valor (teste MW)	0.73	
DIF	%	29.77	18.07
	p-valor (teste t)	0.02	
	p-valor (teste MW)	0.01	
WEDGE	%	78%	66%
	p-valor (teste t)	0.32	
	p-valor (teste QUI)	0.31	
SHAGR	%	57%	28%
	p-valor (teste t)	0.03	
	p-valor (teste QUI)	0.03	
PYR	%	35%	13%
	p-valor (teste t)	0.07	
	p-valor (teste QUI)	0.05	
CEM	%	96%	78%
	p-valor (teste t)	0.05	
	p-valor (teste QUI)	0.07	

#### 4.2 GESTÃO FAMILIAR

Em relação à presença familiar na diretoria executiva (o que, como citado anteriormente, ocorre em 43% do grupo FAM), 90% das empresas com gestão familiar possuem um membro da família no cargo de CEO, sendo que, em 22% dos casos, esta pessoa é o próprio fundador da firma (FOUNDCEO) e nos demais 78% é algum herdeiro (HEIRCEO).

Este dado é relevante se considerado que existe de fato um “*founder premium*” e/ou que a sucessão familiar na gestão influencia no resultado da empresa. Isso porque, caso a presença familiar (FAM) seja considerada benéfica para a companhia, a existência de um herdeiro na gestão pode anular este efeito

(ou a presença do fundador pode aumentar), alterando, assim, alguns dos resultados.

#### 4.3 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

No que tange às práticas de governança corporativa, os grupos FAM e NON FAM não apresentam diferenças em relação às práticas avaliadas pelo IPCG (ou RCGI). O mesmo ocorre na adesão voluntária a regras de governança no caso das ADRs. Já no caso dos níveis de governança da Bovespa, 96% do grupo FAM adere a alguma prática, o que é significativamente maior que os 63% de participação das NON FAM. Contudo, se excluído o Nível 1, que ainda é um estágio muito incipiente de governança (por conter, por exemplo, a não obrigatoriedade de apresentar demonstrações financeiras nas regras internacionais e permitir o uso de ações preferenciais sem restrição), os grupos permanecem sem diferenciação estatisticamente significativa. A Tabela 6 expõe os números mencionados.

**Tabela 6 – Comparação de práticas de governança corporativa**

		FAM	NON FAM
RCGI	valor	12.02	11.86
	p-valor (teste t)		0.79
	p-valor (teste MW)		0.54
ADR	%	70%	75%
	p-valor (teste t)		0.66
	p-valor (teste QUI)		0.66
NMN2N1	%	96%	63%
	p-valor (teste t)		0.00
	p-valor (teste QUI)		0.00
NMN2	%	35%	31%
	p-valor (teste t)		0.79
	p-valor (teste QUI)		0.78

#### 4.4 DADOS FINANCEIROS

Se analisadas as rentabilidades no ano de 2007, o retorno sobre o ativo (ROA) apresenta-se significativamente maior no caso das NON FAM. Todavia, seria precipitado afirmar a partir deste dado que a presença familiar é prejudicial ao desempenho da empresa em termos de rentabilidade, porque o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) não apresenta diferenças relevantes entre os grupos.

Uma possível explicação para esse descasamento entre ROE e ROA é uma diferença relevante dos resultados não operacionais entre os dois grupos, já que o ROA é calculado a partir do lucro operacional e o ROE a partir do lucro líquido. O dado de tangibilidade (TANG) reforça esta hipótese, pois nota-se que as NON FAM possuem um nível de ativos fixos muito mais alto que as FAM, sugerindo que os tipos de negócio são relevantemente diferentes. Isso pode indicar que parte dos ganhos de tais companhias com baixo índice de ativos fixos, apesar de considerada não operacional por convenções contábeis, pode vir de operações recorrentes como, por exemplo, *leasing*, no caso de companhias aéreas, financiamento de clientes, no caso de incorporadoras imobiliárias ou redes varejistas, ou compra e venda de ativos financeiros, como no caso de *holdings*. Destaca-se, ainda, que, assim como os ativos, os patrimônios líquidos médios das firmas familiares e não familiares não apresentam diferenças relevantes. Ademais, foram comparados os ROAs calculados a partir do lucro líquido (ao invés do lucro operacional) de ambos os grupos e, ao contrário do anterior, não houve diferenças estatisticamente relevantes, reforçando a hipótese do descasamento dos lucros.

Como, por conta das diferenças com relação aos tipos de operação das empresas, não há como estabelecer qual o indicador mais apropriado, não é adequado concluir que existe efeito da presença familiar na rentabilidade da empresa. Além disso, é importante destacar que as hipóteses formuladas apenas com esta comparação podem se tornar fracas por não considerar o efeito das demais variáveis e por levar em conta dados restritos a um curto espaço de tempo (afinal, a rentabilidade das empresas tende a sofrer variações ano a ano).

Na mesma linha, comparando-se os números de valor da firma (representado por Q) sem nenhum outro tipo de tratamento estatístico ou econométrico e restrito ao ano de 2007, as FAM não aparentam possuir um prêmio ou desconto em relação ao outro grupo, pois nenhum resultado é estatisticamente significativo com alfa menor que 5% ou 10%.

Por fim, analisando rapidamente as demais variáveis, destaca-se que apenas o *dividend yield* (DIVYIELD) apresentou diferenças estatisticamente significativas entre os dados dos dois grupos, ao contrário do tamanho (LN A e LN S), crescimento (SALESGR), idade da firma (FIRMAGE), índice de liquidez (LIQ), *payout ratio* (PAYOUT) ou alavancagem (DEBTEQ). Em relação a esta última variável, destaca-se que, ao contrário do que foi levantado por Lethbridge (1997), as empresas familiares pesquisadas não parecem possuir aversão ao endividamento. Os resultados citados podem ser observados na Tabela 7.

**Tabela 7 – Comparação de dados financeiros**

		FAM	NON FAM
TOBIN Q	valor	1.55	1.50
	p-valor (teste t)	0.86	
	p-valor (teste MW)	0.35	
ROA	%	9%	13%
	p-valor (teste t)	0.15	
	p-valor (teste MW)	0.07	
ROE	%	19%	21%
	p-valor (teste t)	0.72	
	p-valor (teste MW)	0.68	
LN A	valor	9.58	9.56
	p-valor (teste t)	0.97	
	p-valor (teste MW)	0.70	
LN S	valor	8.83	8.95
	p-valor (teste t)	0.75	
	p-valor (teste MW)	0.86	
SALESGR	%	0.19	0.21
	p-valor (teste t)	0.85	
	p-valor (teste MW)	0.40	
DEBTEQ	%	106%	89%
	p-valor (teste t)	0.58	
	p-valor (teste MW)	0.16	
PAYOUT	%	30%	64%
	p-valor (teste t)	0.14	
	p-valor (teste MW)	0.18	
DIVYIELD	%	3%	5%
	p-valor (teste t)	0.01	
	p-valor (teste MW)	0.09	
TANG	%	52%	92%
	p-valor (teste t)	0.00	
	p-valor (teste MW)	0.00	
FIRIMAGE	valor	45.13	46.91
	p-valor (teste t)	0.87	
	p-valor (teste MW)	0.73	
LIQ	valor	1.12	1.40
	p-valor (teste t)	0.52	
	p-valor (teste MW)	0.29	

Cabe destacar que foram realizados testes excluindo as empresas exclusivamente estatais da amostra de não familiares por entender que a lógica financeira das mesmas poderia ser diferente de uma empresa de propriedade privada, entretanto, nenhum dos testes mostrou alterações relevantes em termos estatísticos (ou seja, nenhum dos testes de diferença de média passou a ser ou

deixou de ser estatisticamente significativo com a mudança). O mesmo foi realizado com as empresas de gestão familiar e os resultados também não apresentaram alterações relevantes em termos estatísticos.

#### 4.5 TESTES ECONOMETRÍCOS

Por mais que algumas das variáveis exploradas nos itens acima não apresentem diferenças estatisticamente relevantes entre os dois grupos, isso não significa que a presença familiar não exerça influência nas mesmas. Isso porque, primeiramente, os testes de diferença de média restringem seus graus de liberdade ao dividir as variáveis em dois grupos (perdendo precisão), mas, principalmente, porque os mesmos não levam em conta as correlações e interações entre as diversas variáveis.

Dado o exposto, foram realizadas três regressões com o método de mínimos quadrados ordinários (MQO) mudando apenas a variável dependente de forma a avaliar o impacto das variáveis coletadas no desempenho (em termos de rentabilidade – ROE e ROA - e de valor – Q) das firmas.

Em relação às variáveis independentes, foi incluída a maior parte daquelas apresentadas na Tabela 1 com algumas ressalvas:

- Por serem variáveis que visam explicar questões equivalentes, ROE não foi incluída como independente quando ROA era dependente e vice-versa;

- Pelo fato de que rentabilidade pode ser um fator influente (considerando uma relação causal) no valor da firma, mas o contrário geralmente não é verdadeiro, Q não foi incluída como independente quando ROE ou ROA eram

variáveis dependentes; pelo mesmo critério de relação de causalidade DIVYIELD, PAYOUT e LIQ também foram excluídos do modelo quando as variáveis testadas eram ROE e ROA;

- Foram excluídas as variáveis que são funções de outras incluídas no modelo, como CON e PROP que possuem relação linear com DIF; CEM, que é função de WEDGE, PYR e SHAGR; e WEDGE, que é função de DIF;

- Foram também excluídas variáveis que possuem alta correlação (maior que 0,70) com outras variáveis independentes incluídas no modelo, como PFAM, CFAM, FAMBOD e CHAIR que são altamente correlacionadas com FAM; CEO e HEIRCEO cujos coeficientes também se encontram acima de 0,70 com a variável GFAM; e ROE (no caso da variável dependente ser Q) com ROA;

- Por fim, de modo a eliminar possíveis vieses por conta de amostras muito pequenas (menor ou igual a três), foram descartadas as variáveis FOUNDCEO e FOUNDCHAIR, que se manifestaram em apenas 2 e 3 companhias, respectivamente.

Por ser um alto número de variáveis se comparado ao tamanho de cada amostra (incorrendo, assim, em perda de graus de liberdade e perda de significância estatística em variáveis relevantes), foi utilizado o método *backward elimination* do SPSS para o cálculo dos coeficientes, gerando entre 10 e 15 modelos diferentes ao longo do processo de eliminação das variáveis. Os modelos escolhidos foram aqueles que apresentaram maior  $R^2$  ajustado (geralmente um dos últimos modelos gerados pelo método). Destaca-se que foram consideradas

para a análise a seguir apenas aquelas variáveis que apresentaram coeficientes com p-valor menor que 10%.

#### **4.5.1 Rentabilidade**

Como pode ser observado na Tabela 8, a presença familiar (FAM) não parece apresentar relação estatisticamente significativa com a rentabilidade da companhia, contudo, o fator de gestão familiar (GFAM) aparentou possuir uma relação negativa (quando a rentabilidade é medida em termos de ROA). Este resultado a princípio sugere que a gestão familiar é prejudicial à companhia, de acordo com alguns dos argumentos apresentados por Pérez-Gonzalez (2006), Burkart, Panunzi & Shleifer (2003) e Bertrand, Johnson, Samphantharak & Schoar (2008). Entretanto, a hipótese perde força se considerado que o outro indicador de rentabilidade utilizado (ROE) não aparentou sofrer influências de nenhuma das variáveis associadas à presença familiar. Similarmente ao explicitado no item 4.4, estas diferenças de resultados podem ser atribuídas ao fato de que há um descasamento entre lucros operacional e líquido, por conta das diferenças entre os tipos de operação das empresas. Dessa forma, o efeito da presença familiar na rentabilidade da empresa permanece inconclusivo.

No que tange aos mecanismos de reforço do controle, o uso de pirâmides e acordo de acionistas não apresentaram coeficientes significativos e foram expurgados da regressão pelo programa estatístico, sugerindo que os mesmos não apresentam influência na companhia de tal modo a prejudicar seu resultado. A variável DIF, no entanto, não segue o mesmo padrão: quanto maior o descasamento entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa, pior o

resultado da empresa. Este fato converge com a argumentação de Villalonga & Amit (2007), ao afirmarem que acordo de acionistas e pirâmides podem existir por outras finalidades que não o reforço do controle, contudo, as classes distintas de ações existem prioritariamente para este fim e, portanto, é mais provável que a presença das mesmas agravem os conflitos de agência existentes na companhia.

Um fato curioso entre os resultados foi a relação negativa entre a adesão voluntária a práticas de governança no caso das ADRs e a rentabilidade da companhia. Uma possível explicação para o fato seria que tais práticas levam a regras contábeis mais rigorosas e, portanto, a resultados apurados mais baixos.

Por fim, destaca-se que a restrição amostral a apenas um ano específico não colabora por fortalecer os resultados relatados. Isso porque a rentabilidade das companhias tende a sofrer variações ao longo do tempo, seja por fatores pontuais ou por ciclos do negócio.

**Tabela 8 – Regressões MQO para ROE e ROA como variáveis dependentes**

	Var. Dependente: ROE R2 Ajustado: 0,273		Var. Dependente: ROA R2 Ajustado: 0,391	
Variável	Coeficiente	p-valor	Coeficiente	p-valor
(Constante)	0,545	0,00	0,361	0,00
FAM	-	-	0,028	0,32
GFAM	-	-	-0,075	0,03
INST	-	-	0,088	0,04
DIF	-0,003	0,01	-0,002	0,02
BODSIZ	-0,079	0,07	0,010	0,02
OUTBOD	0,089	0,04	-	-
CHCEO	-0,078	0,13	-0,052	0,08
CEOBOD	0,121	0,13	0,048	0,11
RCGI	-0,023	0,03	-	-
ADR	-0,123	0,01	-0,075	0,00
N2NM	-	-	-0,066	0,01
FIRMAGE	0,001	0,17	-	-
DEBTEQ	-	-	-0,012	0,21
LN_A	-	-	-0,024	0,01

#### 4.5.2 Valor de mercado

Como pode ser observado na Tabela 9, a presença familiar parece apresentar relação positiva com o valor de mercado da empresa (medido em termos de Q de TOBIN), no entanto, esse efeito é praticamente anulado se a companhia é gerida pela família, sugerindo que a gestão familiar é interpretada pelo mercado como prejudicial. Este resultado, porém, pode estar sendo viesado pelo fato de que 70% das companhias geridas por famílias possuem como CEO um herdeiro do fundador. Um resultado desse tipo ocorreu no estudo de Villalonga & Amit (2006), que, em princípio, não encontraram influência significativa da gestão familiar na empresa, contudo, quando separaram a amostra entre gestão por fundadores e por herdeiros, repararam que os fundadores apresentam influência positiva enquanto os herdeiros geram efeito negativo.

A amostra da presente pesquisa, todavia, por apresentar limitações na quantidade de companhias dirigidas pelos seus fundadores (apenas duas), impediu que tal teste fosse realizado.

Em relação às demais características dos controladores, foram encontradas relações positivas com o valor de mercado no caso de empresas controladas por grupos estrangeiros (FOR) e relações negativas com aquelas que apresentam compartilhamento de controle (SBH), o que sugere que o mercado considera que existem outras formas de controle, além da presença familiar, que podem beneficiar ou prejudicar a companhia.

Em especial para o caso do FOR, chama a atenção que sua influência no valor da empresa é praticamente o dobro da variável FAM. Ademais, vale destacar que, segundo a Bovespa (2009), “as aplicações realizadas por investidores estrangeiros lideraram a movimentação financeira da BOVESPA ao longo de 2007, encerrando o ano com participação de 34,5% do volume total”. Isso pode significar que, na realidade, o controle estrangeiro não é interpretado como benéfico para empresa, mas sim que tal fator é significativo pelo simples fato de que os investidores estrangeiros, ao investirem no mercado acionário brasileiro em busca de maiores ganhos por conta da maior volatilidade (e, conseqüentemente, da maior relação risco-retorno), tendem a investir em companhias cujos acionistas eles já conhecem.

No que se refere aos mecanismos de controle, o resultado foi similar ao encontrado no item anterior que versa sobre sua relação com a rentabilidade da companhia, podendo ser interpretado da mesma maneira.

Outra variável que demonstrou parecer significativa foi a presença do CEO no Conselho de Administração (CEOBOD), o que pode sugerir que a participação do gestor nas decisões estratégicas exercidas pelo Conselho (que representa os acionistas) podem contribuir por alinhar as visões dos dois grupos em questão, além de facilitar o seu monitoramento, amenizando o Problema 1 (citado no item 2). Esta relação positiva praticamente desaparece se essa participação ocorre com a incorporação do cargo de Presidente do Conselho pelo CEO (CHCEO), sugerindo que o maior poder dado ao CEO no Conselho de Administração pode levá-lo a impor os interesses do grupo gestor em detrimento dos interesses dos acionistas, enfraquecendo o alinhamento das visões e o seu monitoramento por parte dos acionistas.

No que tange aos dados financeiros, nota-se que rentabilidade (representada pelo ROA) e crescimento (SALESGR) estão positivamente ligados ao valor da empresa, o que mostra que os resultados passados influenciam na formação das expectativas quanto aos resultados futuros, além de ser um resultado consistente com a literatura de finanças corporativas existente. A liquidez (LIQ) também apresentou relação positiva, sugerindo a presença de um prêmio no valor da companhia caso a ação apresente maior facilidade para ser comprada ou vendida. Por fim, a tangibilidade (TANG) e o tamanho do ativo (LN A) apresentam relação negativa com o valor de mercado da companhia. Uma possível explicação para o resultado é que empresas grandes e/ou com alta participação de ativos fixos podem apresentar menores perspectivas de

crescimento (dado que a mesma já adquiriu uma proporção relevante) e/ou dificuldades de gestão dada a complexidade que a mesma vai ganhando.

Por fim, vale frisar que, similarmente ao citado no item anterior, porém em menor grau (já que o valor de mercado tende a ser menos estático no tempo por geralmente considerar as perspectivas em relação ao futuro da empresa), a restrição amostral a apenas um ano específico não colabora por fortalecer os resultados relatados.

**Tabela 9 – Regressões em MQO para Q como variável dependente**

	Var. Dependente: Q	
	R2 Ajustado: 0.829	
Variável	Coeficiente	p-valor
(Constante)	2.76	0.00
FAM	0.41	0.02
GFAM	-0.33	0.10
SBH	-0.50	0.00
FOR	0.79	0.00
DIF	-0.01	0.00
CHCEO	-0.65	0.00
CEOBOD	0.56	0.00
TANG	-0.51	0.00
SALESGR	0.61	0.00
LN_A	-0.19	0.00
LIQ	0.09	0.03
ROA	5.70	0.00

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo demonstrou a forte presença de empresas sob influência familiar no Brasil, mesmo entre empresas grandes e consolidadas presentes no principal índice de bolsa de valores do país. As firmas familiares demonstraram ser 42% daquelas presentes no Índice Bovespa, o que é uma proporção maior que a encontrada nos Estados Unidos (um terço) por Anderson & Reeb (2003), na Alemanha (37,5%) por Andres (2006), e que a média das grandes empresas de 27 países pesquisados por La Porta, Lopes-de-Silanes & Shleifer (1998): 30%. Destaca-se, ainda, que 43% delas são geridas por membros da família fundadora.

No que se refere ao controle destas empresas, o estudo convergiu para a hipótese de Ehrhardt, Nowak & Weber (2006) de que as famílias possuem um certo “apego” ao controle da companhia, reforçado pelo baixo compartilhamento de controle (apenas 26% compartilham o controle com outros grupos), pela alta utilização de mecanismos de reforço do controle (96% utilizam pirâmides, acordo de acionistas e/ou ações de classes distintas), pela elevada diferença entre o percentual de ações com direito a voto e do total de ações (quase 30 pontos percentuais) e pelo fato de que não há participações acionárias relevantes por parte das famílias sem que estas estejam associadas ao controle ou à gestão da companhia. Uma possível explicação para este fato são algumas das hipóteses levantadas por Burkart, Panunzi & Shleifer (2003), de que as famílias mantêm o controle por medo de expropriação por parte do novo controlador e/ou por uma utilidade não pecuniária, como, por exemplo, o fato de que nome da família está vinculado à companhia (envolvendo sua reputação).

Ademais, em uma análise preliminar da influência destes mecanismos de reforço do controle no desempenho (tanto em termos de rentabilidade quanto em valor de mercado) da companhia, notou-se que, enquanto o uso de pirâmides e/ou acordo de acionistas não aparentou exercer efeito, a diferença entre o percentual de ações com direito a voto e do total de ações apresentou relação negativa. Dado isso e considerando o exposto por Villalonga & Amit (2007) – que, diferentemente das classes distintas de ações, o acordo de acionistas e as pirâmides podem existir por outras finalidades que não prioritariamente o reforço do controle – nota-se que o excesso de controle pode agravar os conflitos existentes na companhia, prejudicando sua rentabilidade e gerando prêmios negativos em seu valor de mercado.

No que tange às características dos Conselhos de Administração e das práticas de governança, o estudo não detectou diferenças significativas das empresas familiares se comparadas às demais firmas.

Em relação à influência da presença familiar no desempenho das companhias, o resultado ficou inconclusivo quando este desempenho foi medido por indicadores de rentabilidade (ROE e ROA), pois os indicadores testados apontavam efeitos distintos. No entanto, o mesmo não ocorreu quando a variável dependente era o prêmio de mercado. Neste caso, a presença familiar (FAM) aparentou possuir um prêmio de mercado positivo, prêmio este que é praticamente anulado se essa presença familiar é acompanhada também pela participação de algum membro da família fundadora na gestão da companhia. Destaca-se, no entanto, que o fundador participa de poucas empresas familiares,

estando a maior parte delas sob o comando de seus herdeiros, o que poderia estar viesando o resultado. Isso porque, como sugerem os estudos de Villalonga & Amit (2006) e de Bennedsen, Nielsen, Pérez-Gonzalez & Wolfenzon (2006), os herdeiros podem apresentar prêmios negativos, ao contrário dos fundadores, que geralmente possuem prêmios positivos.

A amostra restrita de companhias comandadas por seus fundadores impediu que fossem realizados estudos mais profundos com relação às diferenças de impacto nas empresas de acordo com a geração da família desde o fundador. Além disso, a restrição da amostra a apenas um ano específico não colabora por fortalecer os resultados encontrados já que as variáveis testadas (Q de Tobin e, especialmente, ROE e ROA) podem apresentar variação considerável de ano para ano, sendo recomendável, assim, uma comparação ao longo de um intervalo temporal mais amplo.

Dado o exposto, a principal sugestão para trabalhos futuros se baseia na ampliação da amostra, tanto em termos de quantidade de empresas pesquisadas quanto em número de anos. Primeiramente, o aumento do intervalo de anos permitiria um maior embasamento dos resultados encontrados que, através de análise de dados firma-ano dispostos em painel, amenizariam possíveis vieses temporais (por conta, por exemplo, de fatores pontuais ou de ciclo do negócio ocorridos especificamente no ano pesquisado) contidos nas variáveis utilizadas para medir desempenho.

Em segundo lugar, a ampliação da quantidade de empresas pesquisadas permitiria verificar se as proporções encontradas nesta dissertação apresentam

mudanças significativas dentro de um grupo maior de companhias listadas na Bovespa. Como demonstram La Porta, Lopes-de-Silanes & Shleifer (1998), a proporção de empresas familiares entre as médias empresas tende a ser relevantemente maior do que entre as grandes corporações. Dessa forma, a ampliação da amostra para outras companhias presentes na Bovespa tende, ainda, a aumentar a proporção das firmas familiares em relação ao total, na medida em que empresas menores vão sendo incorporadas na pesquisa, mostrando que a presença familiar no país pode ser ainda maior.

Ademais, uma amostra mais numerosa permitiria uma análise da distinção dos prêmios de valor de mercado de acordo com as gerações da família, amenizando o efeito do possível viés de geração explicitado. Além disso, possibilitaria a realização de ajustes da rentabilidade e do valor de mercado de acordo com o setor no qual a empresa se insere (com este tamanho de amostra, a maior parte dos setores teriam apenas uma ou duas empresas). Este último ponto poderia elevar a precisão do resultado, em especial no estudo relacionado à rentabilidade, já que as empresas familiares e não familiares apresentaram tipos de operação (representados aqui pela tangibilidade do ativo) relevantemente distintos, o que impediu uma conclusão mais precisa para este ponto.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAM, R. e FERREIRA, D. **One share-one vote**: the empirical evidence. Review of Finance, Vol. 12, Issue 1, pp. 51-91, 2008.

ANDERSON, R. C. e REEB, D. M. **Founding-Family Ownership and Firm Performance**: Evidence from the S&P 500. The Journal of Finance, Vol. 58, No. 3, pp. 1301-1328, 2003.

ANDRES, C. **Family ownership as the optimal organizational structure?** EFA 2006 Zurich Meetings. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=903710>

BARONTINI, R. e CAPRIO, L. **The effect of family control on firm value and performance**: evidence from Continental Europe. European Financial Management, Vol. 12, No. 5, pp. 689–723, 2006.

BENNEDSEN, M. NIELSEN, K. M. PÉREZ-GONZALEZ, F. e WOLFENZON, D. **Inside the family firm**: the role of families in succession decisions and performance. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 122 No. 2, pp.647-691, 2007.

BERLE, A. e MEANS, G. **The modern corporation and private property**. Harcourt, Brace & World, New York, NY, 1932.

BERTRAND, M. JOHNSON, S. SAMPHANTHARAK, K. e SCHOAR, A. **Mixing family with business**: a study of Thai business groups and the families behind. Journal of Financial Economics, Vol. 88, No. 3, pp. 466-498, 2008.

BORGES, L. F. X, Investidores Institucionais: Padrões de Governança Requeridos pela BNDESPAR [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por: [isabelbz@bndes.gov.br](mailto:isabelbz@bndes.gov.br) em 27/07/2009.

BOVESPA. **Índices – Índice Bovespa – Ibovespa**. Mercado. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/00.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2009.

BOVESPA. **Informações para empresas – Abertura de capital – Segmento de Listagem**. Empresas. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em: 09 dez. 2008.

BOVESPA. **BOVESPA faz balanço de 2007**. Notícias. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Noticias/080104NotC.asp>. Acesso em: 01 abr. 2009.

BUKART, M. PANUNZI, F. e SCHLEIFER, A. **Family firms**. Journal of Finance, American Finance Association, Vol. 58 (5), pp. 2167-2202, 2003.

BUSSAB, W. e MORETTIN, P. **Estatística Básica**. 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2003.

CHUNG, K. H. e PRUITT, S. W. **A simple approximation of Tobin's q**. Financial Management, Vol. 23, No. 3, pp 70-74, 1994.

EHRHARDT, O. NOWAK, E. e WEBER, F. **Running in the family**: The evolution of ownership, control and performance in German family-owned firms, 1903-2003. Swiss Finance Institute. Research paper series nº 06 – 13, 2006.

FAVERO, C. A. GIGLIO, S. W. HONORATI, M. e PANUNZI, F. **The performance of Italian family firms**. ECGI Working Paper Series in Finance. Working Paper N°127/2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Origem da boa governança**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>. Acesso em: 15 abr. 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>. Acesso em: 15 jul 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3ª edição, 2004. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. **Theory of the firm**: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, pp. 305-360, 1976.

LA PORTA, R. LOPES-DE-SILANES, F. & SHLEIFER, A. **Corporate ownership around the world**. Journal of Finance, Vol. 54 pp. 471-517, 1998.

Leal, R. P. C.; Carvalhal da Silva, A. L. **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)**. In: Chong, A., Lopez-de-Silanes, F., org., Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America, pp. 213-287, Stanford University Press, 2007.

LETHBRIDGE, E. **Tendências da Empresa Familiar no Mundo**. Revista do BNDES, Vol. 4, No. 7, junho de 1997.

MADDALA, G. S. **Introdução à econometria**. 3ª edição, Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora, 2003.

PÉREZ-GONZALEZ, F. **Inherited Control and Firm Performance**. American Economic Review. Vol. 96, No. 5, 2006.

SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. **Large shareholders and corporate control**. The Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 3, Part 1, pp. 461-488, 1986.

SIEGEL, S. **Estatística não paramétrica para as ciências do comportamento**. São Paulo, McGraw-Hill do Brasil, 1975.

SRAER, D. & THESMAR, D. **Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market**. Journal of the European Economic Association, Vol. 5, No. 4, pp. 709-751, 2007.

VILLALONGA, B. & AMIT, R. **How do family ownership, control and management affect firm value?** Journal of Financial Economics, 80, pp. 385–417, 2006.

VILLALONGA, B. & AMIT, R. **How are U.S. family firms controlled?** Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 8, pp. 3047-3091, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=891004>

## Apêndice 1

	NOVO MERCADO (NM)	NÍVEL 2 (N2)	NÍVEL 1 (N1)	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

FONTE: BOVESPA (2008)

## Apêndice 2

BNDESPAR - Padrões de Governança Requeridos:

- Foco na subscrição de ações com direito a voto;
- Direito a indicar representante no Conselho de Administração;
- *Tag Along* de 100%;
- Comprometimento de abrir capital (IPO – *Initial Public Offer*) em prazo pré estabelecido preferencialmente no Novo Mercado da Bovespa ou no Bovespa Mais.

Exigência de Aprovação Prévia (condições a serem examinadas caso a caso):

- Entrada em uma nova linha de negócio ou venda de ativos relevantes, incluindo participação em subsidiárias;
- Fusões, aquisições e *joint ventures*;
- Alienação do Controle e, mesmo certas alterações no Estatuto Social;
- Emissão de títulos (debêntures, ações ou direitos de subscrição);
- Definição da política de distribuição de dividendos;
- Celebração de contratos de longo prazo em montantes que excedam determinado valor de referência (PL, Ativo Total, Receita Líquida);
- Celebração de contratos que com transferência de tecnologia;
- Definição da remuneração (fixa e variável) dos administradores;
- Celebração de contratos de mútuo entre partes relacionadas.

FONTE: Borges (2009)

## Apêndice 3

TICKER	NOME	TICKER	NOME	TICKER	NOME
ACES4	Acesita	CSAN3	Cosan	PETR3	Petrobrás
ALLL11	ALL Logística	CSNA3	CSN	PETR4	Petrobrás
AMBV4	Ambev	CYRE3	Cyrela Realty	PRGA3	Perdigão
ARCZ6	Aracruz	DURA4	Duratex	SBSP3	Sabesp
BBAS3	Banco do Brasil	ELET3	Eletróbrás	SDIA4	Sadia
BBDC4	Banco Bradesco	ELET6	Eletróbrás	TAMM4	Tam
BRAP4	Bradespar	ELPL6	Eletropaulo	TCSL3	Tim Participações
BRKM5	Braskem	EMBR3	Embraer	TCSL4	Tim Participações
BRT04	Brasil Telecom	GFSA3	Gafisa	TLPP4	Telesp
B RTP3	Brasil Telecom Par	GGBR4	Gerdau	TMAR5	Telemar NL
B RTP4	Brasil Telecom Par	GOAU4	Gerdau Metalúrgica	TMCP4	Telemig
BTOW3	B2W	GOLL4	Gol	TNLP3	Tele Norte Leste Part
CCPR3	Cyrela-CCP	ITAU4	Banco Itau	TNLP4	Tele Norte Leste Part
CCRO3	CCR Rodovias	ITSA4	Itausa	TRPL4	Tractebel
CESP6	CESP	KLBN4	Klabin	UBBR11	Unibanco
CGAS5	Comgás	LAME4	Lojas Americanas	UGPA4	Ultrapar
CLSC6	Celesc	LIGT3	Light	USIM5	Usiminas
CMIG4	Cemig	LREN3	Lojas Renner	VALE3	Vale do Rio Doce
CPFE3	CPFL Energia	NATU3	Natura	VALE5	Vale do Rio Doce
CPLE6	Copel	NETC4	Net Cabo	VCPA4	VCP
CRUZ3	Souza Cruz	PCAR4	Pão de Açúcar	VIVO4	Vivo

FONTE: BOVESPA (2009)

## Apêndice 4

Empresa	FAM	PFAM	CFAM	GFAM
Ambev	1	0	1	0
CCR Rodovias	1	1	1	0
Natura	1	1	1	0
Pao de Acucar	1	1	1	0
Sadia SA	1	1	1	0
Ultrapar	1	1	1	0
Bradesco	1	0	1	0
Bradespar	1	0	1	0
Braskem	1	1	1	0
Cosan	1	1	1	1
Cyre Com-ccp	1	1	0	1
Cyrela Realt	1	1	1	1
Duratex	1	1	1	1
Gerdau	1	1	1	1
Gerdau Met	1	1	1	1
Gol	1	1	1	1
Itaubanco	1	1	1	1
Itausa	1	1	1	1
Klabin	1	1	1	0
Net	1	1	1	0
Tam	1	1	1	0
Unibanco	1	1	1	1
VCP	1	1	1	0

## Apêndice 5

	TOTAL					FAM					NON FAM				
	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desv Pad	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desv Pad	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desv Pad
CON	0,00	100,00	63,76	65,30	26,95	0,00	100,00	69,25	66,57	23,76	0,00	99,09	59,82	56,40	28,75
PROP	0,00	87,95	40,80	41,11	23,08	0,00	73,42	39,48	41,11	20,61	0,00	87,95	41,75	39,84	24,98
DIF	-2,37	58,10	22,96	25,98	18,89	0,00	53,21	29,77	38,54	18,50	-2,37	58,10	18,07	17,52	17,87
BODSIZ	5,00	17,00	9,20	9,00	2,65	5,00	16,00	9,13	9,00	2,65	5,00	17,00	9,25	9,00	2,69
OUTBOD	2,00	15,00	8,44	8,00	2,78	4,00	14,00	8,39	8,00	2,87	2,00	15,00	8,47	8,00	2,76
FAMBOD	0,00	0,80	0,14	0,00	0,23	0,00	0,80	0,34	0,25	0,25	0,00	0,10	0,00	0,00	0,02
RCGI	7,00	17,50	11,93	12,00	2,34	9,00	16,00	12,02	12,00	1,70	7,00	17,50	11,86	11,00	2,73
FIRMAGE	0,00	199,00	46,16	45,00	40,06	0,00	108,00	45,13	46,00	32,78	1,00	199,00	46,91	39,50	45,07
TOBIN Q	-0,03	4,65	1,52	1,29	0,94	-0,03	3,79	1,55	1,40	0,82	0,33	4,65	1,50	1,17	1,04
ROA	-0,05	0,36	0,11	0,10	0,09	-0,05	0,36	0,09	0,07	0,10	0,02	0,35	0,13	0,12	0,08
ROE	-0,02	0,70	0,20	0,19	0,14	-0,02	0,70	0,19	0,16	0,15	-0,01	0,56	0,21	0,20	0,14
LN A	6,49	12,79	9,57	9,42	1,45	6,49	12,74	9,58	9,04	1,65	7,23	12,79	9,56	9,65	1,31
DEBTEQ	0,00	5,86	0,96	0,61	1,09	0,00	3,58	1,06	0,78	0,98	0,10	5,86	0,89	0,58	1,18
PAYOUT	-2,29	5,94	0,50	0,40	0,90	-2,29	1,20	0,30	0,28	0,66	-0,27	5,94	0,64	0,44	1,03
DIVYIELD	0,00	0,18	0,04	0,03	0,04	0,00	0,06	0,03	0,03	0,02	0,00	0,18	0,05	0,03	0,05
TANG	0,01	2,22	0,75	0,78	0,46	0,01	1,04	0,52	0,61	0,33	0,02	2,22	0,92	0,91	0,47
LIQ	0,04	10,36	1,28	0,81	1,79	0,04	3,05	1,12	1,02	0,72	0,18	10,36	1,40	0,76	2,28
SALESGR	-0,28	2,84	0,20	0,11	0,43	-0,28	1,42	0,19	0,11	0,31	-0,16	2,84	0,21	0,08	0,50
LNS	4,31	12,05	8,90	9,01	1,29	4,31	11,16	8,83	9,01	1,50	7,07	12,05	8,95	9,01	1,14

Apêndice 6

	FAM	GFAM	SOE	SRH	FOR	INST	DIF	WEDGE	SHAGR	PYR	CEM	OUTBNH	BOSIZ	OUTBOD	CHECD	CEEBOD	FAMBOD	CHAIR	CEO	RCGI	ADR	NZNM	FRMAGE	TOBNQ	ROA	ROE	LNA	DEBTEQ	PAYOUT	DIWYELD	TANS	LIG	SALESGR	LNS	
FAM	1.00																																		
GFAM	0.66	1.00																																	
SOE	-0.50	-0.28	1.00																																
SRH	-0.24	-0.38	0.12	1.00																															
FOR	-0.31	-0.24	-0.07	0.58	1.00																														
INST	-0.24	-0.13	0.00	0.34	0.39	1.00																													
DIF	0.31	0.06	0.02	0.04	0.01	0.09	1.00																												
WEDGE	-0.14	0.01	-0.10	-0.11	-0.13	-0.18	-0.79	1.00																											
SHAGR	0.29	-0.10	-0.05	0.32	0.11	-0.09	0.01	0.05	1.00																										
PYR	0.27	0.09	-0.11	0.02	-0.01	-0.15	0.12	-0.14	0.02	1.00																									
CEM	0.25	0.06	0.00	0.34	0.19	0.12	0.51	-0.64	0.34	0.22	1.00																								
OUTBNH	0.04	-0.17	0.14	0.08	-0.15	-0.10	0.04	0.02	0.49	0.18	0.15	1.00																							
BOSIZ	-0.02	-0.07	0.21	-0.03	0.16	-0.07	0.28	-0.23	0.09	0.04	0.17	0.01	1.00																						
OUTBOD	-0.01	-0.19	0.15	0.06	0.18	0.01	0.30	-0.20	0.14	0.00	0.14	0.03	0.95	1.00																					
CHECD	-0.18	0.09	0.20	-0.25	-0.01	-0.15	-0.20	0.05	0.20	-0.17	0.09	0.18	0.13	0.00	1.00																				
CEEBOD	-0.08	0.35	0.22	-0.42	-0.23	-0.30	-0.06	-0.12	-0.27	-0.03	0.02	-0.04	-0.07	-0.33	0.50	1.00																			
FAMBOD	0.71	0.53	-0.34	-0.28	-0.32	-0.17	0.33	-0.22	0.05	-0.01	0.22	-0.11	-0.13	-0.13	-0.12	0.13	1.00																		
CHAIR	0.72	0.66	-0.36	-0.25	-0.27	-0.17	0.19	-0.03	0.17	0.07	0.14	-0.01	0.03	-0.02	-0.03	0.09	0.76	1.00																	
CEO	0.52	0.94	-0.28	-0.36	-0.22	-0.12	0.12	-0.07	-0.06	0.12	0.18	-0.11	-0.03	-0.18	0.12	0.42	0.55	0.61	1.00																
RCGI	0.03	0.15	-0.05	-0.40	-0.42	-0.20	-0.56	0.73	-0.17	-0.13	-0.89	-0.08	-0.34	-0.28	-0.07	-0.01	-0.02	0.07	1.00																
ADR	-0.06	-0.13	0.08	-0.08	0.02	0.17	0.30	-0.33	-0.17	0.03	0.09	-0.17	0.34	0.39	0.03	-0.17	-0.14	-0.08	-0.17	-0.15	1.00														
NZNM	0.04	0.07	0.04	-0.09	-0.10	-0.20	-0.50	0.66	0.14	-0.09	-0.37	-0.01	-0.08	-0.07	0.01	-0.12	-0.08	0.09	0.01	0.59	-0.09	1.00													
FRMAGE	-0.02	0.03	0.10	-0.18	-0.16	-0.09	-0.09	0.20	0.03	-0.32	-0.29	0.15	-0.06	-0.10	0.12	0.31	0.07	0.05	0.08	0.25	-0.39	0.03	1.00												
TOBNQ	0.02	-0.05	-0.27	0.11	0.27	-0.05	-0.35	0.40	-0.02	0.08	-0.19	-0.15	-0.10	-0.09	-0.25	-0.05	-0.05	0.00	-0.06	0.25	-0.29	0.21	0.05	1.00											
ROA	-0.20	-0.28	0.00	0.32	0.25	0.14	-0.22	0.19	0.11	-0.05	-0.05	0.01	0.00	0.02	-0.11	-0.11	-0.19	-0.21	-0.27	-0.07	-0.38	-0.10	-0.02	0.63	1.00										
ROE	-0.05	-0.13	-0.01	0.20	0.03	0.04	-0.25	0.30	0.14	-0.10	-0.10	0.11	-0.02	-0.01	-0.08	0.00	0.01	-0.06	-0.09	0.02	-0.45	-0.01	0.31	0.52	0.77	1.00									
LNA	0.01	0.11	0.33	-0.17	-0.20	0.14	0.16	-0.34	-0.19	0.12	0.15	0.14	0.11	0.04	0.08	0.32	0.06	-0.10	0.22	-0.10	0.14	-0.40	0.20	-0.41	-0.31	-0.05	1.00								
DEBTEQ	0.08	0.04	-0.05	0.06	0.00	-0.11	0.01	-0.03	-0.15	0.10	0.02	0.06	-0.07	-0.09	-0.21	0.20	-0.02	-0.09	0.08	0.08	-0.15	-0.02	0.39	0.14	-0.16	0.16	0.30	1.00							
PAYOUT	-0.19	-0.21	-0.08	-0.01	-0.06	-0.02	-0.05	-0.14	-0.14	-0.27	0.03	-0.22	-0.07	-0.08	-0.14	0.09	-0.06	-0.22	-0.19	-0.12	0.07	-0.14	-0.12	0.06	0.16	0.10	-0.05	-0.05	1.00						
DIWYELD	-0.33	-0.19	0.13	0.14	0.21	0.07	0.01	-0.01	0.06	-0.19	0.03	0.12	0.10	0.06	0.16	0.05	-0.14	-0.22	-0.14	-0.35	-0.19	-0.19	0.06	-0.08	0.41	0.49	-0.01	-0.17	0.20	1.00					
TANS	-0.43	-0.33	0.24	0.23	0.32	0.31	0.07	-0.21	-0.16	-0.12	0.14	-0.11	0.21	0.19	0.10	-0.07	-0.30	-0.23	-0.35	-0.45	0.17	-0.32	-0.35	0.26	-0.21	0.26	-0.09	-0.12	-0.45	0.16	0.42	1.00			
LIG	-0.08	0.00	0.30	-0.06	-0.02	0.31	0.02	-0.16	-0.17	0.01	0.10	-0.01	0.06	0.06	-0.08	0.11	-0.06	-0.09	0.04	0.06	0.16	-0.15	0.08	0.13	0.10	0.13	0.52	0.05	-0.08	-0.13	-0.09	1.00			
SALESGR	-0.02	-0.05	-0.19	0.17	0.05	-0.03	-0.15	0.19	-0.08	0.17	-0.02	-0.15	-0.08	-0.02	-0.15	-0.20	-0.10	-0.09	-0.05	0.25	0.15	0.18	-0.10	0.43	0.06	-0.10	-0.23	0.14	-0.01	-0.30	-0.26	-0.01	1.00		
LNS	-0.04	-0.08	0.21	0.03	-0.10	0.20	0.15	-0.35	-0.15	0.13	0.23	0.13	0.09	0.03	-0.05	0.23	-0.01	-0.20	0.09	-0.14	0.10	-0.43	0.21	-0.23	-0.09	0.06	0.86	0.29	0.08	-0.03	-0.04	0.53	-0.07	1.00	

# 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](#)