



**FUNDAÇÃO EDSON QUEIROZ
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA - UNIFOR**

Francisco Mozart Cavalcante Rolim

**Governança Corporativa, Desempenho e Valor: estudo
comparativo entre empresas familiares e não-familiares
de capital aberto do Brasil**

**FORTALEZA
2009**

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.



**FUNDAÇÃO EDSON QUEIROZ
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA - UNIFOR**

Francisco Mozart Cavalcante Rolim

**Governança Corporativa, Desempenho e Valor: estudo
comparativo entre empresas familiares e não-familiares
de capital aberto do Brasil**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Administração de Empresas da Universidade de Fortaleza como requisito parcial para obtenção do Título de Mestre em Administração.

Orientador: Heber José de Moura

**FORTALEZA
2009**

R748g Rolim, Francisco Mozart Cavalcante.
Governança corporativa, desempenho e valor : estudo comparativo entre
empresas familiares e não-familiares de capital aberto do Brasil / Francisco
Mozart Cavalcante Rolim. - 2009.
173 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade de Fortaleza, 2009.
“Orientação: Prof. Dr. Heber José de Moura.”

1. Governança corporativa. 2. Empresas familiares. 3. Administração de
empresas. I. Título.

CDU 658.310.8

Francisco Mozart Cavalcante Rolim

**Governança Corporativa, Desempenho e Valor: estudo
comparativo entre empresas familiares e não-familiares
de capital aberto do Brasil**

Dissertação julgada e aprovada para obtenção do título de Mestre em
Administração de Empresas pela Universidade de Fortaleza.

Área de Concentração: Estratégia e Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Estratégia Empresarial

Data de Aprovação: 06/08/2009

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Heber José de Moura (Orientador UNIFOR)

Prof. Augusto Marcos Carvalho de Sena, Ph.D (Membro UNIFOR)

Profa. Dra. Verônica Lídia Peñaloza Fuentes (Membro UECE)

Dedico este trabalho àquele que me incentivou a persistir nos estudos, sempre: meu pai, Stanley Rolim (*in memoriam*).

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação de mestrado é fruto de um projeto pessoal. Representa um degrau a mais alcançado em minha trajetória de vida. Por esta razão, agradeço a todos que tornaram possível mais esta conquista, em especial:

A Deus Pai Todo Poderoso, criador de todas as belas obras da Natureza. Sem Ele, nada faria o menor sentido. Obrigado, Senhor, por mais uma graça alcançada.

A meu pai, herói e eterno amigo, José Francisco Stanley Pinheiro Rolim (*in memoriam*), que sempre me incentivou a estudar e não mediu esforços para proporcionar, a seus filhos, uma educação de qualidade.

À minha adorável esposa, Micheline, porto seguro que me apóia e ajuda sempre a cumprir minhas metas e objetivos, com fé em Deus, paciência, muito amor e afinho no que faço.

Às queridas filhas Rebecca, Myrna e Mayra, esta última ainda com poucos meses de vida à época da conclusão deste estudo, na esperança de que meu esforço sirva-lhes de incentivo na busca do conhecimento e realização de obras que certamente me encherão de orgulho e contentamento.

A minha mãe, Eliane, e aos irmãos: Cláudia, Marcos Paulo e Henrique (este também Mestre em Administração), pela atenção e bom convívio durante boa parte de minha vida.

Ao Banco do Nordeste do Brasil S/A (BNB), instituição a que venho me dedicando por mais de duas décadas, pelo apoio financeiro e logístico para o desenvolvimento desta pesquisa. Sem este auxílio, não me teria sido possível cursar o mestrado no tempo planejado.

Às empresas *Bowne Brasil* e *Prosperare*, por permitirem acesso a sistemas e estudos que facilitaram, sobremaneira, a coleta e organização de informações, bem como por importantes subsídios ao desenvolvimento deste trabalho.

À Caixa de Previdência dos Funcionários do BNB (CAPEF), entidade que, como partícipe e associado, muito me orgulho, em especial à pessoa de Edmar Honorato, que me proporcionou logística através de consultas ao sistema Economática®, essencial na fase da coleta de dados.

Ao Dr. Heber José de Moura, com quem tive a honra, o privilégio e a sorte de poder contar, pela valiosa orientação. Aos demais professores do mestrado, em especial aos membros da Banca de Qualificação, Drs. Marcos Sena e Tarcísio Leite, pela relevante contribuição e oportunas sugestões.

A todos que fazem a Coordenação do Mestrado em Administração da Unifor, em especial ao professor Dr. Sérgio Henrique Arruda C. Forte, pelo incentivo e atenção dispensados no início desta jornada.

A todos os colegas do Curso de Mestrado Acadêmico (CMA) da Unifor e do Banco do Nordeste, pela oportunidade de partilhar dúvidas, anseios e preocupações.

Finalmente, a todos que, direta ou indiretamente torceram por mim e me apoiaram; deixo de nominá-los, um a um, por receio de que algum nome me escape à memória.

“Só se conquista a imortalidade ao compartilhar suas idéias e experiências com o mundo.”

(O Autor)

ROLIM, Francisco Mozart Cavalcante. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor:** estudo comparativo entre empresas familiares e não-familiares de capital aberto do Brasil. 2009. 173 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade de Fortaleza-UNIFOR, CMA, Fortaleza, 2009.

Perfil do autor: Especialista em Comércio Exterior pela Universidade Católica de Brasília – UCB, em 2004 e, em Gestão da Qualidade em Serviços pela Universidade de Pernambuco – UPE, em 1998. Graduado em Administração de Empresas pela Universidade Católica de Pernambuco – UNICAP, em 1996. Administrador e Professor Universitário.

RESUMO

Governança Corporativa é um tema que vem despertando crescente interesse no meio acadêmico e empresarial, mormente nos últimos anos, havendo consenso entre profissionais e pesquisadores de que o assunto, atualmente, converte-se em uma das preocupações centrais da alta gestão, no mundo inteiro. Companhias que demonstram maior comprometimento com a governança sinalizam menores riscos, agregando maior valor de mercado, melhor desempenho e menores custos de capital próprio e de terceiros. Empresas familiares, geralmente vistas por investidores e acionistas minoritários como potenciais expropriadoras de recursos, vêm percebendo a importância dos mecanismos de governança e seus efeitos nos resultados empresariais. O presente estudo busca obter evidências empíricas de que o desempenho financeiro e o valor de mercado das empresas familiares de capital aberto podem ser influenciados por adesão às boas práticas da governança. Foram coletados dados de 159 empresas não-financeiras, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, entre 2002 e 2007 e calculados indicadores de desempenho (I_d) – ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*), bem como índices para medir o valor de mercado (V_m) – Q de Tobin e PBV (*Price Book Value*). As hipóteses foram testadas por meio de análises de variância de um fator (*Anova One-Way*) para até 874 observações (anos-empresa), segregadas por controle (familiar e não-familiar) e por governança (com ou sem governança), perfazendo doze testes da espécie, além de mais quatro análises de variância para dois fatores (*Anova Two-Way*). Os resultados indicaram a existência de relação significativa entre as variáveis estudadas e diferenças entre as médias de empresas familiares e não-familiares, convergindo na direção de outras pesquisas referenciadas neste trabalho, levando à conclusão de que as companhias familiares brasileiras, presentes em segmentos de listagem da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) apresentam maior valor de mercado e uma melhor performance, frente às demais empresas não-familiares presentes nos mesmos segmentos.

Palavras-chaves: Governança. Empresas Familiares e não-Familiares. Resultado Empresarial.

ABSTRACT

Corporate Governance has been an increasing topic in Academy and Industry circles in the last years. It is a consensus among professionals and researchers that this matter is currently a major concern in top management worldwide. Companies with greater commitment to governance show lower risks, leading to a higher market value, better performance and lower cost of equity, among other benefits. Family businesses, often seen by investors and minority shareholders as potential expropriators of resources are realizing the importance of the mechanisms of governance and its impact on business results. This study aims to obtain empirical evidence that financial performance and market value of publicly held family companies can be influenced by adherence to good practices of governance. Data were collected from 159 non-financial companies that had shares traded in *Bolsa de Valores de São Paulo* between 2002 and 2007 and calculated performance indicators (Id) - ROA (Return on Assets) and ROE (Return on Equity) – as well as two other indicators used to measure market value (Vm) - Q of Tobin and PBV (Price Book Value). The hypotheses were tested using analysis of variance of one factor (Anova One-Way) for up to 874 observations (firm-years), segregated by control (family and non-family) and governance (with or without governance), making twelve tests of that and four more analysis of variance for two factors (two-way Anova). The results indicate the existence of significant relations among variables and differences concerning on means for family businesses, going in the same direction taken by other studies referenced in this work. This leads to the conclusion that Brazilian family companies, in segments of Bovespa (Level 1, Level 2 and New Market) have higher market value and better performance than the other non-family companies in the same segments of activity.

Keywords: Governance. Family Companies and non family ones. Company Results.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figuras		Página
1	Framework Conceitual	18

Gráficos		Página
1	Distribuição da amostra por tamanho da empresa (ln Ativo Total)	87
2	Composição da amostra, segregada por atributo	93
3	Práticas de governança entre as empresas familiares da amostra	94
4	Práticas de governança entre as empresas não-familiares da amostra	94
5	Composição da amostra por grupo de análise (ga)	95
6	Controle familiar entre empresas listadas nos N1, N2 e NM	95
7	Controle familiar em empresas do segmento tradicional da Bovespa	96

Quadros		Página
1	Concentração das negociações no mercado de ações brasileiro (2000 a 2007)	36
2	Comparativo entre segmentos de listagem da Bovespa	45
3	Resumo das aplicações do Q de Tobin em pesquisas científicas	69
4	Métodos estatísticos utilizados no estudo por grupo de análise (ga)	88
5	Síntese das análises de variância de um fator	107
6	Síntese das análises de variância de um e de dois fatores	108

LISTA DE TABELAS

		Página
1	Composição da amostra selecionada, por setor de atividade	85
2	Quantidade de empresas da amostra por grupo de análise (ga)	93
3	Estatísticas descritivas para o conjunto de variáveis	97
4	Estatísticas descritivas para as médias do conjunto de variáveis	98
5	Estatísticas descritivas para as medianas do conjunto de variáveis	98
6	Anova <i>One Way</i> – atributo Controle (todas as observações)	100
7	Anova <i>One Way</i> – atributo Controle (médias das observações)	101
8	Anova <i>One Way</i> – atributo Controle (medianas das observações)	102
9	Anova <i>One Way</i> - atributo Controle (últimos três anos)	103
10	Anova <i>One Way</i> – atributo Governança (todas as observações)	104
11	Anova <i>One Way</i> – atributo Governança (médias das observações)	105
12	Anova <i>One Way</i> – atributo Governança (medianas das observações)	106
13	Anova <i>One Way</i> - atributo Governança (últimos três anos)	106
14	Anova <i>Two Way</i> – atributos Controle e Governança (últimos três anos)	108

SUMÁRIO

	Página
INTRODUÇÃO	14
1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	22
1.1 Governança Corporativa	22
1.1.1 Governança Corporativa no Brasil e no Mundo	28
1.1.2 Práticas Diferenciadas de Governança	32
1.1.3 Benefícios Decorrentes da Abertura de Capital	38
1.1.4 Segmentos de Listagem da Bovespa	41
1.2 Desempenho e Valor	46
1.3 Empresas Familiares e Não-Familiares	50
1.3.1 Caracterização e Aspectos Organizacionais	50
1.3.2 Governança em Empresas Familiares	55
2 TRABALHOS EMPÍRICOS ANTERIORES	57
2.1 Estudos Internacionais	57
2.2 Estudos Nacionais	70
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	78
3.1 Tipologia do Estudo	78
3.2 Definições dos Indicadores Utilizados	80
3.3 Amostragem e Coleta de Dados	84
3.4 Modelagem e Métodos Estatísticos Empregados	87
3.5 Inferências Estatísticas	90
4 ANÁLISE E RESULTADOS	92
4.1 Estatísticas Descritivas	92
4.2 Análises de Variância para um Fator (<i>Anova One Way</i>)	99
4.2.1 Comparações Utilizando o Atributo Controle (familiar ou não-familiar)	99
4.2.2 Comparações Utilizando o Atributo Governança (com ou sem governança) ...	104
4.3 Análises de Variância para dois Fatores (<i>Anova TwoWay</i>)	107
CONSIDERAÇÕES FINAIS	110
REFERÊNCIAS	114
APÊNDICE A – Base de Dados (Amostra)	132
APÊNDICE B – <i>Anovas Two Way</i> para todas as observações, médias e medianas ..	171

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, tem sido crescente o interesse de acadêmicos e profissionais pelo tema “Governança”, que, embora a literatura indique ter surgido há pouco mais de duas décadas, Ricardino e Martins (2004) declaram ter origem bem mais antiga, remontando à preocupação dos “donos do capital” em maximizar o desempenho empresarial. Citados autores exemplificam, como uma tentativa anterior de adotar práticas de governança, a elaboração de um estatuto de constituição de uma companhia de comércio no ano de 1754, por ordem do então governador do Grão-Pará e Maranhão, território que, à época do Brasil Império, compreendia uma faixa de terras desde o atual Ceará até a porção oeste da Amazônia, abrangendo extensas áreas pertencentes aos Estados de Mato Grosso e Tocantins.

O documento estudado por Ricardino e Martins (*ibidem*) referia-se ao empreendimento em que se transportava e comercializava escravos na região, o que, na prática, acabou resultando na formação da primeira sociedade por ações com origens no Brasil, assim caracterizada pelo fato de os recursos financeiros para viabilizá-la terem sido aportados por militares, comerciantes e habitantes locais. Uma análise pormenorizada dos artigos do Estatuto em questão, pelos autores supramencionados, indicou a existência de regras de conduta comparáveis às que hoje figuram em modernos Códigos de boas práticas de governança, a exemplo da proteção dos direitos dos acionistas com menor representação no controle da companhia – os minoritários.

Em geral, atribui-se a gênese das idéias de governança a Berle e Means (1932 apud CARVALHO, 2002), pesquisadores que desenvolveram um modelo teórico segundo o qual as grandes empresas tenderiam a apresentar menor concentração de propriedade acionária, conclusão firmada após estudarem empresas de capital aberto norteamericanas, sob os efeitos da crise de 1929, que, devido à quebra da Bolsa de Nova Iorque, haviam se dissipado, deixando a economia em um processo sofrido de lenta recuperação.

Na sequência, Coase (1937 apud PESSALI, 1999) e Williamson (1975, *ibidem*) realizaram estudos que levaram à formulação da Teoria dos Custos de Transação (TCT), estimulando diversos outros autores a pesquisarem bases para construção da Teoria da Firma,

que Jensen e Meckling (1976) utilizaram para embasar a chamada Teoria do Agenciamento ou da Agência. Esses foram os principais assentes das idéias em que se fundamentou a governança corporativa, como hoje é concebida e praticada.

Sabe-se, atualmente, que um sistema de governança bem estruturado ajuda a fortalecer as empresas, amplia as perspectivas de criação de valor, harmoniza os interesses dos diversos atores (*stakeholders* e *shareholders*), contribui para tornar os resultados empresariais mais sólidos, aumenta a confiança dos investidores, robustece o mercado de capitais e, em última instância, conduz a um maior crescimento econômico da nação.

Uma boa governança indica que a empresa adota regras que garantem a disposição de informações de suas contas, estimulando o aumento de liquidez das ações negociadas em Bolsas, ao tempo em que protegem os acionistas minoritários e os investidores de decisões arbitrárias de controladores que possam, de alguma forma, prejudicar seus interesses.

Em uma visão mais detalhista, pode-se afirmar que uma boa governança proporciona benefícios ao mercado, à empresa e aos investidores. Estes últimos conseguem maior precisão na precificação de ações, melhoria no acompanhamento e maior fiscalização das companhias, segurança e salvaguarda de seus direitos societários, além de lhe ser assegurada redução dos riscos de expropriação dos capitais investidos. Por seu turno, a empresa melhora sua imagem institucional perante o mercado, percebe uma maior demanda por suas ações, conquista a valorização dos papéis emitidos e obtém menores custos de capital. Já o mercado, experimenta maior liquidez, aumento nas emissões de ações e maior atratividade como opção de investimento, ao ver canalizados os recursos de investidores para capitalizar as empresas.

Tais fatos induzem a afirmar que, mais do que uma recomendação, a adoção de boas práticas de governança é de suma importância para companhias abertas, mas não encerra nestas sua possibilidade de alcance. Empresas de capital fechado e negócios familiares de maior porte também estão a buscar um “lugar ao sol”, percebendo os benefícios que podem auferir com a utilização de mecanismos de governança.

Importa notar o impacto da adoção de práticas de governança em empresas familiares – assim conceituadas aquelas em que, uma a quatro famílias: a) detêm a totalidade ou maioria das ações/quotas de capital e, por conseguinte, o controle da organização; b) definem

objetivos, diretrizes e políticas da organização; c) administram o empreendimento com a presença de um ou mais membros em níveis decisórios mais elevados (diretoria e conselho de administração) – em relação às demais empresas de capital aberto. Nas primeiras, o controle é muito mais centralizado, o que facilita a tomada de decisões e pode reduzir custos, por meio de estratégias pouco convencionais, porém mais vantajosas, do ponto de vista estratégico.

Ao agregar princípios e práticas mais transparentes, cresce a confiança e o valor no seio da empresa familiar, tornando a família controladora uma agente de decisões mais eficientes, parceira do processo decisório que estimula cuidados em todos os níveis da organização, no que Ward (2005) conceitua de “engajamento procedimental produtivo”.

Nesse contexto, surge o interesse em pesquisar a influência da adoção de práticas de governança por parte de empresas de maior porte, no desempenho da organização e verificar se as empresas familiares de capital aberto brasileiras, que possuem práticas diferenciadas de governança reconhecidas pela Bovespa, apresentam melhores desempenhos e ou valor de mercado, quando comparadas às demais companhias, não-familiares.

O problema de pesquisa consiste em buscar respostas para o seguinte questionamento: **Empresas familiares de capital aberto, no Brasil, listadas em Níveis Diferenciados de Governança da Bolsa de Valores de São Paulo, apresentam melhor desempenho que as empresas não-familiares presentes nos mesmos segmentos de listagem?**

Este estudo tem o propósito de avaliar se os resultados empresariais e ou o valor de mercado de companhias abertas brasileiras estão relacionados à adoção de melhores práticas de governança, com foco direcionado às empresas familiares de capital aberto, tomando por base informações contábeis e financeiras divulgadas em anuários “Valor 1000” e nos sistemas Bowne Infoinvest® e Economática®, para o período 2002 a 2007, seguindo procedimentos metodológicos especificados em tópico específico da presente dissertação, de tal sorte que seja possível encontrar amparo na teoria existente e achar resposta para o problema.

Tendo por referência estudos desenvolvidos por Silveira (2002) e Martinez et al. (2007), esta pesquisa tem por **objetivo geral** verificar a possível existência de relação significativa entre a adoção de práticas diferenciadas de governança e a forma de constituição com o correspondente desempenho financeiro de empresas brasileiras privadas de capital aberto.

Entre os **objetivos específicos** do presente trabalho destacam-se:

- ▶ Verificar se a forma de constituição empresarial (familiar ou não-familiar) reflete significativamente no desempenho financeiro das empresas;
- ▶ Verificar se a prática de governança reflete significativamente no desempenho financeiro empresarial;
- ▶ Verificar se, tanto a forma de constituição quanto a prática de governança, refletem simultaneamente, de forma significativa, no desempenho empresarial.

Em essência, uma das questões perseguidas neste trabalho é saber se os resultados financeiros e o valor de mercado de uma empresa aberta estão associados a mecanismos de governança e à forma de constituição (familiar ou não-familiar), uma vez que ainda não se formou arcabouço teórico e tampouco existem evidências empíricas que apontem, de forma conclusiva, para a existência de impacto desses mecanismos no desempenho empresarial.

Segundo Martinez et al. (2007), diversos autores afirmam que, dentre outros ônus da empresa familiar, há o potencial de expropriação, pelos controladores (*shareholders*), dos recursos aportados por outras partes interessadas (*stakeholders*), sejam elas credores, financiadores, investidores e ou acionistas minoritários. Outra desvantagem aparente seria o risco de designação de membros da família, desprovidos de competências gerenciais, para ocupar posições estratégicas na organização. Por outro lado, diversos estudiosos apontam, entre os benefícios dessa estrutura de controle, um maior comprometimento com a administração a longo prazo e a habilidade em supervisionar os atos de gestores contratados.

Baseado nessas premissas, Martinez et al. (2007) resolveram estudar o impacto do controle familiar no desempenho geral de companhias abertas chilenas, tomando como amostra 175 firmas que operavam regularmente na principal Bolsa de Valores daquela nação, entre 1995 e 2004, segregando-as de acordo com o tipo de controle em firmas familiares e firmas não-familiares. Os resultados apontaram evidências semelhantes às de Anderson e Reeb (2003a), junto às maiores companhias com negócios nos Estados Unidos, firmas familiares chilenas apresentavam desempenho superior às não-familiares.

Diante do fato de não haver sido identificada nenhuma pesquisa do gênero no Brasil, interessa, aqui, reproduzir o estudo desenvolvido no Chile, em contexto brasileiro, levando em conta que o mercado de capitais brasileiro experimenta franca expansão e notável aprimoramento nos últimos anos, conforme atesta Lacerda (2008), o que leva à formulação das hipóteses abaixo discriminadas.

- ▶ H1: inexistente relação significativa entre a adoção de práticas diferenciadas de governança (Pdg) e indicadores de desempenho (I_d) e ou de valor de mercado (V_m) das companhias que compõem o universo de estudo;
- ▶ H2: caso contrário, ou seja, existe relação significativa entre (Pdg) e (I_d) e ou (V_m), sendo perceptíveis melhores *performances* e valorização entre empresas que seguem as boas práticas de governança preconizadas por códigos do IBGC e CVM;
- ▶ H3: existe relação significativa entre (Pdg) e (I_d) e ou (V_m), porém não são perceptíveis diferenciais de *performances* entre as empresas.

Para melhor ilustrar as hipóteses investigadas nesta dissertação, apresenta-se, por meio da figura 1, a seguir, o *framework* conceitual, adaptado da obra de Martinez et al. (2007).

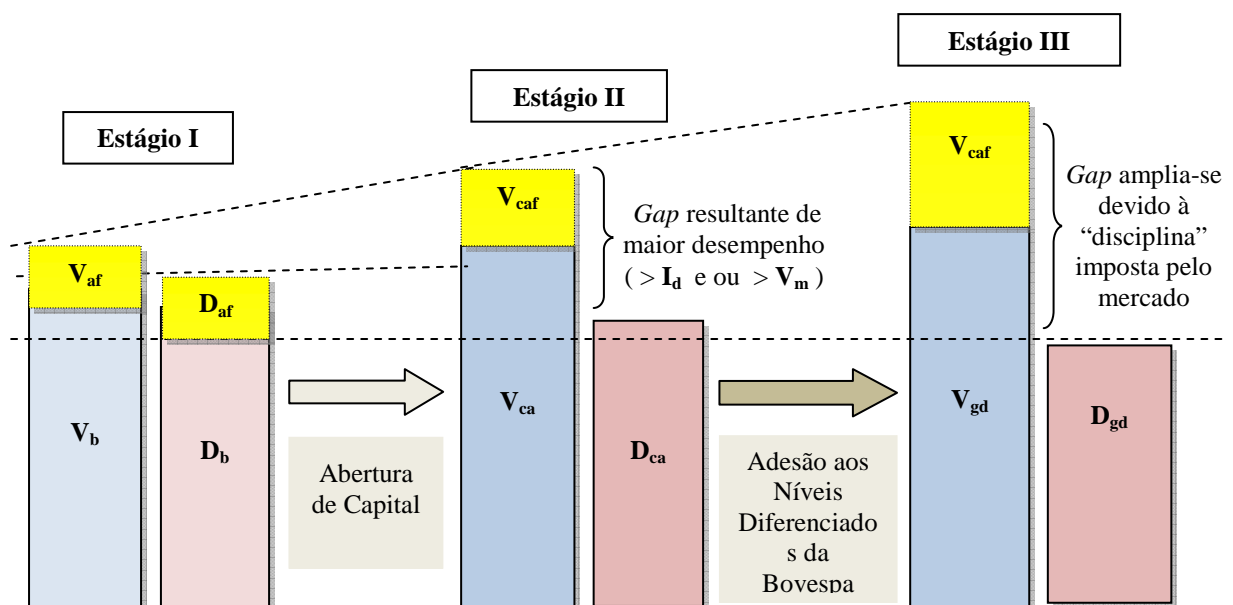


Figura 1 – *Framework* conceitual.

Fonte: Martinez et al. (2007). Adaptação do autor.

Notações:

V_b = Vantagens básicas de uma empresa (capital fechado)	D_{ca} = Desvantagens de uma empresa qualquer (cap. aberto)
D_b = Desvantagens básicas de uma empresa (idem)	V_{gd} = Vantagens da empresa (com governança diferenciada)
V_{af} = Vantagens adicionais da empresa familiar (idem)	V_{gdf} = Vantagens adicionais da empresa familiar (idem)
D_{af} = Desvantagens adicionais da empresa familiar (idem)	D_{gd} = Desvantagens de uma empresa qualquer (idem)
V_{ca} = Vantagens de uma empresa qualquer (capital aberto)	I_d = Indicadores de desempenho
V_{caf} = Vantagens adicionais da empresa familiar (idem)	V_m = Indicadores de valor de mercado

Estágio I: Parte-se do pressuposto de que qualquer empresa de capital fechado possui suas vantagens básicas (V_b – forças) e desvantagens básicas (D_b – fraquezas) em relação a seus competidores. No entanto, **as empresas familiares** apresentam vantagens adicionais (V_{af}) e desvantagens adicionais (D_{af}). *Estágio II:* Ao decidir abrir seu capital, qualquer empresa amplia vantagens e reduz desvantagens, obtendo, com isso, melhor desempenho financeiro e maior valor de mercado (medidos por I_d e V_m). As empresas familiares, por sua vez, ao abrirem o capital, buscam ampliar as vantagens adicionais (V_{caf}) e reduzir ou até mesmo eliminar as desvantagens adicionais; melhores resultados empresariais são, então, esperados. *Estágio III:* Ao decidir, voluntariamente, cumprir as condições de ingresso nos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa (Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança), as empresas esperam ter seu desempenho e ou valor de mercado ampliados, por força do reconhecimento do mercado, maior confiança dos investidores e até mesmo do pagamento de ágios de governança, adicionais pagos a mais pelo investidor na aquisição de ações negociadas na Bolsa. O *gap* será tanto maior quanto mais recomendações forem atendidas. Assim, uma companhia listada no Novo Mercado adota, necessariamente, o princípio “*one share, one vote*” (uma ação, um voto) e, com isso, conquista maior confiança dos investidores estrangeiros e institucionais, tendendo a apresentar melhores resultados que outra do mesmo setor de atividade, listada no Nível 1. A empresa ostenta, então, vantagens diferenciadas (V_{gd}) e desvantagens (D_{gd}) ainda menores, sendo que as empresas familiares permanecerão com vantagens adicionais (V_{caf}), que podem até se ampliar, devido aos “efeitos disciplinares” do mercado e ao pagamento de ágios de governança.

O fato de haver poucos estudos que associam governança corporativa ao desempenho de empresas familiares no Brasil foi mais um elemento motivador para a elaboração desta pesquisa. Com efeito, quando do acesso aos anais de diversos eventos promovidos pela Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ANPAD), na última década, pôde-se verificar que poucos trabalhos abordam os referidos temas.

Em relação às empresas de controle familiar, foco desta pesquisa, a motivação repousa no fato de estas constituírem parcela representativa da economia, no mundo inteiro, sendo ainda escassos os estudos relacionados a esse grupo de empreendimentos, embora reste pacificada a idéia de que cerca de 80% dos empreendimentos, em todo o mundo, são controlados por famílias (FRUGIS, 2007).

No Brasil, as empresas familiares estão presentes em 70% dos grupos empresariais e constituem a maioria das micro e pequenas empresas (MELLO, 2006), daí a relevância do presente estudo para a sociedade, como um todo.

Esta dissertação apresenta a seguinte estrutura: a parte introdutória contém o problema da pesquisa, a relevância do tema, delimitação do estudo, objetivos geral e específicos, bem como as hipóteses formuladas.

O primeiro capítulo contempla a fundamentação teórica, abrangendo a contextualização do tema governança e apresentando ao leitor o estágio atual dos estudos relacionados ao tema, no Brasil e no mundo, identifica os segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), apresenta os conceitos de desempenho corporativo e valor da firma, estabelecendo a relação entre essas duas dimensões de análise e a governança corporativa, indica os efeitos decorrentes da adoção de boas práticas e apresenta, em seção específica, os critérios de classificação e distinção de empresas familiares e não-familiares, bem como a importância das primeiras para a economia de diversos países, inclusive o Brasil, especificando o conceito de empresa familiar adotado no presente trabalho.

O segundo capítulo traz a coletânea de trabalhos empíricos, recentes e importantes, produzidos em nível nacional e internacional, relacionados aos indicadores de desempenho financeiro e de valor de mercado em empresas de capital aberto, indicando estudos recentes realizados por autores diversos, no Brasil e no exterior.

Em seguida, é apresentada a metodologia utilizada, mais precisamente no terceiro capítulo, descrevendo-se as etapas do estudo e os procedimentos metodológicos, classificação do tipo e natureza da pesquisa, bem como as fórmulas utilizadas para avaliar o desempenho e valor de mercado das empresas estudadas.

Os resultados e análise dos procedimentos estatísticos realizados são tratados no quarto capítulo, enquanto o capítulo final expõe as principais conclusões da pesquisa, limitações e recomendações para futuros estudos.

A formatação do presente trabalho seguiu orientações da Unifor (2005), do manual da Unifecap (2004) e de Forte (2006), consubstanciando os preceitos da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT), notadamente as NBR 6023, 10520 e 14724.

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo tem por finalidade descrever os conceitos básicos que compõem o marco teórico do presente estudo, constituindo o suporte conceitual à resolução do problema da pesquisa.

Preliminarmente, são apresentados os fundamentos de governança corporativa, segundo formulações de livros-texto e de pesquisas científicas de autores nacionais e internacionais, situando o panorama da governança no mundo e no Brasil e que culminaram com o reconhecimento de práticas diferenciadas adotadas pelos mercados de capitais, levando à criação de segmentos especiais de listagem pela Bovespa, com vista a proporcionar um ambiente de negociação estimulante, tanto para investidores quanto para as companhias envolvidas.

Na segunda seção, comenta-se a respeito da definição de critérios para mensuração de valor e desempenho empresariais, por meio de indicadores, com amparo na bibliografia consultada, estabelecendo-se a relação entre governança, desempenho e valor da firma. Em seguida, são apresentados os conceitos e os critérios de classificação de empresas entre familiares e não-familiares, que constituem o cerne desta pesquisa. Por fim, relaciona-se diversos trabalhos empíricos realizados, anteriormente, no Brasil e em outros países.

1.1 Governança Corporativa

A obra de Andrade e Rosseti (2006), inegavelmente uma grande contribuição para acadêmicos da Administração e ciências afins, traz, como uma das primeiras questões para reflexão por parte dos leitores, a indagação: seria a governança mais um modismo advindo de práticas gerenciais? Os autores asseguram que não, ao afirmarem que a governança corporativa tem fundamentos sólidos, definidos a partir de princípios éticos aplicados na condução dos negócios.

(...) sua sustentação já se estabeleceu não só pelos princípios e razões que se encontram em suas origens, mas também pelos institutos legais e marcos regulatórios que envolvem os processos de gestão e que, cada vez mais, aperfeiçoam-se com base nos valores que regem a boa governança. (ANDRADE; ROSSETI, 2006, p. 15).

Nessa mesma linha de pensamento, Silva (2008) assinala o despertar do interesse pelo tema por executivos, organizações e acadêmicos de todo o mundo, devido ao fato de ser forte a crença na possibilidade de os mecanismos de gestão permitirem o monitoramento e controle adequados das decisões estratégicas tomadas por executivos de alto nível, caracterizando a governança como uma necessidade no contexto organizacional hodierno, longe de ser um modismo gerencial.

Mas, afinal, que vem a ser governança corporativa, assunto que desperta um crescente interesse por parte da academia, do empresariado e da mídia?

Uma diversidade de conceitos foi lançada pela literatura técnica e acadêmica, nas últimas décadas, quando o marco regulatório em todo o mundo ainda estava em estruturação. As definições mais relacionadas aos processos e objetivos de alta gestão podem ser agrupadas em quatro critérios, que reputam a governança corporativa como sendo a guardiã dos direitos das diversas partes interessadas (WILLIAMSON et al., 1996); como um sistema de relações que dirige e monitora as sociedades (SHLEIFER; VISHNY, 1997; IBGC, 2003), como uma estrutura de poder nas organizações (CADBURY, 1992 apud DAHYA et al., 2000; HITT et al., 2001-2007; BABIC, 2003) ou ainda como um sistema normativo que regula todas as relações, internas e externas, da empresa (CLAESSENS, 2001; MATHIESEN, 2002 apud DEB, 2006).

Os fundamentos de governança corporativa, segundo a literatura, têm origem nos trabalhos realizados por Berle e Means (1932 apud CARVALHO, 2002) sobre a estrutura de propriedade das empresas de capital aberto dos Estados Unidos, caracterizadas por alta dispersão do controle acionário, nas obras de Coase (1937 apud ZAJAC, 2001) e de Williamson (1985), que cunharam a chamada Teoria dos Custos de Transação (TCT) e, de Jensen e Meckling (1976), que partiram dos estudos dos autores anteriormente mencionados para formular a conhecida Teoria da Agência, caracterizada pelo conflito de interesses entre acionistas e gestores de empresas, assim entendidos como tais os diretores executivos e gerentes a eles subordinados.

Lethbridge (1997) conceitua a governança como “arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas”. Em meados da década de 1990, o autor já alertava para o fato de o assunto possivelmente ganhar importância no Brasil, nos anos seguintes, impulsionado pelo intenso debate já verificado à época, nos Estados Unidos e Inglaterra, países onde os investidores institucionais já estariam exercendo papel preponderante no financiamento de empresas em todo o mundo, por meio do mercado de capitais, daí partindo para ampliar aplicações em outras economias. Apontou, ainda, referido autor, para o fato de, no Brasil, as formas de governança, à época, estarem emergindo “do processo de reestruturação societária” que aqui se operava desde o início da década de 1990, quando as empresas brasileiras se mostravam preponderantemente caracterizadas pela concentração de controle.

Em 1998, a *Organisation for Economic Co-Operation and Development* (OCDE) lança o *Principles of Corporate Governance*, revisado em 2004, com o objetivo de assessorar os governos no esforço de “avaliação e aperfeiçoamento da estrutura jurídica, institucional e regulamentar para a governança corporativa”, oferecendo orientações e sugestões para os integrantes do mercado de capitais (Bolsas, investidores, empresas e outras entidades), de sorte a promover o desenvolvimento de uma boa estrutura de governança corporativa. Para a OCDE (1998), a governança deve estimular os Conselhos de Administração e Diretorias das empresas a perseguirem objetivos que sejam de interesse da companhia e de seus acionistas, além de facilitar a fiscalização e permitir a utilização de recursos do mercado de capitais de maneira mais eficiente.

Governança corporativa é uma tradução da expressão inglesa *corporate governance* que, conforme a cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa” (CVM, 2002), trata-se de um “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (p. 1).

Monks e Minow (2001 apud BARROS, 2007) foram os primeiros a consolidar a teoria relacionada à governança corporativa, definindo-a como um “conjunto de relações entre vários participantes que determinam a direção e a *performance* da empresa”, sendo então procedente afirmar sua alta relevância, haja vista constituir-se um tema central para a gestão dos negócios nas modernas economias (BARROS, 2007, p. 35).

Carvalho (2002), por seu turno, conceitua governança “de maneira bastante genérica”, como sendo um conjunto de princípios (ou mecanismos) que governam o processo decisório em uma empresa, acrescentando: “Governança Corporativa é um conjunto de regras que visam a minimizar os problemas de agência” (CARVALHO, 2002, p. 19).

No âmbito da presente dissertação, optou-se pelo conceito-síntese elaborado por Andrade e Rosseti (2006), que define a governança corporativa nos seguintes termos:

Um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, abrangendo os propósitos dos proprietários; o sistema de relações proprietários-conselho-administração; a maximização do retorno total dos proprietários, minimizando oportunismos conflitantes com este fim; o sistema de controle e de fiscalização das ações dos gestores; o sistema de informações relevantes e de prestação de contas às partes interessadas nos resultados corporativos; e, o sistema guardião dos ativos tangíveis e intangíveis das companhias. (ANDRADE; ROSSETI, 2006, p. 141).

Adicionalmente, utiliza-se o conceito revisado do IBGC (2005), a seguir transcrito:

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. (IBGC, 2005, p. 6).

Nos últimos anos, em muito tem se expandido a adoção das melhores práticas de governança por parte das empresas, tanto em economias desenvolvidas quanto nas emergentes, notadamente nos chamados BRICs (Brasil, China, Rússia e Índia) que, segundo relatórios técnicos elaborados pelo Goldman Sachs (2003; 2007) serão os países com economias mais pujantes em todo o mundo, nos próximos cinquenta anos (VELLOSO; ALBUQUERQUE, 2009).

Boas práticas de governança são desenvolvidas no Brasil, como reflexo da abertura da economia, privatização de estatais, aumento no volume de investimentos estrangeiros, desenvolvimento do mercado de capitais e intensificação de negociações das ações de empresas brasileiras nos principais mercados bursáteis internacionais.

Dessa forma, os debates envolvendo governança corporativa, desempenho e valor das empresas, justificam-se, em razão da necessidade de se conhecer as relações entre indicadores financeiros e seus efeitos na geração de riqueza e perpetuidade das organizações.

Um dos estudos pioneiros, no Brasil, voltados à verificação de uma possível relação entre o valor de mercado e o desempenho de companhias abertas brasileiras e sua estrutura de governança, definida por características verificadas nos Conselhos de Administração, foi desenvolvido por Silveira (2002), utilizando conceitos de Laporta et al. (1999-2000) como referência para a pesquisa, quando a literatura ainda era um tanto escassa no país. Em seu trabalho, o autor buscou investigar se havia relação entre o valor de mercado e o desempenho de uma companhia aberta brasileira e sua estrutura de governança. Conclui ele que há relação significativa entre governança e desempenho financeiro e, ainda, entre governança e valor, sendo esta mais forte entre os dois últimos, sugerindo que os mecanismos de governança afetam mais a percepção de investidores do que o desempenho financeiro propriamente dito. Ao final, o autor afirma que empresas possuidoras de pessoas diferentes em cargos de direção e presidência do Conselho de Administração “são mais valorizadas, embora não se possa afirmar, com convicção, que tenham desempenho superior” (SILVEIRA, 2002, p. 147).

Saliente-se, outrossim, que o estudo de Silveira (2002) tomou como amostra empresas sem diferenciação do tipo de controle, diferentemente do que ora se propõe, neste estudo, quando o objetivo é avaliar as empresas familiares de capital aberto em segmentos de listagem da Bovespa, criados poucos meses antes da publicação do trabalho do autor referido.

Leal (2004) faz abrangente revisão da literatura relacionada aos estudos de governança, relacionando seus efeitos sobre o valor corporativo e mencionando o trabalho de La Porta et al. (1999), em que os autores “identificaram os verdadeiros proprietários dos direitos de voto e fluxo de caixa em 27 países desenvolvidos, cujas leis possuem diferentes origens e *enforcements*” ou imposições legais (LA PORTA et al., 1999, p. 3). Esses autores concluíram que a estrutura de capital da moderna corporação é diferente do modelo de propriedade dispersa de Berle e Means (1932), largamente aceito pela literatura financeira da época. A referida pesquisa revelou, também, que a maioria das empresas, em países desenvolvidos fora do eixo anglo-saxão e em nações em desenvolvimento, possuía controle estatal ou familiar, geralmente tendo o fundador ou seus descendentes à frente do negócio.

As conclusões de La Porta et al. redirecionaram o foco do estudo de governança então vigente, quando se acreditava existir o conflito de interesses (ou de agência) entre acionistas e gestores, ao fato de que, em um ambiente com predomínio de empresas controladas por famílias, notadamente onde há pouca proteção aos *shareholders*, os conflitos ocorrem entre acionistas controladores e minoritários. Segundo os autores, um problema de agência surge quando os interesses de uma parte (principal) dependem de decisões tomadas por outra (agente), ocorrendo ambos em sentidos opostos, entrando em conflito. Embora o agente, ocupante de um cargo de gestão intermediária ou como membro da diretoria executiva, deva tomar decisões em benefício do principal (dono do capital ou detentor de controle da empresa), algumas vezes os interesses são antagônicos e geram comportamento oportunista por parte do primeiro (*moral hazard*).

Para Carvalho, o agente deve, supostamente, ser um guardião dos interesses do grupo principal. Em algumas situações, deve preservar os interesses dos acionistas, enquanto que em países onde a legislação prevê maior proteção às partes interessadas, como no caso da Alemanha, os interesses dos trabalhadores devem ser preservados. Por isso, o autor assevera que a governança é um “conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle, de fato, aja em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo” (CARVALHO, 2002, p. 19).

Mais recentemente, a atenção da governança se volta para o controle societário, no que La Porta et al. (1999) denominaram de estrutura piramidal, em que camadas de empresas, muitas constituídas sob a forma de capital fechado, com acionistas majoritários pertencentes a uma ou mais famílias, mantêm o controle de uma companhia com menor aporte de capital. Na prática, a pirâmide se verifica quando um indivíduo detém maior controle (50% mais 1 das ações com direito a voto) de uma empresa qualquer, a qual possui a maioria do capital de outra (50% + 1 ação com direito a voto), acabando por se estabelecer o controle da última, com aporte de apenas 25% do capital (50% de 50%).

O debate em torno da governança corporativa se intensificou bastante ao longo da última década, em razão das mudanças de relações entre acionistas e administradores e entre controladores e sócios minoritários, ocasionadas pelo ingresso de novos sócios em empreendimentos antes controlados pelo governo ou grupo familiares privados, notadamente investidores estrangeiros e ou institucionais.

No Brasil, segundo Carvalho da Silva (2004), o aumento dos investimentos diretos estrangeiros, o processo de privatização de estatais e o crescente número de empresas que acessam mercados de capitais internacionais, têm disciplinado as organizações a buscarem a melhoria de suas práticas de governança corporativa, sem o que não lhes será possível ter acesso a recursos de investidores e, com isso, obter maior valor de mercado.

Assim, o momento atual caminha para o debate e a efervescência de estudos relacionados ao tema governança, o que se deve, em particular, à sofisticação dos mercados de capitais modernos, afastando-se a superficialidade de análises baseadas no senso comum e ou na intuição, quanto às utilidades e benefícios decorrentes da adoção de governança.

1.1.1 Governança Corporativa no Brasil e no Mundo

Em seu compêndio, Andrade e Rosseti (2006) desenharam o ambiente em que se desenvolveram os conceitos, objetivos e concepções de governança, além de descreverem o marco construtivo e as questões centrais relacionadas ao tema.

No âmbito do presente trabalho, não se constitui escopo percorrer todo o caminho já trilhado por diversos autores e apresentar, exaustivamente, o processo histórico de formação dos modelos de governança efetivamente praticados nos países onde já existem códigos de boas práticas de governança editados e, nos quais o mercado reconhece a relevância.

Convém, entretanto, relatar pontos destacados por Carvalho (2002), Leal (2004), Mattedi (2006), Barros (2007), Camelo (2007) e Gallon et al. (2007), para contextualizar o momento presente, em que os conceitos já estão devidamente sedimentados em diversos mercados.

Para compreender o estágio desenvolvimentista da governança corporativa no Brasil, é necessário revisitar o modelo de desenvolvimento do mercado de capitais nacional que, na década de 70, mostrava-se bastante desregulado. Reconhecendo sua importância para o desenvolvimento da economia, o governo propôs a criação de uma legislação específica – a Lei nº 6.404, conhecida por “Lei das S/A” – e de incentivos para a promoção do mercado de

capitais, como a obrigatoriedade de compra de ações por fundos de pensão, pois se acreditava haver baixa demanda por papéis. A maioria das empresas pertencia a grupos familiares com limitada capacidade de investimentos, vindo no processo de abertura de capital um risco de perda de controle, resultando em um limitante à oferta de ações (CARVALHO, 2002).

Foi nessa projeção de instabilidade e desconfiança do mercado que a legislação introduziu a possibilidade de emissão, pelas empresas abertas, de dois terços (2/3) do capital em ações preferenciais, sem direito a voto, porém, com prioridade no recebimento dos dividendos, que, inclusive, superam em 10%. Com isso, até hoje, para se obter o controle de uma empresa brasileira, é necessário deter apenas 16,7% do capital (o equivalente a cerca de 50% de 1/3 do capital social, que se compõe de ações ordinárias, com direito a voto).

A iniciativa de instituição da modalidade de ações preferenciais, que, de início, pareceu oportuna para alavancar o mercado de capitais, acabou se tornando um dos maiores incentivos à expropriação de recursos dos acionistas minoritários, pois, de cada unidade monetária aportada pelo controlador, ele receberia apenas 17%. Com isso, este acabaria por buscar outras maneiras de retirar recursos da empresa, seja na forma de elevadas remunerações e bonificações, seja em operações com relacionados ou mesmo por meio da nomeação de familiares para ocupar cargos gerenciais na empresa.

A quebra de importantes companhias, entre elas tradicionais empresas industriais e instituições financeiras privadas, até então tidas como sólidos conglomerados financeiros, no início da década de 1990, em época marcada por um processo de abertura da economia e privatização de empresas controladas pelo governo, cresceu a preocupação com a melhoria dos padrões de governança corporativa no Brasil.

Investidores institucionais, tais como os “fundos de pensão”, passaram a buscar assento em conselhos fiscais de administração, além de aumentarem sua participação em empresas privatizadas e industriais de grande expressão, com vista a reduzir os riscos de perda de investimentos, mediante maior controle e poder de decisão, moldando os destinos das empresas investidas. Surgiram, então, os consórcios e modelos de controle compartilhado, baseados em acordo de acionistas.

Finalmente, mudanças na atitude de investidores institucionais, aumento no quantitativo de empresas com ações negociadas em mercados internacionais, abertura do sistema financeiro para instituições multinacionais e aumento no ingresso de recursos por meio de investimentos diretos e participação de estrangeiros, foram algumas das principais transformações no cenário nacional, no início do milênio, fazendo com que a ambiência se tornasse favorável à melhoria dos padrões de governança, por parte do empresariado nacional.

Surgiu, então, a proposta de reforma da Lei das S/A, um projeto que, inicialmente previa ajustar a legislação às reais necessidades de um mercado de capitais moderno, financiador de empresas. Contudo, a tentativa foi frustrada, em função dos interesses políticos de grupos oponentes, controladores de empresas, que não concordavam com o aumento de proteção aos acionistas minoritários e, por conseguinte, redução no poder de controle das empresas. Essas dificuldades resultantes de “barreiras políticas”, segundo Carvalho (2002), não são exclusivas do Brasil. O autor afirma que “melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas através de legislação, em qualquer país” (p. 33).

A Lei nº 10.303, promulgada em outubro de 2001, contemplou a redução do percentual máximo de emissão de ações preferenciais para 50% do capital social, mas a regra só seria aplicada às empresas que abrissem o capital a partir de então, bem como para novas empresas, portanto, com efeitos *ex nunc*. As dificuldades em aprovar o texto final da lei que promoveu poucas alterações na Lei das S/A deixaram “uma clara percepção de que não se deve esperar que reformas legais modifiquem radicalmente o panorama do mercado de capitais” (CARVALHO, 2002). No caso brasileiro, somente com uma mudança de postura, por parte da Bovespa, foi possível inaugurar uma nova fase no mercado acionário, em que a iniciativa privada assume a liderança no processo de reformas, com vista a adequá-lo às reais necessidades da economia contemporânea.

Leal (2004) opina que os conselhos de administração das empresas ainda são dominados por controladores, em função de os acionistas minoritários não utilizarem os mecanismos existentes para exercer um papel mais ativo. A consciência a favor de melhores práticas de governança vem crescendo e os benefícios decorrentes de melhorias na imagem da empresa, percebidos, redirecionando a preocupação dos conselhos de administração para questões estratégicas. O autor afirma haver evidências de que boas práticas de governança podem resultar em menores custos de capital e maior valor de mercado para a empresa. Em países

com menor proteção legal, os investidores rebaixam o valor da firma, como forma de compensar a potencial expropriação de seus recursos. Porém, o preço baixo das ações pode não ser suficiente para ampliar a demanda. Sendo assim, é razoável acreditar que o poder de financiamento do mercado de capitais tende a aumentar, se o risco de expropriação for reduzido mediante aumento da proteção legal ao investidor e de melhores práticas de governança empresarial. Nesse caso, o uso de estruturas de controle indireto, como pirâmides ou a emissão de ações sem direito a voto, como ocorre no Brasil, pode permitir o controle de uma empresa com menor aporte de capital próprio. Exemplificando: determinada pessoa física pode ter 50% mais uma ação de uma empresa de capital fechado que, por sua vez, detenha 50% mais uma ação de uma companhia aberta. Nesse caso, a pessoa física controla a companhia com um investimento de pouco mais de 25% do seu capital.

Uma análise da relação entre a evidenciação de dados por empresas listadas na Bovespa foi realizada por Gallon et al. (2007). Os autores realizaram pesquisa documental, com os relatórios de administração produzidos em 2004, por 55 empresas que figuravam nos segmentos de listagem Novo Mercado e Níveis 1 e 2 da Bolsa, confirmando que, naquele período, a maioria das companhias abertas já divulgava informações obrigatórias e não-obrigatórias, além de constatarem uma melhoria nas informações prestadas ao mercado.

Mattedi (2006) atenta para o fato de a estrutura acionária no Brasil ainda permanecer concentrada, a despeito das grandes transformações econômicas ocorridas no país e no ambiente empresarial, a partir dos anos 90. Segundo o autor, os três maiores controladores de grandes companhias têm mantido uma participação superior a 80%, no capital votante dessas organizações, fato comprovado por Okimura (2003), que, ao analisar a participação de grupos controladores em empresas listadas na Bovespa, entre 2002 e 2005, identificou que o controle majoritário individual ou de famílias era de 47%, seguido de estrangeiros, com 23%.

Barros (2007) defende que o alinhamento à globalização dos mercados financeiros e de bens, passando de um modelo estatizante para uma economia de mercado integrada aos demais mercados internacionais, resultou em um intenso movimento de fusões e aquisições. Investidores estrangeiros passaram a demandar “um ambiente de negócios com regras mais claras e mais permanentes, que ofereçam maior segurança quanto ao retorno dos capitais investidos e condições de governança corporativa” (BARROS, 2007, p. 48).

O ambiente regulatório é fundamental como determinante das características de governança, seja em função de exigências legais, seja em razão do grau de proteção aos direitos de propriedade acionária. Considerando que o Brasil se inspirou no sistema legal francês, que oferece menor grau de proteção ao direito de propriedade, também aqui não se verifica imposição legal que confira maior segurança ao investidor, necessidade suprida por iniciativas privadas, com destaque para a criação dos níveis de governança, por parte da Bovespa, em 2001.

A maioria dos estudos publicados no Brasil, relacionados à governança, analisa, individualmente, as possíveis influências de mecanismos específicos (concentração de propriedade, estrutura dos órgãos de governança, políticas de proteção aos direitos de acionistas minoritários, reflexos de práticas de aquisições, dentre outros fatores) e algumas poucas questões relacionadas ao impacto no desempenho de firmas (efeitos em indicadores de rentabilidade e na geração de valor).

Estudos apontam que os mecanismos de governança atuam como variáveis independentes, ao passo que os indicadores de desempenho se prestam à análise como variáveis dependentes. Ao mesmo tempo, a difusão de práticas de governança representa “um dos fenômenos mais relevantes e densos já ocorridos nas últimas décadas, no Brasil e exterior (...) mais do que uma reação aos grandes escândalos, como os da Enron, Worldcom e Parmalat” (CAMELO, 2007, p. 16-19).

Alguns dos principais fatores que requerem conhecimento e análise são a estrutura de propriedade e o controle das empresas investigadas, segundo as melhores práticas que figuram em códigos de governança conhecidos, aspectos que afetam as decisões estratégicas e operacionais corporativas.

1.1.2 Práticas Diferenciadas de Governança

A velha máxima que diz: “só se estabelece quem tem competência para vencer seus competidores” corre o risco de ser ultrapassada, quando se observa o intenso movimento de liberalização dos mercados financeiros, a partir dos anos 1990, sobretudo em economias

emergentes, receptoras de crescentes fluxos de capital do estrangeiro, pois sabe-se que, não dispondo a empresa de recursos para financiar seus projetos, cedo ou tarde, irá sucumbir e o mercado de capitais possui importância vital no processo de capitalização de empresas.

Ainda que os mercados bursáteis evoluídos se localizem em países mais ricos, estudos empíricos sugerem evidências de correlação positiva entre o crescimento econômico e o desenvolvimento do mercado de ações, em países emergentes (MEDEIROS; RAMOS, 2004).

Por muitos anos, o Brasil ostentou um ambiente corporativo repleto de estatais e empresas familiares de capital fechado, com elevados custos de abertura de capital e obrigatoriedade de publicação de demonstrativos segundo exigências legais, constituindo um desestímulo ao ingresso de organizações ao mercado acionário. Com a desaceleração da economia, na década de 1980, o lento ritmo de acumulação de capital, associado à redução das taxas de investimento, manteve-se tímido, acentuando a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, em que poucas empresas se arvoravam a transacionar.

A abertura de mercado, aliada à atração de investimentos estrangeiros e alterações de ordem macroeconômica (estabilização da economia, processo de privatização de estatais, diversificação de portfólios) fez com que o mercado acionário brasileiro passasse a ser mais acessível e atraente para os investidores internacionais, resultando em crescimento no volume de transações e aumento no valor de mercado das ações. Outro fato que influenciou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foi a desregulamentação de mercados financeiros ao redor do mundo, a partir da década de 1990, fazendo com que grandes investidores, inclusive institucionais (fundos de pensão, clubes de investimento) passassem a buscar opções de investimento fora de suas nações de origem, possibilitando, às empresas brasileiras, oportunidades de acesso a recursos financeiros para capitalização e aumento de competitividade e capacidade, permitindo disputar mercados globais. Todavia, os investidores estrangeiros são muito seletivos. Empregam maior rigor na escolha de seus *portfólios* de investimento e avaliam as empresas em que pretendem aportar capital, não apenas levando em conta o retorno mas, também, os riscos de perda e de expropriação de capitais.

Por esta razão, é fundamental que as companhias possuam mecanismos de controle capazes de assegurar aos investidores, sobretudo acionistas minoritários, o alinhamento entre os interesses destes e os da própria empresa, por meio da ação de controladores e executivos

contratados. Quanto melhores forem as práticas de governança, maior será o êxito da companhia na captação de investimentos estrangeiros.

Quando um problema de governança ocorre em um ambiente privado, refletindo o conflito de interesses entre controladores e gestores no âmbito interno de uma empresa, pouco interessa ao mercado em como a questão será resolvida. Todavia, quando nele se envolvem credores e financiadores, a questão ganha relevância, notadamente quando insere o sistema financeiro, na qualidade de intermediador de recursos entre poupadores e a empresa tomadora de recursos, para financiar seus projetos.

Nesse sentido, Aguiar (2005) ressalta que "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" (p. 12-13).

Mecanismos que alinhem os interesses dos acionistas às aspirações de administradores surgiram quando as empresas buscaram abrir seus capitais, moldando a separação do controle e propriedade entre gestores e acionistas. Este conjunto de mecanismos, denominado de governança corporativa, buscava incentivar os gestores a maximizarem o retorno de investimentos dos acionistas, conceito ampliado à medida em que as relações entre os diversos agentes interessados (*stakeholders*) se tornavam mais complexas.

As novas exigências do mercado obrigam as empresas a repensar e remodelar modelos de gestão dominantes. Ao se aprofundar a análise da questão, tem-se que a tomada de decisões mais nítidas e visíveis, para toda a cadeia de interessados, é um desafio a ser perseguido pelas organizações. Conselho de Administração e acionistas devem se unir para fiscalizar os atos dos principais executivos da empresa. Assim, evita-se que o poder permaneça concentrado em poucos atores.

Pode-se, então, definir a transparência (*disclosure*) como sendo uma estratégia voltada aos direitos e deveres de todos os envolvidos e interessados na condução dos negócios, tendendo a facilitar a captação de recursos financeiros, principalmente quando os investidores avaliam e reavaliam os riscos da operação.

Adotar a governança corporativa como princípio equivale a assumir um compromisso público com valores éticos que, por estarem ausentes, resultaram na quebra de duas grandes corporações norte-americanas, Enron e Worldcom, em 2001. Desde então, o debate em torno do papel dos conselhos de administração vem ganhando força. Acompanhando o movimento internacional, empresas brasileiras utilizam-se desse mecanismo de gestão para reavaliar e rediscutir suas posturas estratégicas.

Nesse contexto, diversos estudos vêm sendo realizados, com o objetivo de investigar a possível relação entre práticas corporativas, desempenho financeiro das empresas e valor de mercado das firmas.

Berton (2003) avaliou a dificuldade de acionistas e investidores quando necessitam avaliar o desempenho de uma empresa investida cuja participação acionária desejem adquirir. Isto advém da limitação de informações disponibilizadas pelas próprias empresas, geralmente restritas a demonstrativos contábeis. Estes documentos, quando analisados por métodos tradicionais, indicam o que aconteceu com a organização no passado e demonstram resultados financeiros sem, no entanto, apontar o desempenho empresarial sob outras perspectivas, igualmente importantes para evidenciar o posicionamento estratégico da organização.

A análise de demonstrativos mediante uso de técnicas dinâmicas de análise financeira e por meio de indicadores menos tradicionais é estudada por Berton (2003), que propõe um modelo de avaliação ancorado em indicadores que consideram, também, a avaliação de ativos intangíveis, notadamente quando há expectativas dos investidores quanto ao fluxo futuro de lucros de uma empresa, tornando-a valorizada aos “olhos do mercado”.

Sob essa perspectiva, o valor de venda das ações de uma empresa representa a esperança dos investidores em obter o retorno de seus investimentos dentro de prazos que considerem adequados.

No Brasil, o histórico de negociações na Bovespa indica que o volume ainda é muito concentrado (mais de 70% dos negócios se referem às 40 maiores empresas listadas na Bolsa, inclusive estatais), conforme se observa no quadro 1, a seguir, apesar do florescimento do mercado de capitais brasileiro na década de 1990, com a entrada de capitais estrangeiros,

provida em razão da abertura financeira e comercial operada no Brasil no começo da mencionada década (ROGERS; RIBEIRO, 2004).

Empresa (s)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
A maior	11,5%	14,5%	15,5%	17,5%	9,9%	9,8%	13,8%	13,9%
5 maiores	39,7%	38,2%	40,6%	38,7%	31,6%	34,9%	33,9%	34,8%
10 maiores	55,4%	53,9%	56,5%	53,5%	45,3%	51,3%	46,1%	45,8%
20 maiores	72,1%	71,5%	76,1%	72,9%	64,5%	68,3%	62,5%	59,3%
30 maiores	79,6%	80,6%	84,8%	82,9%	75,5%	77,1%	72,6%	66,4%
40 maiores	84,9%	86,4%	90,3%	88,6%	82,6%	83,4%	79,5%	72,5%
50 maiores	88,9%	90,9%	93,9%	92,3%	87,3%	87,8%	84,7%	77,4%
60 maiores	91,6%	93,9%	95,8%	94,6%	91,1%	90,8%	88,5%	81,3%
70 maiores	93,7%	95,6%	97,1%	96,2%	93,7%	93,2%	91,2%	84,4%
80 maiores	95,3%	96,7%	97,9%	97,4%	95,6%	95,1%	93,4%	86,9%
90 maiores	96,3%	97,4%	98,5%	98,2%	96,8%	96,5%	95,2%	88,9%
100 maiores	97,1%	98,1%	98,9%	98,7%	97,6%	97,5%	96,6%	90,4%

Quadro 1 – Concentração das negociações no mercado de ações brasileiro (2000 a 2007).
Fonte: Bovespa (2008).

Estudos apontam entre as causas para essa concentração o pouco interesse das empresas no que tange à abertura de capital por motivos diversos, entre eles o alto custo de operação no mercado aberto e não ser usual entre os brasileiros a formação de poupança constituída por ações, além da baixa proteção aos acionistas minoritários (NESS et al., 2000).

Por sua vez, Rego e Ness (2007) investigaram possíveis preferências por “emissões particulares de ações”, ao invés de recorrerem à subscrição pública, utilizando uma amostra de companhias abertas não-financeiras, listadas na Bovespa entre 1995 e 2002. Concluíram os autores, com base em análises estatísticas multivariadas, que uma maior propensão à emissão privada se verificava entre as empresas com menor rentabilidade e aquelas que apresentavam prejuízos, que possuíam maior concentração de propriedade, maior endividamento, menor liquidez na Bolsa e, ainda, entre as empresas estatais e *holdings*.

Interessante retrospecto da trajetória do mercado de capitais no Brasil é traçado por Vieira e Correa (2002), que sinalizam a ocorrência de significativas alterações no cenário econômico e financeiro brasileiro, nas últimas décadas, passando de um modelo calcado no mercado de crédito como alavancador de recursos para o financiamento das empresas manufatureiras, predominante até o início dos anos 90, a um processo de estabilização e

abertura da economia, que permitiu o surgimento de novas formas de se financiar a atividade industrial via mercado de capitais, com a emissão de títulos representativos de dívida privada, notadamente *comercial papers*, ADR's e BDR's, em adição à emissão de ações e debêntures.

Apesar das mudanças levadas a efeito na estrutura societária de boa parte das empresas brasileiras, grandes avanços, em termos de alavancagem de recursos, por meio do mercado de capitais no Brasil, ainda não atingiram níveis satisfatórios, comparáveis aos registrados em outros países, atribuindo-se, em parte, a causa aos altos custos de abertura de capital e de transação. Por outro lado, muitas empresas não “fazem questão de que suas ações reflitam o real valor de seus negócios, pois podem usar o preço baixo de seus papéis para readquiri-los” e, posteriormente, deixarem de negociar em Bolsa (VIEIRA; CORREA, 2002, p. 23).

Para os autores citados, boa parte das companhias brasileiras optou por estruturas de capital aberto, na perspectiva de fruição dos benefícios fiscais e financeiros concedidos pelo governo nas décadas de 60 e 70, haja vista o baixo grau de negociabilidade de suas ações, cabendo às empresas estatais, privatizadas em tempos recentes, o grande volume de negócios na Bolsa. Tal fato explicaria a grande concentração de propriedade e controle das empresas no Brasil, o menor volume de negócios em relação a outros mercados de capitais, a apresentação de demonstrativos contábeis e financeiros com pouca transparência, bem como a existência de uma legislação com fraca proteção aos direitos do acionista minoritário.

Já na opinião de Medeiros e Ramos (2004), o mercado de capitais brasileiro apresenta o que convencionaram chamar de “comportamento espasmódico”, alternando crescimentos vertiginosos e eufóricos com longos períodos de estagnação e desânimo. Para os autores, essa dinâmica reflete o “comportamento errático da economia brasileira”, associado a problemas estruturais e conjunturais decorrentes de políticas macroeconômicas equivocadas e, como resultado da concentração no volume de negócios, registra-se maior volatilidade (variância dos retornos) e maior risco para o investidor.

Freitas e Prates (2008) assinalam que o grau de concentração dos negócios na Bolsa não se reduziu devido ao fluxo de capital estrangeiro ingressado ter sido canalizado para a compra de ações de empresas estatais em processo de privatização, na expectativa de valorização dos papéis após transferência para a iniciativa privada. Com isso, as ações das demais companhias permaneceram com valor de mercado e liquidez reduzidos, desestimulando novas emissões e

a demanda de investidores. Criou-se um “círculo vicioso”, com poucas emissões primárias e redução gradual da participação de empresas na Bolsa, levando à concentração dos negócios em ações que apresentavam maior liquidez, inclusive atingindo recorde histórico de participação dos investidores estrangeiros na Bolsa brasileira, em 2006, com 40% do volume total negociado (FREITAS; PRATES, 2008, p. 201).

1.1.3 Benefícios Decorrentes da Abertura de Capital

Há tempos as configurações dos sistemas financeiros não vinham sendo objeto da atenção dos economistas, por se acreditar que “os recursos fluíam naturalmente de poupadores para os projetos produtivos” (CARVALHO, 2002, p. 20), concepção que tem se modificado nas últimas décadas, tanto em função da evolução da teoria monetária quanto da realização de estudos empíricos (LEVINE, 1997 apud CARVALHO, 2002). Por conta disso, muitos projetos deixam de ser financiados pelo mercado, em função da assimetria de informações existentes entre empreendedores e fornecedores de recursos, os primeiros detendo um maior teor de informação. Com isso, de certa forma, o potencial de crescimento da nação se reduz.

Estudos de King e Levine (1993 apud CARVALHO, 2002) e de Levine e Zervos (1998) demonstram que o nível de desenvolvimento do sistema financeiro e a liquidez do mercado acionário afetam a taxa de crescimento de um país e de acumulação de capital, quando controlados os fatores políticos, suscitando mudança na percepção dos governos, que passam a encarar o desenvolvimento desse sistema como um mecanismo eficiente para a promoção do desenvolvimento.

Para Mattedi (2006), o cenário econômico verificado recentemente passou a exigir novos posicionamentos das empresas, em razão dos altos custos na captação de recursos para financiar projetos, sistema tributário injusto e ausência de poupança interna para financiar as empresas brasileiras. Nesse contexto, o mercado de capitais desponta como uma alternativa para solucionar esses problemas, notadamente entre as empresas bem sucedidas que, em sua maioria, experimentam alterações na forma de controle e gestão.

Copeland et al. (2002) apontam que uma empresa, ao ingressar no mercado de capitais e abrir seu capital, vendendo ações para uma amplitude de investidores que podem negociá-las no mercado, passa a depender das transações entre investidores e especuladores, no que se refere ao estabelecimento do preço das ações, baseado no valor atribuído à empresa, pagando por expectativas futuras de ganhos e não pelo custo do ativo que realizaram no passado.

Sob este enfoque, as empresas com maior transparência, em razão de suas práticas de governança, acabam auferindo maiores ganhos e valorização, pois os investidores estarão dispostos a pagar mais pelos títulos emitidos, disso resultando um maior valor de mercado para a empresa.

A legislação brasileira considera companhia aberta toda empresa que distribui, mediante oferta pública, valores mobiliários de sua emissão, tais como ações e debêntures, sendo obrigatório seu registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e na Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado. A primeira negociação é considerada a abertura de capital e se chama de Oferta Pública Inicial, mas conhecida por IPO (*Initial Public Offer*).

Contrariando as afirmações de outros autores, Sousa (2008 In: MELO; MENEZES, p. 292) considera que o mercado de capitais, no Brasil, entre 2004 e 2007, experimentou um momento histórico, com incremento na entrada de companhias no mercado, mediante abertura de capital e adesão aos segmentos de listagem diferenciados, inclusive com diversificação nos segmentos de atividade presentes, fruto de diversos fatores, a exemplo de: a) aumento na demanda de investidores nacionais e estrangeiros, motivado pela alta liquidez internacional, pela redução nas taxas de juros e, ainda, em razão da estabilização da economia nacional; b) retomada de investimentos por parte das companhias, em virtude da conjuntura econômica favorável; c) desinvestimentos de controladores e investidores especializados (fundos de *private equity*) para realização de lucros, aproveitando a alta do mercado; d) desenvolvimento de ações pela Bolsa, voltadas à atração de novos investidores e empresas, mediante a criação dos segmentos de listagem diferenciados; e) melhoramentos no marco regulatório e ambiente de autorregulação, proporcionando maior segurança aos investidores e melhorando a formação de preços dos valores mobiliários.

Ainda, segundo a autora, ao realizar uma análise pormenorizada das ofertas públicas de ações ocorridas no período em referência, observa-se uma “consolidação do mercado de

capitais como fonte de financiamento empresarial e instrumento de reestruturação societária” e que, mais recentemente, pequenas e médias empresas passaram a realizar operações de securitização de recebíveis e de fundos de investimento em participações (*private equity*), ampliando as possibilidades de financiamento dessas organizações (SOUSA, 2008 In: MELO; MENEZES, p. 293-4).

O crescimento de uma empresa depende da otimização de sua estrutura de capital e do financiamento de seus investimentos, ao menor custo possível. A captação de recursos por intermédio da oferta primária de valores mobiliários tem sido uma alternativa ao crédito bancário e uma das principais motivações para que empresas busquem abrir seu capital, procedimento não isento de custos (variáveis em função do segmento de listagem pretendido), requerendo preparo por parte das companhias.

Leal e Saito (2003) apontam que vários autores nacionais estudaram as vantagens e desvantagens de um processo de abertura de capital. Contudo, estudos recentes indicam que as emissões públicas de ações estão se tornando raras no Brasil, possivelmente devido as desvantagens estarem superando as vantagens.

Entre as principais vantagens estão o custo de capital mais baixo e mais acesso a financiamentos. Entre as desvantagens, há a discriminação tributária em relação a empresas fechadas, o custo de se manter uma empresa com o capital aberto e os custos de emissão, tanto diretos quanto indiretos. Os custos para emitir e manter uma empresa como capital aberto, são relevantes (...) A emissão de ações é um evento relativamente raro no Brasil e muitas vezes realizado em períodos de euforia do mercado, quando os investidores estão particularmente otimistas e parecem pagar preços elevados pelas ações. (LEAL; SAITO, 2003, p. 7-8).

Os investidores, principalmente estrangeiros, levam em consideração a estrutura legal de proteção de seus direitos, carreando recursos para os mercados que possuem regras claras e menores riscos-país. O baixo valor de mercado de uma ação é consistente com ambientes de pouca proteção legal para o investidor.

Os benefícios que advêm da abertura de capital dependem da liquidez das ações das empresas, o que se verifica quando um maior volume de ações é negociado, sem que isto importe em preços mais baixos.

Ações menos líquidas, de empresas com menor valor de mercado, oferecem como prêmio menores preços de ações, para torná-las atrativas aos investidores, aumentando o custo de captação. Com isto, verifica-se a relação direta existente entre o preço das ações, valor de mercado de uma empresa e seu equivalente custo de capital.

Cabe destacar, aqui, que a liquidez de um mercado acionário depende da quantidade de participantes. Dessa forma, a presença de investidores minoritários se afigura importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, sabendo-se que qualquer investidor tenderá a aplicar seus recursos em empresas que assegurem seus direitos, como no caso de organizações que adotam boas práticas de governança corporativa. Do contrário, é preferível direcionar sua poupança para investimentos mais seguros.

Em outras palavras, a participação do pequeno investidor está condicionada à presença de regras claras de proteção dos direitos dos acionistas, transparência na divulgação de informações que levem à redução de assimetrias e imposições legais (*enforcement*), o mesmo se aplicando aos fornecedores de capital (credores).

Leal e Saito (2003) destacam que as emissões oportunistas, realizadas por empresas em má situação financeira e não mais listadas na Bolsa, não encontram amparo no atual cenário econômico, uma vez que os investidores levam em conta as boas práticas da governança na avaliação dos títulos e decisões de investimento.

1.1.4 Segmentos de Listagem da Bovespa

O funcionamento do mercado acionário, geralmente, é prejudicado em razão da falta de transparência das empresas e de condutas inadequadas para com os acionistas minoritários, ocasionando efeitos danosos à economia de um país, como um todo. Projetos deixam de ser financiados quando não há regras claras de proteção aos interesses dos investidores, normalmente mais seletivos quando se trata de estrangeiros, conforme já comentado anteriormente.

Para Srour (2002), apesar da clara percepção de que a maior proteção aos minoritários “facilitaria o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento de novos projetos de empresas”, diversos países se viram em dificuldades, diante da implantação de mudanças na legislação capazes de proteger, de maneira mais eficaz, os pequenos investidores. Em razão de barreiras políticas e institucionais à promoção de alterações na legislação, a criação de mecanismos que incentivem a adesão voluntária de empresas às melhores práticas de governança tem sido usada como meio alternativo de sinalizar menores riscos ao mercado.

Inspirada no modelo alemão, a Bovespa decidiu-se pela criação do Novo Mercado, que visa, ao mesmo tempo, a incentivar o compromisso das empresas com melhores práticas de governança que resultem na valorização das empresas e na conquista de um maior interesse por parte dos investidores, tendo a Bolsa, como meta, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, destacando-se os esforços das empresas na melhoria de sua relação com seus investidores. Iniciada a operação em dezembro de 2000, a Bovespa permitiu a migração de companhias que já operavam na Bolsa, com atendimento aos requisitos de listagem, passando a destiná-los somente às empresas que venham a abrir seu capital e que igualmente atendam aos compromissos de governança exigidos para a permanência no segmento.

Para ingressar no Novo Mercado, as companhias devem aderir, voluntariamente, por meio de um contrato, ao conjunto de regras societárias de boas práticas de governança, mais rígidas que os dispositivos presentes na legislação brasileira, porém não conflitantes.

As práticas previstas no contrato de adesão ao Novo Mercado ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas e determinam a resolução de conflitos por meio de uma câmara de arbitragem, oferecendo, assim, maior segurança jurídica aos investidores quanto à obediência aos compromissos firmados, de forma mais ágil e especializada.

Ao reunir companhias que, teoricamente, oferecem menores riscos que as demais, o Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados no mercado acionário brasileiro.

À época da instituição do Novo Mercado, reconhecendo que muitas companhias não tinham condições de atender às exigências do segmento, a Bovespa criou os níveis 1 e 2 de governança corporativa, com o objetivo de incentivar e preparar as companhias a gradativamente aderirem às condições do Novo Mercado, proporcionando maior destaque aos esforços da empresa listada nestes níveis, em busca de melhoria na relação com os investidores. Deste modo, a empresa aumenta seu potencial de valorização dos ativos.

Os níveis de governança foram implantados em junho de 2001, com a migração de empresas que não atendiam às condições de acesso aos dois segmentos de listagem adicionais. Qualquer empresa que cumprir as condições fixadas em cada regulamento de listagem, pode ter suas ações negociadas no respectivo segmento.

As principais regras de adesão a cada nível de governança são as seguintes:

Nível 1

- Manter em circulação (*free-float*) uma parcela mínima de 25% do capital social;
- Realizar ofertas públicas de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhorar as informações prestadas trimestralmente, entre elas, a exigência de consolidação e revisão especial;
- Cumprir regras de transparência (*disclosure*) em operações, envolvendo ativos de emissão da companhia, por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgar acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Dispor e divulgar o calendário anual de eventos corporativos.

Nível 2

Além da aceitação das obrigações exigidas no Nível 1, a empresa e seus controladores devem adotar as seguintes práticas adicionais:

- Aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários;

- Possuir mandato unificado de 1 ano para todos os membros do Conselho de Administração, cuja composição deve ser de, no mínimo, 5 membros;
- Disponibilizar o balanço anual, seguindo normas *US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles)* ou *IAS (International Accounting Standards)*;
- Estender, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Conceder o direito de voto aos detentores de ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão ou fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo, dentre outros assuntos em que possam subsistir conflitos de interesse entre o controlador e a companhia;
- Realizar, obrigatoriamente, oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital e ou cancelamento do registro de negociação neste nível.

Novo Mercado

Em adição às obrigações contidas nos Níveis 1 e 2, a companhia e seus controladores devem adotar as seguintes práticas:

- Emitir apenas ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto, atendendo à regra *one share-one vote*;
- Realizar, em obrigatoriedade, quando na venda do controle, a compra das ações dos minoritários, nas mesmas condições de negociação do bloco majoritário (*tag along*);
- Vedar a emissão de permissão de partes beneficiárias em circulação;

O quadro 2, apresentado a seguir, apresenta o comparativo entre as regras, para que a empresa possa figurar em cada segmento de listagem da Bovespa.

Regras	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
% Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25%	No mínimo 25%	No mínimo 25%	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 <i>Tag Along</i>	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

Quadro 2 – Comparativo entre segmentos de listagem da Bovespa.
Fonte: Bovespa (2008).

A Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) é um foro criado pela Bovespa para resolver disputas societárias e do mercado de capitais ao amparo da Lei nº 9.307/96, com vista a oferecer um foro adequado de discussão de matérias relativas à esfera da Lei das S.A., aos estatutos sociais das companhias abertas, às normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aos regulamentos da Bolsa e demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais.

Por meio de regras próprias, a CAM tem a vantagem de oferecer maior agilidade e economia na análise dos processos, além de possuir árbitros especializados nas matérias passíveis de decisão. Qualquer interessado, investidor ou empresa, seja ele ou não uma companhia aberta, pode utilizar esta estrutura.

No Brasil, o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências, disputas e controvérsias, entre os acionistas e a companhia ou, entre acionistas controladores e minoritários, podem ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que forem especificadas, possibilidade esta contemplada na legislação (§ 3º do art. 109 da Lei 6.404/76).

Até outubro de 2008, a Bovespa contava com 101 empresas listadas no Novo Mercado; 17 companhias integravam o Nível 2, enquanto 44 faziam parte do Nível 1. Já o segmento tradicional (balcão), apresentava 102 empresas em operação regular. Em face das regras apresentadas pela Bovespa (www.bovespa.com.br), observa-se que as companhias do Nível 1 devem se comprometer com melhorias na prestação de informações ao mercado e dispersão acionária, enquanto que as empresas passíveis de listagem no Nível 2 e Novo Mercado necessitam adotar um conjunto mais amplo de mecanismos de governança e direitos adicionais, para os acionistas minoritários.

1.2 Desempenho e Valor

Inúmeras pesquisas têm sido realizadas em todo o mundo, nos últimos anos, com o objetivo de relacionar o desempenho corporativo e o valor de mercado das empresas que possuem práticas de governança. Nota-se, entretanto, dificuldade na sistematização dos objetos de estudo, por haver mais de uma visão sobre determinado assunto, sendo esta, por vezes, de natureza complementar, não raramente conflitantes. Para Copeland et al. (2002) “não existe uma medida perfeita do desempenho”. Deve-se ter uma estrutura abrangente que possa unir diversas medidas econômicas e financeiras para descrever diferentes aspectos do desempenho. As empresas são diferentes, e mesmo quando atuam no mesmo setor econômico, com tecnologia e processos produtivos semelhantes, seus desempenhos variam.

Brito e Vasconcelos (2005) afirmam que, apesar de exaustivos estudos e de várias tentativas de explicar diferenças de desempenho, o desafio não é simples. Dificuldades se apresentam, a começar pela definição dos indicadores, pois a mensuração do desempenho não pode ser representada por um único índice. Senão vejamos:

Os indicadores financeiros acabam sendo utilizados uma vez que estão disponíveis e são comparáveis; porém é necessário ter em mente que somente uma dimensão limitada de desempenho está sendo medida. A maioria dos estudos utiliza a razão entre o lucro contábil e os ativos totais da empresa. Alguns autores, no entanto, exploraram outras medidas financeiras como o q de Tobin, lucro econômico, valor de mercado, medidas híbridas e mesmo pesquisas entre os gerentes, chegando a conclusões similares. (BRITO; VASCONCELOS, 2005, p. 105).

Para Assaf Neto (2006), o objetivo contemporâneo de maximizar a riqueza dos proprietários do capital evidencia a preocupação quanto à forma em como a empresa é avaliada. O lucro contábil “não representa o efetivo desempenho da empresa, constituindo-se, mais corretamente, num dos parâmetros de medição desse desempenho”. Assim, o “valor de mercado”, entendido como a capacidade de a empresa produzir lucros futuros e que resulta dos benefícios econômicos esperados do caixa e o custo de oportunidade dos proprietários do capital, é o mais indicado para esta avaliação (ASSAF NETO, 2006, p. 39-40).

Outro ponto destacado pelo autor diz respeito à convivência da empresa no mercado financeiro, fundamental para a formação de uma estrutura de capital adequada às necessidades de investimento e crescimento da organização, pois em meio às relações entre investidores e tomadores de recursos é que se fixam as taxas de juros de financiamentos e os preços das ações e outros títulos mobiliários. O objetivo de maximização da riqueza dos proprietários do capital estaria, então, de alguma forma, refletido no comportamento das cotações de mercado das ações da empresa, no longo prazo, dependentes de seu potencial de geração de resultados. Contudo, o uso do valor de mercado das ações como indicador do valor da empresa requer a dispersão de capital, ou seja, não se aplica ao mercado brasileiro, em que a concentração de capital ainda é notória.

A maximização de valor ao acionista, como responsabilidade primária dos gestores, ganhou a atenção de executivos em vários países, depois que a onda de privatizações, globalização, abertura de mercados de capitais e processos de fusões e incorporações de empresas tomou corpo, entre as décadas de 1980 e 1990, afirma Rappaport (1998). Para o autor, existem diversos modelos de avaliação do desempenho corporativo, baseados em indicadores construídos a partir de medidas contábeis, como o crescimento das vendas, fluxos de caixa descontados e indicadores financeiros como o retorno do ativo (ROE), cuja escolha depende dos objetivos pretendidos.

Em recente estudo, Bastos et al. (2008) reconhecem a importância da utilização de indicadores para a análise das organizações, fundamental para a gestão e posicionamento das empresas em relação aos concorrentes. Os autores buscaram verificar quais indicadores econômico financeiros eram mais relevantes para a avaliação de empresas dos setores da agroindústria, comércio, indústria e serviços, inclusive públicos, utilizando análise fatorial para 36 variáveis, em uma amostra de 40 companhias abertas. Concluíram, os autores, que os indicadores não apresentam variações compatíveis com a atividade das empresas analisadas.

No desenvolvimento do presente estudo, foram selecionados os conceitos apresentados por Rodrigues e Mendes (2004), considerando que a obtenção de desempenho satisfatório se fundamenta na geração e administração de valor para o negócio, além da adoção de estratégias de governança societária. Dentre mais de 70 conceitos, identificados pelos autores, alguns necessitam ser definidos, para entendimento dos objetivos do presente estudo: valor de mercado (formado pela atuação da empresa e a correspondente demanda por seus valores mobiliários emitidos), valor patrimonial, valor contábil ou de livro (*book value*) e valor patrimonial da ação (VPA). Os autores destacam, ainda, o binômio crescimento/desempenho como uma das premissas que devem ser adotadas no alcance do sucesso, utilizando-se “medidores” financeiros (índices, taxas e quocientes entre variáveis, baseadas em demonstrativos contábeis, econômicos e financeiros) e não-financeiros (variáveis unitárias obtidas das áreas de marketing, produção, negócios, logística, dentre outras).

O desempenho pode ser medido por meio de três instrumentos, a saber: a) índices evolutivos, que possuem referencial “100”, no primeiro ano da série de observações; b) por taxas de variação em cada período, em relação ao anterior; c) relações ou quocientes entre duas variáveis relevantes sob observação, no período estudado. Por sua vez, as medições são realizadas por meio da utilização de um índice de evolução (em análises horizontais), de percentuais de variação entre os períodos observados ou mediante definição de quocientes de relacionamento entre as variáveis estudadas.

Brigham e Houston (1999) afirmam que uma, entre as várias formas de atender às expectativas de maximização da riqueza dos proprietários, dá-se por meio da maximização do preço das ações, o que, em geral, traz benefícios para toda a sociedade, pois é crescente a participação de investidores institucionais (fundos de pensão, por exemplo, representantes dos interesses de várias pessoas) no capital das maiores e mais lucrativas empresas, em diversos

países. Todavia, chamam a atenção para o problema que pode ocorrer quando os objetivos dos gestores (agentes) entram em conflito com os dos acionistas (principais), fato este tratado pela teoria de agência (*agency theory*). Tal conflito ocorre quando os principais contratam agentes para conduzir os negócios e lhes outorgam poderes decisórios e autonomia.

Os conflitos de agência foram estudados, originalmente, por Jensen e Meckling (1976). Hoje, sabe-se que podem ocorrer sob três formas distintas: entre acionistas e gestores (1), entre gestores e credores (2) ou ainda entre acionistas minoritários e majoritários (3). A primeira ocorre quando inexistem incentivos concedidos aos gestores pelos acionistas, para que estes tomem as melhores decisões na defesa dos interesses da empresa. Estes incentivos podem ocorrer mediante plano de remuneração de executivos baseado em resultados, monitoramento das ações e intervenção direta pelos acionistas, demissão dos responsáveis ou por ameaças de aquisições hostis (*takeovers*) por outras empresas, o que resultaria em dispensa dos executivos pouco comprometidos com os interesses da firma. A segunda espécie de conflito ocorre quando os credores da empresa impõem a condição de utilização de parte dos lucros para pagamento de dívidas. Finalmente, a terceira situação, muito comum em países emergentes, ocorre quando o capital pertence, majoritariamente, a poucos acionistas, que definem os rumos da empresa e podem tomar decisões que nem sempre interessam aos demais acionistas minoritários. Tal fato caracteriza a expropriação de riqueza dos demais acionistas, cada vez mais combatida no mundo dos negócios, por se caracterizar como atitude antiética.

Brigham et al. (2001) asseveram que, anos atrás, os principais critérios para avaliação do desempenho de uma empresa recaíam unicamente sobre medidas contábeis, como lucros por ação e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). O enfoque moderno recai sobre o valor e desempenho das ações em relação a outras de seu segmento. Por isso, medidas como EVA®, calculado tomando o lucro operacional após impostos e subtraindo o custo anual de todo o capital (próprio e de terceiros) utilizado pela empresa, estão sendo utilizadas para vincular a remuneração dos executivos à maximização de valor para o acionista.

No entender dos autores, o EVA® é um indicador que permite medir a lucratividade real de uma empresa, porém, ainda muito pouco utilizado em estudos empíricos, devido à dificuldade de obtenção de dados e sua complexidade de cálculo.

Sob este mesmo prisma, destaca Assaf Neto (2006), métricas de desempenho como o *Economic Value Added* (EVA®) e o *Market Value Added* (MVA) podem ser utilizados para avaliar o desempenho gerencial dos administradores e minimizar os efeitos do conflito de agência, ao vincular a remuneração dos gestores ao objetivo de maximização de desempenho, que se refletirá em maiores riquezas aos acionistas e irá ao encontro dos interesses destes. Porém, os autores também acenam com a dificuldade de cálculo desses indicadores.

Rodrigues e Mendes (2004) chamam a atenção para o fato de que uma empresa com efetiva governança corporativa, quando estabelecida em um mercado em expansão e orientada para a obtenção de excepcional desempenho, realiza investimentos e experimenta aumento na demanda, por parte de investidores interessados na aquisição de valores mobiliários emitidos, em um processo que conduz à valorização das ações e ao crescimento dos negócios, formando um círculo virtuoso. Tal como ponderam os autores, “o valor de mercado e o valor econômico de uma empresa são os tradutores do interesse de investidores em aplicar seus recursos financeiros no capital da empresa” e, certamente, vão estar ancorados no crescimento das vendas e adoção de boas práticas de governança que levem a resultados e fluxos de caixa crescentes, apoiados em investimentos saudáveis (RODRIGUES; MENDES, 2004, p. 31).

1.3 Empresas Familiares e Não-Familiares

Para realizar uma pesquisa envolvendo empreendimentos da espécie é necessário, em primeiro lugar, buscar o conceito do que vem a ser empresas familiares e compreender sua representatividade para as economias nacionais.

1.3.1 Caracterização e Aspectos Organizacionais

No mundo dos negócios há um axioma segundo o qual a maioria das empresas tem sua origem em idéias de um ou mais empreendedores, que, ao arregimentarem familiares para auxiliá-los na condução dos negócios, acabaram concebendo organizações, as chamadas

empresas familiares (*family-run companies; founding-family business*) ou simplesmente os negócios familiares (*family firms; family business*).

Kirchhoff e Kirchhoff (1987) indicam que os negócios familiares constituem parte importante da economia norte-americana e, na década de 1980, constituíam mais de 80% de todos os empreendimentos no país, além de demonstrarem que os membros da família são mais comprometidos com os negócios do que outros colaboradores contratados.

Estudos técnicos e ou científicos, que permitam uma quantificação exata do total de empresas, sob gerência e controle familiar, em operação em escala global, são escassos. Especialistas ligados a instituições mundiais de alta gestão, como o *International Institute for Management Development (IMD)* e o *Family Firm Institute (FFI)* chegaram a estimar que mais de 80% de todos os empreendimentos, no mundo, são empresas familiares. Metade deste contingente tem o controle transferido para terceiros antes de elaborar seu plano de sucessão, cerca de 30% chega a ser administrado por herdeiros da segunda geração e perto de 10%, ou menos, permanecem sob controle e administração familiar nas gerações seguintes.

Empresas familiares são formas originárias de grande maioria das organizações, seja qual for o setor de atividade (WAKEFIELD, 1995 apud KRAUS, 2007) e predominam no meio empresarial em muitos países (KIRCHHOFF et al., 1987).

Astrachan e Shanker (2003) afirmam que, em 1995, a escassez de dados e pesquisas empíricas impedia a fundamentação da importância das empresas familiares para a economia norte-americana. Até mesmo os conceitos utilizados para distinguir estas firmas dos demais empreendimentos eram ambíguos e ou inexistentes. Para Anderson e Reeb (2003), as empresas em que parte do capital social pertencia aos fundadores ou a seus herdeiros e ou que tivessem a presença de integrantes da família no Conselho de Administração, eram familiares.

Beuren e Oro (2006) afirmam ser inúmeros os conceitos de empresa familiar contidos na literatura, citando o consenso de Donneley (1977), Bernhoeft (1991), Lodi (1998), Longenecker et al. (1998), Usman (2004) e Bornholdt (2005), em caracterizar como familiar a organização “em que a gestão do empreendimento está atrelada aos membros familiares”. Entretanto, destacam que “é possível encontrar tantas definições quantas as obras que se

consulte sobre o tema, já que cada investigador, por necessidades operacionais, propõe sua própria definição” (Usman 2004:17 apud Beruen e Oro, 2006).

Para Gonçalves (2000), o que caracteriza a empresa familiar é a coexistência de três fatores: a) uma família detém o total ou a maioria das ações ou quotas que asseguram o controle econômico da organização; b) a gestão cabe a essa família, que define os objetivos, diretrizes e grandes políticas da empresa e, finalmente, c) a família administra o negócio com a presença de um ou mais membros no nível executivo mais alto da organização.

No presente estudo, utilizou-se a classificação de Martinez et al. (2007), segundo a qual a “empresa de controle familiar” apresenta, pelo menos, um dos seguintes aspectos: a) maioria do capital social pertencente a pessoas de uma mesma família, integrantes do conselho de administração ou ocupantes de cargos de direção; b) maioria do capital social pertencente a um grupo de duas a quatro famílias, com membros integrantes do conselho de administração; c) fundadas por empreendedores que tenham designado descendentes no plano de sucessão ou que, não tendo herdeiros diretos, tenham outros familiares (irmãos, primos, sobrinhos etc.) na administração; d) reconhecidas pelo mercado como continuidade do “legado empresarial”.

Por outro lado, considerou-se empresa não-familiar toda e qualquer empresa que não se enquadrar em qualquer das três delimitações anteriormente estabelecidas, com o capital pertencente a indivíduos ou grupos de pessoas sem plano sucessório que envolva familiares na continuidade do negócio, bem como as sociedades empresárias, com participação majoritária (mais de 50% do capital) ou integral do governo. Filiais de multinacionais e ou transnacionais com sede no estrangeiro e que operem no país também são consideradas não-familiares.

Recentes pesquisas vêm refutando a concepção de Berle e Means (1932), ao indicar ser bastante incomum, mesmo em mercados de capitais mais desenvolvidos, maior dispersão no controle acionário, preconizada pelos citados autores (LEAL, 2004; OKIMURA et al., 2007), notadamente em empreendimentos familiares.

Nesse contexto, Astrachan e Shanker (2003) verificaram que boa parte das fortunas norteamericanas tem origem em resultados gerados por empresas familiares, que representam de 80% a 90% entre todos os empreendimentos em operação no país, contribuindo com 64% do *Gross Domestic Product* (GDP) de US\$ 5 trilhões (2003), empregando 62% da força de

trabalho daquela nação. Segundo os autores, 30% seriam administradas por membros da segunda geração, 12% da terceira e 3% permaneciam sob controle das gerações posteriores.

Anderson e Reeb (2003b) investigaram empresas geridas e controladas por fundadores, que atuam em grande variedade de setores econômicos e que constituem cerca de um terço das companhias que compõem o S&P 500 (índice amplamente reconhecido pelo mercado de valores como o melhor para avaliação de empresas, projetado com base no desempenho das quinhentas maiores corporações de alta capitalização, líderes no mercado estadunidense). Entre 1992 e 1999, os autores conduziram uma pesquisa com o uso de indicadores conhecidos do mercado: o Retorno do Ativo (ROA), lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) e, uma medida de valor denominada “Q de Tobin”, que toma por base os valores dos títulos da empresa em relação ao seu ativo total). Utilizando técnicas estatísticas (análise multivariada, correlação e regressão linear), compararam o desempenho de 403 companhias de grande porte em operação nos Estados Unidos. Contrariando as conjecturas iniciais, os autores descobriram que, aquelas cujo controle era familiar e em que os fundadores mantinham propriedade relevante, as *performances* eram maiores que as demais. Apontaram, ainda, um ROA 6,6% maior em *family-run companies* do que nas demais empresas avaliadas, independentemente do tempo de fundação (de 78 anos, em média).

Stavrou e Swiercz (1998) indicaram que, no Canadá, os negócios familiares constituem cerca de 80% de todas as empresas em operação naquele país, empregam a maior parte da força de trabalho e respondem por mais da metade de seu Produto Interno Bruto (PIB).

Anos mais tarde, pesquisa realizada por Markin (2004), utilizando a metodologia de Anderson e Reeb (2003a), indicou que, ao contrário do ocorrido nos Estados Unidos, as empresas familiares canadenses não apresentavam melhores resultados que as demais nem havia indícios de influências no valor de mercado, por conta de sua estrutura de propriedade.

Na Austrália, as empresas familiares constituem parte significativa da economia – em 2003 concentravam 97% de todas as empresas em operação e empregam mais da metade da força de trabalho (SMYRNIOS; DANA, 2006). Desse contingente, 69% estão sob o controle da primeira geração, 23% possuem administradores da segunda geração e 8% são da terceira geração em diante. No entanto, 53% dos controladores planejam a venda das participações a

curto e médio prazo e 23% planejam a permanência do controle familiar em empresas por eles fundadas, com a elaboração de plano sucessório.

Martinez et al. (2007) estudaram o desempenho de empresas de capital aberto do Chile e identificaram que, de uma amostra representativa das companhias com ações negociadas na Bolsa de Valores daquele país, 76% são familiares, seguindo outras estimativas formuladas em pesquisas realizadas por acadêmicos do *Family Business Center* chilenos, localizados nas universidades de Los Andes e Adolfo Ibañez. Diferente do que ocorre em outros países, empreendimentos familiares se concentram em alguns setores de atividade, como agricultura, alimentos e bebidas, mineração, têxteis, beneficiamento de pescados e reflorestamento. E, contrariando a lógica, as empresas familiares naquele país apresentaram um desempenho superior às demais organizações não-familiares, avaliadas na pesquisa.

No Brasil, algumas iniciativas que visaram a avaliar o desempenho de empresas familiares no país foram publicadas, nos últimos anos, sendo relevante citar o trabalho do IBGC (2006), envolvendo o estudo de caso de 15 empresas de capital aberto que possuíam controle familiar, constituindo-se um estudo de caso pioneiro. Além deste, pesquisas desenvolvidas por empresas de consultoria, como a Prosperare Brasil (2005-2007), traçaram um perfil dos empreendimentos familiares brasileiros, tomando por base uma amostra de empresas que participaram de entrevistas estruturadas, com o objetivo de avaliar aspectos de governança, planejamento, gestão, organização e comunicação.

Para Lethbridge (1997a), a empresa familiar ocupa espaço importante, tanto em países industrializados quanto em emergentes. Todavia, a organização familiar tradicional que não estiver aberta a sócios e executivos externos dificilmente sobreviverá, em decorrência da abertura de mercados e efeitos da globalização da economia, que modificaram o cenário de protecionismo até então vigente. O autor ressalta que, mesmo em nações mais desenvolvidas, onde há grandes empresas familiares que crescem e diversificam suas atividades mediante autofinanciamento, há risco de se verificar distorções nas estratégias de longo prazo e de ocorrer desgosto entre os acionistas quando se impõem dividendos modestos.

A capitalização torna-se fundamental para a sobrevivência das organizações em cenários mais competitivos e com menor proteção governamental, exigindo o ingresso de sócios em operações de *private equity* ou mediante abertura de capital, opções nem sempre

bem aceitas em razão da relutância dos donos de empresa em “dividir o poder com os novos sócios e em admitir o acesso de profissionais não-familiares a cargos de direção” (LETHBRIDGE, 1997a, p. 17).

1.3.2 Governança em Empresas Familiares

Pesquisas realizadas ao longo das últimas décadas indicam a existência de diferentes entendimentos, por parte de acadêmicos quando o assunto se refere às vantagens e ou desvantagens apresentadas no âmbito do controle familiar.

Para avaliar os efeitos no desempenho financeiro e no *turnover* da alta administração, em companhias abertas britânicas, Dahya et al. (2000) elaboraram um estudo empírico, mensurando os efeitos antes e após a publicação *The Code of Best Practice*, em 1992, pelo *Cadbury Committee*. Os autores utilizaram uma amostra de 460 companhias que transacionavam na Bolsa de Valores de Londres, em 1988, e informações dos quadros de administração em um período de oito anos (até quatro antes e até quatro após a divulgação dos relatórios *Cadbury*) além de dados financeiros (preço da ação, ativo total, receita total, dívida total e Ebitda), por um período de três a quatro anos, para cada empresa integrante da amostra. O estudo demonstra relações estatisticamente significantes para as medidas de desempenho, com o uso de dois índices: o Retorno do Ativo Ajustado para a Indústria (IAROA) e o Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA).

Anderson e Reeb (2003a) apontam evidências de que os desempenhos das empresas familiares estudadas superavam os obtidos pelas demais empresas não-familiares, sugerindo que os benefícios decorrentes do controle familiar superam os ônus, o que suscitou a realização de novos estudos, com o propósito de reaplicar a avaliação em vários países.

Faccio e Lang (2002 apud ANDERSON; REEB, 2003b) verificaram que as empresas sob controle familiar, de países do leste asiático, experimentavam severas expropriações da família controladora, sugerindo que as desvantagens (ou ônus) se equiparavam às possíveis vantagens (ou benefícios). Contudo, estudos posteriores refutaram a idéia, ao reafirmarem que as companhias nos Estados Unidos apresentam comportamentos diferentes, diferenciando as

práticas de empresas familiares em relação às demais, devido ao grau de efetividade nos mecanismos de governança corporativa, que “limitam o comportamento oportunista das famílias” (ANDERSON; REEB, 2004, p. 233).

No Brasil, o interesse por estudos de governança em empresas familiares cresceu, nos últimos anos. Contribuições de diversos autores, nacionais e estrangeiros, foram reunidas na obra organizada por Melo e Menezes (2008), que consideram o tema empresa familiar um dos mais fascinantes do universo corporativo.

As organizações familiares além de enfrentarem desafios comuns a qualquer empresa (possuir boa gestão, posicionar seus produtos, conquistar mercados, formar equipes eficientes, ser competitiva), precisam equilibrar interesses e percepções individuais, valores pessoais que vão além das relações profissionais, disputas, ciúmes, expectativas, simpatias, antipatias e outros comportamentos que, de algum modo, são transpostas para o cotidiano empresarial.

Lansberg e Gersick (2008 In: MELO; MENEZES, 2008, p. 47-69) afirmam que as empresas familiares latinoamericanas têm sido compelidas a se adaptarem em um ambiente marcado por pressões competitivas de globalização e planejar a sucessão de patriarcas que, por décadas, administram as empresas. Além disso, os autores assinalam a necessidade de administrar conflitos e incentivar a colaboração dos acionistas familiares, primando pela adoção de práticas de governança e transparência na gestão. De acordo com os pesquisadores, muitas dessas empresas correm o risco de sucumbir, não em função do desempenho, mas devido à incapacidade de seus donos de se unirem e trabalharem em conjunto, na gestão dos interesses individuais. À medida em que as empresas familiares crescem, a confiança diminui, tornando ainda mais difícil seu restabelecimento.

2 TRABALHOS EMPÍRICOS ANTERIORES

Esta seção relaciona uma coletânea de trabalhos empíricos recentes, identificados como importantes publicações até a apresentação desta dissertação e que contemplam temas conexos com o que ora se estuda (desempenho financeiro, geração de valor, estrutura de propriedade e governança corporativa). A partir das conclusões desses *papers*, obteve-se inspiração e base de argumentação teórica para o desenvolvimento desta pesquisa.

2.1 Estudos Internacionais

Uma página na internet dedicada à disseminação da pesquisa acadêmica na área de Ciências Sociais, particularmente em Administração, Economia, Finanças, Contabilidade e Direito. Assim é que a *Social Science Research Network (SSRN)* foi tomada como ponto de partida para a catalogação de artigos, teses e dissertações que guardassem relação com o presente estudo, apresentados em ordem crescente de ano de publicação.

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a Teoria de Estrutura de Propriedade, afirmando que, à medida em que um proprietário-gestor reduz sua participação na condução dos negócios, aumenta seu o interesse no aproveitamento de benefícios não-pecuniários, para compensar a redução das retiradas financeiras. Com isso, o valor de mercado da firma decresce, já que os demais proprietários perceberão a intenção do primeiro, de se apropriar de parte da riqueza gerada a partir das atividades empresariais, que deveriam ser distribuídas a todos os proprietários. O estudo é considerado a base de sustentação do modelo financeiro de governança corporativa e um dos três pilares sobre os quais se desenvolveu o conceito de governança corporativa (BARROS, 2007).

Duas décadas após, Claessens (1997) encontra evidências de efeitos da concentração de propriedade no aumento do preço das ações das firmas e de conflitos de interesses durante os processos de privatização por que passaram as repúblicas Checa e Eslováquia. Quanto maior a concentração, maior o preço das ações e, se um único investidor doméstico possuísse a

propriedade absoluta, ainda maior seriam tais preços. O autor aponta que dois terços das empresas estabelecidas nas referidas nações européias passavam a pertencer aos fundos de investimentos instituídos por Bancos, após vultosas aquisições que se verificavam quando os preços das ações caíam. Empresas estatais e ou controladas por estrangeiros não apresentavam preços maiores.

Em função da representatividade dos negócios controlados por famílias, na Suécia, e de um crescente interesse por pesquisas comparativas entre empresas familiares e não-familiares, nos anos 1990, Ganderrio (2002) desenvolveu estudo com o objetivo de avaliar o desempenho financeiro desses dois grupos de empresas. Foram tomadas observações de 1985 a 1994.

A análise de Ganderrio (2002) baseou-se em indicadores como o retorno do ativo (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE), Vendas Totais, Lucros antes de Juros e Impostos (EBIT), dentre outros. O autor concluiu que as empresas familiares apresentavam bons desempenhos, comparáveis às demais empresas, não-familiares, naquele país.

La Porta et al. (1999-2000-2003) desenvolveram vários trabalhos relacionados ao tema governança, com destaque para o primeiro, publicado em 1999, que teve por objetivo desenvolver um modelo que permitisse avaliar os efeitos da presença (ou não) de proteção legal aos direitos dos acionistas e da propriedade dos fluxos de caixa no valor da firma. Os autores testaram o modelo com uma amostra de 539 empresas (as vinte maiores empresas em capitalização de mercado de 27 países com economias desenvolvidas).

Ancorado nas premissas de que os investidores pagam mais por ações em mercados em que há maior proteção legal ao investidor e limitação do poder de expropriação, os autores utilizaram os indicadores “Q de Tobin” e o “Q de Tobin ajustado industrial”, crescimento das vendas e crescimento das vendas ajustado, para medir o valor das empresas analisadas, em cada país, além dos indicadores de direitos de fluxos de caixa e de controle. O tratamento estatístico utilizado foi a Análise de Regressão Múltipla, com o que os autores encontraram evidências consistentes de que a maior valorização das empresas ocorre em países com maior proteção ao acionista minoritário e, em empresas cujo acionista controlador detém maior propriedade dos fluxos de caixa.

Em sua tese de doutorado, Mustakallio (2002) verificou os impactos dos mecanismos de governança no desempenho das firmas familiares, tomando uma amostra com 192 empresas da Finlândia, levando em conta os dois modelos de governança por ele elaborados: contratual (a estrutura de propriedade determina a composição e forma de atuação da Diretoria executiva) e relacional (perspectiva em que as relações sociais, por serem mais fortes em empresas familiares, asseguram maior controle da empresa). Um questionário foi submetido às empresas componentes da amostra, previamente à realização da análise fatorial confirmatória, que serviu para validar os construtos, e à análise de regressão múltipla, que testou os relacionamentos das hipóteses construídas. Os resultados indicaram que os mecanismos contratual e relacional, de governança, são complementares e não se excluem mutuamente. Na conclusão, o autor afirma a importância e viabilidade das empresas sob controle familiar e que a coexistência das duas sistemáticas de governança melhora não só a qualidade do processo decisório, mas também o desempenho geral dessas organizações.

No ano seguinte, foi publicado um dos mais importantes estudos comparativos do desempenho de empresas familiares e não-familiares. Anderson e Reeb (2003a) avaliaram os efeitos da estrutura de propriedade no desempenho das companhias que compuseram a amostra (403 empresas do índice S&P 500, da *Standard and Poor's*, em 31/12/1992, exclusive Bancos, seguradoras e empresas de utilidade pública que operam nos Estados Unidos, cujos desempenhos são afetados pela regulamentação de mercado). Para mensurar o desempenho das empresas, os autores utilizaram o “Q de Tobin” e o retorno do ativo (ROA), calculado de duas formas: utilizando o lucro líquido proporcional ao valor contábil do ativo total e, tomando o EBITDA dividido pelo valor contábil do ativo total.

Outras variáveis de controle foram utilizadas por Anderson e Reeb (2003a), para representar as características do setor econômico e das empresas analisadas, tais como: tamanho da firma (logaritmo natural do valor contábil do ativo total), oportunidade de crescimento (relação entre os custos de P&D e a receita líquida total), risco empresarial (desvio-padrão do retorno das ações, tomado mês a mês, em uma série de 60 meses), endividamento (compromissos de longo prazo divididos pelo ativo total) e tradição (*firm age* = logaritmo natural da quantidade de anos desde a fundação). A análise se deu por meio de estatísticas descritivas (médias, medianas, desvios-padrão, máximos e mínimos de cada variável-chave), teste de diferença das médias entre empresas familiares e não-familiares, montagem da matriz de correlação e análise de regressão multivariada. Contrariando as

conjecturas iniciais, os autores concluíram que as empresas familiares de capital aberto, que atuavam nos EUA entre 1992 a 1999, apresentaram desempenho no mínimo equivalente ao das demais companhias (não-familiares). Em muitos casos houve superação da performance geral destas últimas.

Ainda em 2003, outro estudo dos mesmos autores foi desenvolvido, com o objetivo de investigar aspectos de governança das empresas que compunham o S&P500, utilizando as informações contábeis e financeiras de 1992 a 1999 (ANDERSON; REEB, 2003b). Foram encontradas significantes diferenças entre empresas familiares e não-familiares, com fortes evidências de que o elemento limitador do potencial expropriador das famílias (oportunismo) seria a relativa influência de membros independentes na diretoria, contrabalançando a influência dos demais proprietários integrantes da família e mitigando os conflitos de agência. Os pesquisadores utilizaram o EVA (*Economic Value Added*) e o Q de Tobin para a análise de desempenho, tendo como variáveis de controle o tamanho da firma (logaritmo natural do ativo total), oportunidade de investimento (custos de pesquisa e desenvolvimento divididos por ativos fixos), risco da firma (desvio-padrão do retorno das ações, em 60 meses), performance (ROA calculado mediante divisão do EBITDA pelo ativo total) e tempo de firma (logaritmo natural da quantidade de anos de fundação da firma). Os autores utilizaram metodologia semelhante ao trabalho anterior dos autores (análise de regressão múltipla). Os resultados indicaram que acionistas majoritários, detentores do controle dos fluxos de caixa e poder de voto, possuem importante papel no direcionamento da empresa e geração de resultados. Contudo, seus interesses não são necessariamente os melhores interesses da firma ou dos demais acionistas, uma vez que podem vetar projetos de maior risco, expropriar direitos dos demais acionistas ou, de forma mais genérica, atribuir benefícios de interesse próprio às custas dos demais públicos de interesse. A presença de diretores independentes em empresas com maior concentração de propriedade serviria como um poderoso instrumento mitigador do oportunismo da família. Outra forma seria a existência de aparato regulatório e transparência de mercado, em defesa dos interesses dos acionistas minoritários. Estas seriam as duas formas de monitorar os controladores.

Sequenciando pesquisas anteriores, Anderson e Reeb (2004) examinaram mecanismos usados para limitar a expropriação de riquezas das firmas que compunham o índice S&P500. A principal contribuição adicional desta nova pesquisa foi a identificação de que, geralmente, as empresas sob controle familiar buscam minimizar a presença de diretores independentes,

enquanto os acionistas não-controladores procuram elevar sua representação por meio desses diretores independentes, ampliando as discussões relacionadas aos conflitos de agência. O *q* de Tobin e EVA foi usado para mensurar o desempenho da mesma amostra de empresas empregada em trabalhos anteriores. As conclusões reforçam, pois, a importância da existência de mecanismos de governança em empresas onde houver concentração de propriedade.

Em 2004, outra pesquisa interessante, relacionando propriedade familiar e desempenho empresarial, desenvolveu-se no Canadá. O trabalho de Markin (2004) voltou-se para a análise da relação entre propriedade/controlado familiar e o valor da firma (medido por meio do *Q* de Tobin) e a rentabilidade empresarial (mensurada por meio do retorno do ativo – ROA), utilizando dados de uma amostra de 251 empresas canadenses (sendo 86 familiares e 165 não-familiares). Os resultados apontam que o controle não impacta o valor da firma e que as empresas familiares canadenses não são mais rentáveis do que as demais, não-familiares.

Embora haja similaridades culturais entre Canadá e Estados Unidos, diversos fatores, segundo o autor, levaram a resultado diferente dos achados de Anderson e Reeb (2003a-2003b). Entre eles o fato de os norte-americanos encararem o empreendimento como um legado a ser passado às próximas gerações, bem como considerarem os negócios uma extensão da família. Já para os canadenses, as empresas familiares são vistas como um caminho para geração de riqueza, que será aproveitada após a aposentadoria. Naquele país, embora as empresas familiares ainda sejam representativas para a economia do país, a maioria dos proprietários não tem a intenção de elaborar plano de sucessão para seus descendentes, preferindo vender o empreendimento a outros investidores interessados em conduzir os negócios com diretoria profissionalizada (ANDERSON; REEB, 2003a).

Farooque et al. (2005) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e performance financeira de empresas em Bangladesh, utilizando a modelagem de equações simultâneas (regressão 2 SLS) para 660 anos-empresa, tendo sido encontrado, pelos autores, que a composição do quadro de diretores naquele país não impacta o desempenho das empresas, medido pelo *Q* de Tobin e retorno do ativo (ROA). Todavia, o desempenho parece ter impacto na formação da diretoria. A principal contribuição do estudo é o fato de os resultados implicarem em similaridade de mecanismos de governança, em especial quanto aos mecanismos internos e problemas de agência, independentemente de o país sob análise ser uma economia de mercado emergente ou desenvolvido.

Ali et al. (2006) avaliaram práticas de divulgação de informações por parte de empresas familiares. Na seqüência de estudos anteriores, realizados com empresas do índice S&P500, apontaram que as empresas familiares obtinham melhores desempenhos que as demais. Uma das hipóteses levantadas pelos autores era a de que as empresas familiares tinham menores problemas de agência, devido à separação da propriedade e gestão, sendo, no entanto, maiores entre os acionistas controladores e não-controladores, fato que afetava suas práticas de evidencição. Utilizando a análise de regressão para testar o relacionamento entre as variáveis construídas, concluíram que as empresas familiares que figuravam no S&P500 evidenciavam poucas práticas de governança, apesar de obterem melhores retornos.

Levando em conta as evidências de estudos anteriores que buscaram analisar a presença de acionistas controladores nas empresas, Almeida e Wolfenzon (2006) estudaram estruturas de controle conhecidas por “pirâmides”, em que um grupo empresarial familiar detém o controle direto de uma empresa-alvo (mais de 50% das ações com direito a voto), por meio do controle majoritário de outra empresa, em que detém 50% ou mais do capital. Com isso, o controle da primeira é obtido com pelo menos 25% dos direitos de fluxo de caixa (pouco mais da metade dos 50% do capital da empresa-alvo). Os autores apresentaram um modelo que explica a tendência de utilização de estruturas piramidais para separar fluxos de caixa dos direitos de voto e questionaram os benefícios do uso de pirâmides para a família controladora.

Avaliar a relação entre estrutura de propriedade e o desempenho de empresas abertas na Europa continental foi o principal objetivo da pesquisa de Barontini e Caprio (2006), que coletaram informações de 675 empresas de capital aberto localizadas em 11 países. Três grupos de variáveis foram construídos e seus dados coletados: i) propriedade, que previa a identificação do maior acionista (disperso, familiar, estatal, instituições financeiras, outros), tamanho dos direitos de fluxo de caixa e direitos de voto, seguindo a metodologia de La Porta (1999), tamanho e composição dos conselhos e diretoria, com indicativo de uma eventual separação de poderes entre diretores e conselheiros, número de membros do conselho integrantes da família controladora; ii) *valuation* (desempenho), utilizando o Q de Tobin e o retorno do Ativo (ROA), medidos de 1999 a 2001; iii) controle, por meio da utilização do código SIC (*Standard Industrial Classification*) e do tamanho da firma sob duas perspectivas (logaritmos do ativo total e do valor de mercado do patrimônio líquido), crescimento das vendas (variação das vendas em relação ao ano anterior) e alavancagem (valor contábil das dívidas totais dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido, ao final de cada ano). Os

autores concluíram que as empresas apresentavam concentração de propriedade e grau relevante de separação dos direitos de fluxos de caixa e de voto, embora a este fator, de per si, não se possa atribuir os efeitos no desempenho das empresas analisadas.

Visando a contribuir na validação de preceitos da Teoria de Agência, identificando as relações entre controle empresarial familiar e a estrutura de governança corporativa (GC), Bartholomeusz e Tanewski (2006) utilizaram uma amostra de 100 companhias australianas (50 familiares e 50 não-familiares), coletando dados, de 2001 e 2002, para testar as hipóteses de que o controle exercido por acionistas da família pode potencializar outros mecanismos de controle interno (GC). A principal variável utilizada para mensurar o desempenho das firmas foi o Q de Tobin, partindo da premissa, segundo a qual, a maximização da riqueza advém da maximização do valor da firma, medida pela maximização do Q de Tobin, aliada ao MVE (valor de mercado do patrimônio líquido) e EBITDA (lucro antes dos impostos, taxas, depreciação e amortização). Os autores utilizaram a análise de regressão, com o que os resultados apontaram que o controle exercido pela família interage com outros mecanismos de controle interno e que as empresas estavam menos propensas a ter diretores ou conselheiros “sem interesse” (não pertencentes à família controladora). Diferentemente do que ocorre com empresas não-familiares, naquele país, as empresas familiares estão menos propensas a ocupar os cargos de presidente do conselho e diretor presidente com a mesma pessoa. Os autores concluem que as estruturas de governança são diferentes, entre empresas familiares e não-familiares australianas, e que este fato impacta no desempenho das empresas, necessitando haver maior transparência e evidenciação, por parte das primeiras.

Bennedsen et al. (2006) investigaram os efeitos da decisão de indicar um membro da familiar ou externo para ocupar um dos cargos de maior destaque na alta administração (CEO – *Chief Executive Officer*), tomando por base uma amostra de 5.334 casos de sucessão em empresas dinamarquesas, entre 1994 e 2002. Os resultados indicaram que o processo de sucessão familiar apresenta impacto negativo no desempenho corporativo das empresas analisadas. Outra descoberta realizada, no referido estudo, foi a maior propensão de indicação de sucessores quando os descendentes primogênitos são do sexo masculino, embora o sexo do sucessor não afete diretamente o desempenho da firma e que, no período de transição do CEO, o lucro operacional sobre o ativo (OROA) chega a cair pelo menos 4%. Os autores concluíram que CEO profissionais, não-familiares, prestam valiosa contribuição às empresas a que servem.

Com vista a examinar a existência de relação entre o *downsizing* (racionalização da estrutura organizacional de uma empresa) e a propriedade familiar, tomando por base uma amostra de 204 empresas que figuraram na lista da revista *Fortune 500*, entre os anos 2000 e 2002, sendo 102 familiares e 102 não-familiares, Stavrou et al. (2006) utilizaram o retorno do ativo (ROA), tomado com sua média anual, fazendo referência a diversos outros trabalhos empíricos publicados até então, com utilização de metodologia semelhante. Os autores relacionaram este indicador com outras variáveis representativas da estrutura de propriedade e de remuneração.

Os resultados indicaram não haver relação significativa entre as variáveis. Mesmo assim, foi possível concluir que, apesar das limitações do estudo, as empresas familiares recorrem bem menos ao *downsizing* e apresentam um maior comprometimento com os interesses dos empregados, o que leva a uma performance anual média positiva, enquanto que as demais empresas, não-familiares, registraram os mesmos indicadores negativos de desempenho.

Em outra perspectiva, a tese de doutorado de Zellweger (2006) objetivou investigar as singularidades das empresas familiares suíças no tocante à aversão ao controle de riscos (A), desempenho financeiro (B) e valor de mercado (C), utilizando uma amostra de empresas. A análise do primeiro ponto (A), no estudo do autor, baseou-se em amostra de 1.215 empresas, para as quais o autor descobriu que as firmas familiares apresentavam menor alavancagem financeira, devido a um menor endividamento, em decorrência de investimentos concentrados, de insuficiente separação entre riqueza privada e empresarial, além da dispersão de propriedade ocorrer somente entre irmãos. O segundo aspecto estudado (B) levou em conta a análise de dados de 684 empresas, cujos resultados apontaram menores retornos sobre o patrimônio líquido (ROE) em firmas familiares, causados por problemas de agência mais severos, tais como: menor envolvimento em decisões estratégicas e financeiras, governança ineficiente, desalinhamento de interesses e ineficiência dos sistemas de informação. O autor aponta que o controle familiar não chega a ser uma benção ou mesmo uma desgraça, pois o desempenho positivo depende do poder de influência da família, tipo de firma, tamanho, e da presença de membros de gerações mais ativas e comprometidas. O último aspecto (C) levou em conta dados de 142 empresas familiares de capital aberto, presentes no mercado de capitais suíço, que apontaram um desempenho superior, em parte devido à maior transparência (medida por menor variância nos lucros por ação), em contraponto às 958 empresas familiares de capital fechado.

O impacto no valor de mercado de empresas asiáticas, devido ao ingresso de diretores independentes, exigência instituída após a crise financeira na Coreia – empresas com patrimônio líquido de mais de dois trilhões de won devem ter 50% dos diretores independentes – foi analisado por Choi et al. (2007). Foram tomados dados de 457 empresas, no período de 1999 a 2002, utilizando, como variável de desempenho, o “Q de Tobin”. Para avaliação da composição do Conselho utilizaram indicadores de diretores independentes e o logaritmo do tamanho do conselho (quantidade de membros). Características de propriedade foram avaliadas com variáveis de propriedade familiar, de Bancos, fundos e de clubes de investimento e de investidores institucionais. Para as características da empresas, tomaram diversas variáveis, dentre elas as exportações sobre vendas, gastos de P&D sobre vendas, dívida total, logaritmo das vendas totais, ROA, beta, logaritmo do tempo de firma e quatro *dummies* que indicavam ou não presença de *chaebol*, ADR’s e *outsiders*.

Contrariamente aos resultados obtidos nos Estados Unidos (BERLE et al., 1934), os efeitos dos executivos independentes se mostraram fortemente positivos, com efeitos benéficos no desempenho corporativo. Os efeitos das “chaebol” (grandes corporações controladas por famílias) ou do controle familiar direto se mostraram insignificantes ou negativamente correlacionados, o que leva à conclusão de que os efeitos dos *outsiders* dependem muito da composição dos Conselhos e da maturidade do mercado em que as empresas atuem. Outra conclusão importante do estudo foi a relevante presença de investidores institucionais, notadamente estrangeiros, que elevam o desempenho corporativo, ao mitigarem os riscos de oportunismo e de expropriação de valores por *insiders*.

Ellul et al. (2007) investigaram o impacto de grandes acionistas (*blockholders*) nos custos de agência, em diferentes ambientes de proteção ao investidor. Partindo da premissa de que o controle familiar, de um lado, mitiga estes custos (investimentos não-diversificados, presença “intergeracional” de sucessores das famílias controladoras e preocupação com a reputação da firma). De outro, os exacerba (devido ao potencial de expropriação de benefícios privados e maior risco de falência). Os autores tomaram uma amostra de 1.400 empresas internacionais (328 das quais norte-americanas) localizadas em 24 países, avaliando dados do período 1995 a 2000, por meio de avaliação estatística (regressão linear múltipla).

Os resultados indicaram que as empresas sob controle familiar, em países com baixa proteção legal ao investidor possuem maiores custos de capital, se comparados às demais

firmas, não-familiares, enquanto que, em ambientes com maior proteção ao investidor, ocorre o contrário, ou seja, as empresas familiares são beneficiadas com menores custos de capital.

Objetivando avaliar o impacto da propriedade familiar no desempenho de empresas abertas chilenas, Martinez et al. (2007) utilizaram uma amostra de 175 companhias (das quais 100 era familiares e 75 não-familiares), listadas na Bolsa de Valores de Santiago, dentro de um período de dez anos (1995 a 2004). O desempenho das firmas foi mensurado utilizando-se três diferentes índices (ROA, ROE e uma proxy do Q de Tobin).

Outras variáveis de controle foram incluídas na pesquisa de Martinez et al (2007), a saber: código da indústria, de acordo com a classificação SIC das Nações Unidas; Tamanho da Empresa, calculado com o logaritmo natural do ativo total; Dívida Total, estimada pela divisão da dívida de longo prazo pelo ativo total; Idade da Firma, dada pela quantidade de anos desde a fundação da empresa. A análise estatística envolveu o teste de diferença das médias entre os dois grupos de empresas (familiares e não-familiares), seguido da análise de regressão linear múltipla. De forma idêntica aos achados de Anderson e Reeb (2003a), os autores concluíram que as firmas familiares de capital aberto, no Chile, apresentavam melhores desempenhos que as demais, não-familiares.

Pesquisa semelhante, tomando uma amostra de 613 empresas canadenses, com dados do período 1998 a 2005, foi produzida por King e Santor (2007). A mensuração do desempenho também se deu por meio de comparação do Q de Tobin e ROA, com acréscimo do indicador de Alavancagem Financeira, baseado na relação entre a dívida e ativo total. Os resultados indicaram que empresas familiares com um único tipo de ação apresentavam desempenho de mercado similar às demais firmas, não-familiares. Por outro lado, empresas familiares com dois tipos de ações apresentavam valor de mercado, em média 17% inferior às demais empresas, de propriedade dispersa, apesar de possuírem ROA e alavancagem similares.

Blanco-Mazagatos et al. (2007) analisaram de que maneira a combinação da Visão Baseada em Recursos (RBV) e a Teoria da Agência podem proporcionar um melhor entendimento da dinâmica interna da empresa familiar e de sua evolução. Os autores utilizaram uma amostra de 654 empresas espanholas (das quais, 477 familiares) e elegeram como variável dependente “empresa familiar” (com mais de 50% do capital pertencente a uma família) e como variáveis independentes: déficit financeiro, dívida de longo prazo sobre o

valor contábil do ativo, ROA e ROE. Cinco variáveis de controle foram introduzidas: idade da empresa, indústria (ativo fixo sobre ativo total), tamanho da firma (considerando o número de empregados, vendas e ativo total), tamanho do conselho (número de diretores) e concentração (*blockholding*), levando em conta o percentual de ações controladas pelo principal (maior) acionista majoritário. No estudo, foram realizados testes de igualdade de médias (Anova) e regressão logística binomial, técnica apropriada quando a variável dependente é binária. Evidências sugerem que o desejo de manter o controle familiar gera valor e capacidade financeira à empresa, e que se altera entre a primeira geração de controladores (quando os custos de agência são menores e a capacidade financeira também) e as seguintes.

Para avaliar a influência exercida pela família controladora, em manter ou alienar subsidiárias, através da análise de dados econômicos e financeiros de 87 firmas em operação na Bélgica, Praet (2007) elaborou pesquisa em que os resultados confirmaram a hipótese de as empresas sob controle familiar, naquele país, serem mais propensas a se reestruturarem ao invés de recorrerem à liquidação ou alienação. Porém, segundo o estudo, tais decisões dependiam do tamanho e tipo de empresa.

Villalonga e Amit (2007), baseados em constatações empíricas de que nas grandes empresas norte-americanas, os fundadores e suas famílias eram os únicos *blockholders* cujos direitos de controle, em média, excediam os direitos de fluxos de caixa, investigaram como esse movimento ocorria e a que custo, empregando uma amostra de 515 empresas, entre 1994 e 2005, para as quais foram observadas diferentes formas de divisão de propriedade (individual ou por uma só família; ou ainda, compartilhado com outros investidores, com direitos a voto e investimentos concentrados ou dispersos). Em outro estudo, os autores testaram teorias que explicam a tendência de a maioria das empresas industriais e comerciais privadas, dos Estados Unidos, estarem sob controle familiar, avaliando “vantagens competitivas” e “benefícios privados do controle”. Ambas as teorias apresentam correlação entre desempenho, valor e controle, sendo as empresas familiares menos susceptíveis a variabilidades nos resultados.

Entre as principais conclusões do estudo, acha-se a utilização de ações de duas classes e acordos de acionistas como instrumentos utilizados para essa finalidade, além da presença de membro da família como diretor executivo presidente (CEO) e ou diretor-presidente do Conselho de Administração. Os dados indicaram que 80% das empresas avaliadas utilizavam o controle indireto (por meio de fundos de investimento, pirâmides, etc.) além do apontarem

que o problema de agência, entre os acionistas majoritários e minoritários, mostrava-se tão relevante nos Estados Unidos quanto no resto do mundo, diferentemente do suposto até então.

Para avaliar as práticas empresariais em empresas brasileiras não pertencentes ao Estado ou a estrangeiros, objetivando avaliar o grau de adoção de práticas de governança corporativa no país, Black et al. (2008) realizaram pesquisa, em 2005. A maioria das empresas consultadas apresentava Conselhos compostos por *insiders* ou representantes da família controladora. Muitas não possuíam nenhum diretor independente, mas os minoritários tinham direitos de representação. Outros aspectos (*disclosure, takeout rights, financial statements, etc.*) avaliados indicaram avanços na adoção das práticas recomendáveis por empresas brasileiras, desde a criação dos níveis diferenciados na Bovespa.

Lei e Song (2008) produziram um estudo utilizando doze indicadores representativos de adoção de mecanismos de governança, entre os quais, estrutura do Conselho, remuneração dos executivos, estrutura de propriedade e aspectos contábeis. Os autores propuseram a construção de um índice para representar os padrões de governança corporativa e ranquear as companhias listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, entre 2000 e 2003, de acordo com este índice. Para mensurar o desempenho, empregaram o “Q de Tobin”. A alavancagem, tamanho da empresa, características do setor industrial, vendas totais (log) e outras variáveis *dummy* foram utilizadas.

Os resultados indicaram haver significativo impacto no valor da firma e que as empresas com melhores *ratings* no modelo de GC construído têm maior valorização. Empresas familiares e de pequeno porte apresentaram mecanismos de controle interno pobres, apesar de as dez melhores empresas sob controle familiar possuírem fortes estruturas de governança. A principal conclusão apresentada foi de que os investidores pagam um prêmio substancial por ações de empresas com melhores estruturas de governança. Em decorrência disso, outras pesquisas semelhantes foram desenvolvidas em diversos países e até no Brasil.

Por fim, entre os estudos realizados em outros países, tomados como referência para o presente trabalho, está a pesquisa desenvolvida por Prencipe et al. (2008) que, em razão da ocorrência de recentes escândalos em mercados financeiros, notadamente na Itália, pesquisaram as motivações para se gerenciar ganhos em empresas familiares, destacando diferenças entre estas organizações e as demais empresas abertas, não-familiares. Baseados

nas análises das características específicas de firmas familiares, a principal hipótese levantada pelos autores consiste no fato de que estas seriam menos propensas a utilizar o gerenciamento financeiro e práticas contábeis para reduzir (maquiar) ganhos, o que afeta a lucratividade do negócio. Aduzem, ainda, que relações próximas entre os executivos e a família controladora, conjugadas com o horizonte de longo prazo do empreendimento, tornam as empresas familiares menos susceptíveis às oscilações de curto prazo dos mercados financeiros. Uma amostra de 129 observações, para os anos 2001 a 2003 (média de 43 empresas por ano), foi utilizada e submetida a tratamento estatístico, por meio de análise de regressão (OLS), tendo por variáveis ROA, ChROA (alterações em ROA), ativo total, alavancagem, custos em P&D e Valor de Mercado do PL/Valor contábil do PL. Os autores confirmaram a hipótese principal de que as empresas familiares, na Itália, são menos sensíveis às variações de curto prazo do mercado financeiro.

De um modo geral, observa-se uma profusão de estudos internacionais que utilizam o retorno do ativo (ROA) como medida de desempenho. Por igual, o “Q de Tobin”, definido como o quociente entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus respectivos ativos físicos, é um indicador utilizado por vários autores. Famá e Barros (2000) observam que tal indicador, proposto originalmente em fins da década de 1960, “consolidou-se como uma variável de indiscutível utilidade em diferentes aplicações em pesquisas na área de Economia e Finanças”. O quadro a seguir, compilado pelos citados autores, contém referências a várias pesquisas, com diferentes escopos de uso do *Q de Tobin*.

Modelos de Investimento	Tobin e Brainard (1968); Tobin (1969); Von Furstenberg (1977); Hayashi (1982); Smith (1981); Summers (1981); Chirinko (1987); Herendeen e Grisley (1988); Ciccolo e Fromm (1979, 1980); Salinger e Summers (1983); Fazzari, Hubbard e Petersen (1988); Blundell, Bond e Schiantarelli (1992); Blose e Shieh (1997); Thomas e Waring (1999).
Estruturas de Mercado e poder de monopólio	Lindenberg e Ross (1981); Chappell e Cheng (1982); Smirlock, Gilligan e Marshall (1984); Salinger (1984); Hirschey (1985); Chen, Cheg e Hite (1986); Lustgarten e Thomadakis (1987); McFarland (1987); Bernier (1987); Cartwright e Kamerschen (1989); Helmuth (1990).
Estrutura de Propriedade	Morck, Shleifer e Vishny (1988); McConnell e Servaes (1990); Griffith (1999); Chen, Hexter e Hu (1993); Loderer e Martin (1997)
Estrutura de Capital	McConnell e Servaes (1995); Born e McWilliams (1997); Bajaj, Chan e Dasgupta (1998).
Diversificação <i>versus</i> foco no negócio	Wernerfelt e Montgomery (1988); Montgomery e Wernerfelt (1988); Lang e Stulz (1994); Lloyd e Jahera (1994); Berger e Ofek (1995)
<i>Takeovers</i> , Fusões/Aquisições e <i>performance</i> da administração	Chappell e Cheng (1984); Hasbrouk (1985); Lang, Stulz e Walkling (1989); Servaes (1991); McWilliams (1993); Kim, Henderson e Garrison (1993); Jose Lancaster, Stevens et al. (1996); Carroll et al. (1999).

Oportunidades de crescimento, relações de agência, sinalização, hipótese do "sobreinvestimento" e política de dividendos	Lang e Litzberger (1989); Klock, Carter e Thies (1989); Lang, Stulz e Walkling (1991); Brous e Kini (1992); Opler e Titman (1993); Lanchard, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1994); Denis et al. (1994); Perfect, Peterson e Peterson (1995); Doukas (1995); Klock e Thies (1995); Impson (1997); Koch e Shenoy (1999); Gambola e Liu (1999).
Q de Tobin e custo de capital	Callen (1988); Ben-Horim e Callen (1989).
Q de Tobin e risco da firma	Shin e Stulz (2000)

Quadro 3 – Resumo das aplicações do Q de Tobin em pesquisas científicas.

Fonte: Famá e Barros (2000).

Pelo exposto, observa-se que o indicador “Q de Tobin” é amplamente utilizado em pesquisas quantitativas, na área de Finanças e Administração, em diversos países, nas últimas cinco décadas, consolidando-se como uma variável importante para mensurar o desempenho.

Na sequência, apresenta-se resumo dos principais estudos quantitativos realizados no Brasil, identificados como relacionados ao tema da presente pesquisa.

2.2 Estudos Nacionais

Os entraves à evolução do mercado de capitais brasileiro, até o final da década de 1990, e as expectativas de mudanças que permitam o desenvolvimento sustentado do mercado acionário com a criação do “Novo Mercado”, pela Bovespa, são os principais pontos abordados por Neto e Famá (2001), em estudo de cunho qualitativo, que originou, no meio acadêmico, o interesse crescente pelo tema governança.

O trabalho de Silveira (2002) teve por foco a análise da estrutura de governança corporativa das companhias abertas que operavam na Bovespa, entre 1998 e 2000, quanto à relevância e adequação às recomendações de boas práticas do IBGC e da CVM no período, e os reflexos no valor de mercado e desempenho, utilizando a regressão múltipla entre variáveis dependentes (valor e desempenho) e independentes (governança corporativa), constituindo, assim, os objetivos do presente trabalho. Para uma amostra de 200 empresas não-financeiras, o pesquisador utilizou os indicadores “Q de Tobin” e o FirmVSat (valor da firma) na mensuração de desempenho. Os resultados da pesquisa indicaram maior correlação entre governança e o valor da empresa do que entre governança e desempenho.

Gerick et al. (2002) analisaram e compararam o desempenho das empresas que negociavam ações nos segmentos de mercado da Bovespa - Mercado Tradicional e Novo Mercado – utilizando a análise discriminante múltipla, para uma amostra de 45 empresas de cada segmento, voltada aos exercícios sociais de 2005 e 2006. Os autores concluíram que não havia diferenças significativas no período examinado (uma das limitações do estudo), recomendando a utilização de uma série maior de observações.

Berton (2003) desenvolveu um estudo com o objetivo de propor modelo para avaliação do desempenho empresarial com vários indicadores (EVA, MVA, EBITDA, ROA *Du Pont*), baseado em perspectivas do *Balanced Scorecard* (BSC). O autor comparou o modelo por ele construído com as análises tradicionais realizadas por outros pesquisadores, que levam em conta apenas uma perspectiva, justificando a robustez da metodologia de avaliar por ele proposta.

Okimura (2003) investigou a relação entre estrutura de propriedade/controle e o desempenho/valor de empresas não-financeiras privadas brasileiras, listadas na Bovespa entre 1998 e 2002, partindo da premissa de que a estrutura de propriedade é fator determinante no desempenho das empresas, elegendo esta concepção como principal objetivo do estudo. Há correntes teóricas que evidenciam dois aspectos relacionados à separação dos direitos de controle e direitos sobre fluxos de caixa, via emissão de ações sem direito a voto; ao tempo em que a concentração de propriedade e de capital favorece o monitoramento dos executivos, por parte dos acionistas controladores, também torna mais provável a expropriação dos demais acionistas, com benefícios de interesse próprio, às custas dos não-controladores. Novamente o “Q de Tobin” e o “Valor da Firma” foram utilizados para mensurar o valor de mercado das empresas estudadas. Para mensurar o desempenho, utilizou o LOAT (lucro operacional sobre o ativo total) e o LAJIRDA (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre o ativo total). Empregou, este autor, as técnicas estatísticas de Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos, para testar as hipóteses levantadas. Os resultados sugeriram a influência da concentração de votos no valor da firma.

Para verificar se os dados e informações estampados na publicação Maiores e Melhores, da revista Exame, possibilitavam elaborar uma regra discriminante para avaliação de desempenho de empresas dos setores de comércio varejista, atacadista e exterior, Antunes et al. (2004) utilizaram a análise discriminante múltipla e realizaram a avaliação das empresas.

Os autores concluíram que, dentre as sete variáveis (indicadores) consideradas, duas (endividamento geral e vendas) eram as que melhor explicavam o desempenho alcançado pelas empresas analisadas em 2000, justificando o retorno sobre patrimônio líquido (ROE).

Relacionado ao tema governança, um dos trabalhos nacionais de maior profundidade foi desenvolvido por Silveira (2004), em sua tese de doutorado. O autor investigou se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o valor de mercado e rentabilidade das companhias abertas no Brasil, tomando uma amostra de 161 empresas que figuravam nos segmentos de listagem da Bovespa. A pesquisa foi dividida em três partes. Na primeira, foram avaliados os determinantes de qualidade da governança corporativa (GC), tendo por conclusão que a estrutura de propriedade, de fato, exerce influência na qualidade da GC. Na segunda parte, o autor investigou os determinantes da concentração de propriedade, utilizando dados de 1998 a 2002 e o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). A terceira parte do estudo avaliou a relação entre governança e desempenho, por meio de econometrias. Dentre as variáveis utilizadas pelo mencionado pesquisador, o Q de Tobin foi o que apresentou relação mais significativa com a qualidade da governança. A grande contribuição do trabalho se deve à proposição de um índice de governança (IGOV) que, inclusive, passou a ser adotado pela Bovespa, além de ampliar as discussões relacionadas à governança no Brasil.

Como desdobramento, Okimura et al. (2004) realizaram pesquisa com foco específico na concentrada estrutura de propriedade e controle, verificada no Brasil, tendo sido realizados testes adicionais (multiplicador de Lagrange, efeitos fixos e efeitos aleatórios). Os resultados confirmaram os achados anteriores de Silveira, em que a relação entre estrutura de propriedade e controle e o valor da firma é diferente da relação entre estrutura de propriedade e controle e o desempenho, sendo essa relação mais evidente com o valor da empresa, indicando que a percepção do mercado e a dos investidores é mais evidente.

Em outro trabalho, Silveira et al. (2005) avaliaram a influência da qualidade de governança sobre o valor de mercado, tomando uma amostra de 154 companhias que figuravam nos segmentos de listagem da Bovespa. Os métodos empregados foram semelhantes aos estudos anteriores, ou seja, análise de regressão múltipla, utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários. A principal contribuição da pesquisa se deve ao fato de os resultados obtidos indicarem um aumento de 85% na capitalização de uma empresa, quando

migra do pior para o melhor nível da amostra, sugerindo uma relação de causalidade inversa, entre qualidade de governança e valor de mercado de uma empresa.

Castro e Freire (2005) investigaram a relação entre lucros anormais e dividendos, utilizando uma amostra de 457 ações (119 ordinárias e 338 preferenciais), transacionadas na Bovespa entre 1996 e 2002, por meio de análise de regressão. Após as análises de dados, concluíram que nem todos os dividendos explicam os lucros anormais, sendo necessário desenvolver novos estudos para encontrar evidências que permitam avaliar a questão com maior propriedade.

Voltados para a análise comparativa de empresas familiares e não-familiares brasileiras, no tocante aos efeitos que a governança corporativa e o *turnover* de executivos principais exercem sobre o desempenho global das organizações, Mendes-da-Silva e Grzybovski (2005) publicaram estudo em que analisaram 176 empresas não-financeiras, com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2001, segmentadas em empresas familiares e não-familiares. Os autores utilizaram os indicadores Q de Tobin, crescimento (variação das vendas em relação ao ano anterior), ROA e RPL (lucro líquido/valor contábil do lucro líquido) e obtiveram evidências de diferenças significativas no desempenho, valor e estruturas de governança entre os dois tipos de companhia. Outra conclusão suscitada pelo estudo foi a existência de uma menor rotatividade de executivos em empresas que registraram melhor desempenho, no período.

Beuren et al. (2006) avaliaram a relação entre estrutura de capital e lucro operacional em empresas familiares brasileiras, tomando por base uma amostra de 145 empresas, sendo 59 familiares, cujos dados foram publicados na revista Exame (500 Melhores e Maiores de 2005). A análise recaiu sobre as variáveis “capital próprio”, “capital de terceiros” e “lucro operacional”, utilizando a técnica estatística de análise de correlação das variáveis, com a conclusão do estudo indicando que há diferenças na estrutura de capital e lucro gerado, de acordo com a geração de descendentes que administra a organização.

Na mesma época, Bridger (2006) publica estudo tratando do impacto que a adesão aos níveis diferenciados de governança exerce sobre o valor que os investidores atribuem às empresas, notadamente àquelas participantes do Novo Mercado. Foram utilizadas análises de regressão múltipla de corte transversal entre as variáveis de governança (*dummy* indicativa de

adesão ao Novo Mercado e Níveis 1 e 2 da Bovespa) e de valor (mensurado pelo “Q de Tobin” e pelo “índice P/L”), para uma amostra de 107 empresas. Os resultados da referida pesquisa indicaram maior significância para a determinação do valor de mercado para empresas do Novo Mercado, não se mostrando conclusivos para as empresas dos demais níveis, o que levou a autora a concluir que, no Brasil, o mercado de capitais só atribui maior valor às ações de empresas que adotam práticas mais rígidas de boa governança corporativa.

Dami (2006) averiguou a existência de relação entre governança corporativa e estrutura de propriedade no desempenho financeiro e valor de companhias abertas não-financeiras, com alta concentração acionária, listadas na Bovespa, entre 1997 e 2001. No estudo, a autora tomou uma amostra de 176 empresas, procedendo a análises de variância paramétrica e não-paramétrica, além da análise de regressão múltipla, por meio de estimadores de mínimos quadrados ordinários. Os resultados indicaram que a estrutura de propriedade (mensurada por variáveis indicativas de concentração de propriedade), da forma que foi definida, não exerce influência sobre o desempenho financeiro e o valor das firmas (medidos pela rentabilidade do patrimônio líquido, utilizando o ROE e o Q de Tobin).

Para análise do efeito da assimetria de informações, dos custos de agência e da estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de proventos, em 178 empresas de capital aberto listadas na Bovespa, entre 2000-2004, Iquiapaza et al. (2006) utilizaram o modelo de regressão para dados censurados (Tobit). Os autores concluíram que a probabilidade de pagamento de proventos aumenta, de acordo com as possibilidades de crescimento, porte, resultado de caixa, diminuição do endividamento da empresa e adesão da empresa aos níveis de governança.

Malacrida e Yanamoto (2006) buscaram investigar se o nível de evidenciação das informações contábeis de 42 empresas não-financeiras que compunham o Ibovespa (indicador utilizado para avaliar o comportamento do mercado), em 2002, influenciava a volatilidade (riscos, medidos pelo desvio-padrão) do retorno das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, aplicando testes estatísticos por meio da análise de clusters. Os resultados indicaram que um maior nível médio de evidenciação de informações (*disclosure*) implica em menor volatilidade média do retorno das ações, em função do grau de confiabilidade e segurança por parte dos investidores. Tal conclusão mostrou-se importante para validar a

hipótese de disposição dos investidores a pagar o “ágio de governança”, ou seja, o mercado estaria disponível a pagar mais por ações de empresas com maior transparência.

Avaliar a rentabilidade e assimetria de informação em empresas listadas nos segmentos “Novo Mercado” e “Tradicional” da Bovespa, que realizaram negócios no período de março/2005 a março/2006, foi a proposta de Bressan et al. (2007), quando selecionaram as companhias com menor assimetria de informações, cujas ações apresentavam maior liquidez. Avaliaram eles, também, o efeito da adoção de práticas de governança na rentabilidade das ações. A pesquisa foi conduzida por meio de análise de regressão múltipla, com dados em *cross-section* para as variáveis: rentabilidade da ação, ativo total, volatilidade, liquidez em Bolsa e uma *dummy* para o grau de governança corporativa.

A principal conclusão do estudo anterior foi indicar que companhias com práticas de governança apresentavam melhor rentabilidade nas ações, devido à menor assimetria de informações em relação às demais, no período estudado.

Camelo (2007) procurou investigar as associações existentes entre governança corporativa, processo sucessório, estratégia competitiva e desempenho empresarial, para uma amostra de 87 grandes empresas brasileiras, dentre as 500 publicadas na revista Exame, Maiores e Melhores, submetendo aos indagados um questionário para coleta de informações quanto ao processo sucessório e composição dos órgãos de governança, adotando como variáveis de desempenho, o crescimento de vendas, o EBITDA e a Rentabilidade do Patrimônio. Para as 28 variáveis do questionário elaborado pela autora, foram realizadas a análise fatorial e a análise de variância bidirecional. Os resultados do estudo sugeriram que há relação entre as variáveis estudadas e o desempenho, e que as empresas que adotam modelo de governança alinhado às melhores práticas obtêm melhor desempenho e fortalecem suas relações com o mercado e os *stakeholders*.

Analisar efeitos no valor das ações de empresas brasileiras negociadas na Bovespa, em razão da divulgação de notícias que envolvam disputas entre acionistas majoritários e minoritários, foi o objetivo da pesquisa realizada por Silveira e Dias (2007). Os autores utilizaram 26 casos divulgados na imprensa, entre os anos 2000 e 2006, relacionados a um conjunto de 22 companhias. A análise de regressão múltipla foi utilizada para avaliar os retornos anormais no preço das ações, constatando-se um forte retorno acumulado anormal

negativo das ações (7%), logo em seguida à veiculação das notícias. A grande contribuição da pesquisa foi a proposição de uma avaliação do caminho inverso trilhado pela maioria dos estudos sobre governança, ou seja, mensurar os efeitos negativos da divulgação de informações relacionadas a eventos não desejados, no caso, conflitos corporativos.

Dilásio et al. (2007), ancorados nas premissas de volatilidade do cenário econômico e financeiro, desenvolveram um estudo para analisar o “EVA” (*Economic Value Added*) como uma medida de desempenho corporativo, baseado no modelo Fleuriet, propondo um modelo de otimização para maximizar o lucro de uma empresa, através da árvore de criação de valor. Os autores testaram, ainda, o modelo proposto com duas empresas de porte e segmentos econômicos distintos, utilizando dados contábeis de 2002 a 2004, encontrando evidências de que o EVA pode ser utilizado para medir valor, embora o estudo tenha limitações que devem ser consideradas.

Na mesma linha, Palombo e Palombo (2008) realizaram uma análise dinâmica da situação financeira de duas companhias abertas brasileiras, tomando os dados econômico e financeiros de 2003 a 2005, através do modelo Fleuriet de avaliação da liquidez e estrutura de financiamentos das organizações. Demonstrou-se, na referida pesquisa, ser possível conhecer a situação econômica e financeira de uma empresa, a partir de suas demonstrações contábeis, aplicando a análise dinâmica e refutando a hipótese de que haveria imprecisão de dados.

Rogers et al. (2008) buscaram verificar a associação existente entre diversificação de negócios e desempenho corporativo, tomando uma amostra de empresas industriais com ações negociadas na Bovespa, no período sob referência, por meio dos métodos dos Mínimos Quadrados Ordinários com Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Os autores utilizaram como indicadores para mensurar o desempenho o retorno do ativo (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (RPL=ROE) e o crescimento das vendas (CV), ao passo que, para a avaliação da diversificação, deu-se pelo coeficiente denominado Índice Herfindahl-Hirschman (HHI).

Os dados da pesquisa mostraram-se inconclusos, pois não apresentaram aderência suficiente para aceitar a existência de um efeito positivo, dentre as citadas estratégias de diversificação e desempenho. Entretanto, foram formuladas sugestões para novos estudos, tais como a utilização do “Q de Tobin” como uma das medidas de desempenho a ser avaliada em

estudos da espécie, bem como tomar um número maior de observações e de empresas na amostra.

Por fim, entre os estudos utilizados como referencial teórico da presente dissertação, destaca-se o trabalho de Zolini (2008), focado na análise e compreensão da relação entre governança corporativa e valor das empresas abertas, utilizando dados de uma amostra composta por 50 companhias que negociaram ações na Bovespa, entre 2002 e 2006. O desempenho foi medido pelo “Q de Tobin” e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE), enquanto que a estrutura de propriedade foi avaliada por dois indicadores (concentração de direitos de controle e participação total dos controladores). A existência de possível relação significativa entre a separação propriedade/controle e o valor das empresas, testando a linearidade dessa relação, foi o objetivo principal do estudo, cujos resultados indicaram haver relação entre as variáveis, como ocorreu em outros estudos similares, desenvolvidos nos Estados Unidos e referenciados pela autora.

Seguindo a tendência dos estudos internacionais, grande parte das pesquisas de cunho quantitativo, publicadas no Brasil, relacionadas aos temas governança, desempenho e ou valor, adotaram o “Q de Tobin” estimado, proposto por Chung e Pruitt (1994), em adição aos indicadores tradicionais, como o retorno do ativo (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o crescimento das vendas, o que reforça a validade de adoção de todos os referidos índices, no presente estudo.

Silveira (2004) assevera que a governança corporativa objetiva melhorar o desempenho corporativo. Porém, inexistente consenso na literatura quanto à forma de mensurá-lo. Segundo o autor, uma forma de “amenizar os problemas causados pelo possível erro de mensuração das variáveis” é utilizar medidas de desempenho “baseadas em valores de mercado das ações”, tais como o Q de Tobin e VF (Valor da firma), associadas a métricas baseadas em resultados contábeis, tais como o LOAT (lucro operacional sobre o ativo total), LOPAT (lucro operacional próprio sobre o ativo total) e LAJIRDA (que expressa geração bruta de caixa).

Em todo caso, as informações dependem, ainda, da qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas, razão pela qual é preferível utilizar dados de companhias abertas, em consonância com os achados de La Porta et al. (2003).

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Tipologia do Estudo

Para a consecução dos objetivos propostos, esta dissertação foi elaborada em etapas apresentadas no próprio desenvolvimento do trabalho, tendo por referência o roteiro de construção de trabalho acadêmico apresentado por Martins (2002). Foram consultados, ainda, Pessoa (2005) e Arnavat e Dueñas (2006), quanto aos aspectos epistemológicos.

A delimitação do tema seguiu orientações de Mattar Neto (2005), levando em conta, ainda, os critérios de importância, originalidade e viabilidade definidos por Martins (2002), que aduz ser o conhecimento científico caracterizado pela clareza, precisão e objetividade e que um tema de pesquisa é considerado importante quando está “ligado a uma questão que polariza ou afeta um segmento substancial da sociedade” (MATTAR NETO, 2005, p. 20).

Nesse sentido, governança corporativa e desempenho financeiro, temas tratados no âmbito desta pesquisa, são assuntos que apresentam relevantes implicações na dinâmica corporativa moderna e afetam um conjunto representativo de empresas brasileiras.

Em relação à questão da originalidade, Martins (2005) assevera que um tema de pesquisa é original quando há indicativos de que seus resultados poderão surpreender. Nesta pesquisa, a investigação de uma possível relação significativa entre governança corporativa e desempenho financeiro pode levar a um maior questionamento em relação a outros resultados suscitados em outras pesquisas, nacionais e ou internacionais.

No tocante à viabilidade da pesquisa, por estar ligada ao acesso a dados secundários disponíveis e confiáveis e contar com prazo para elaboração e potencial do pesquisador, pode-se depreender que o estudo é viável, em função de seu desenho e características.

A motivação acadêmica para estudar os efeitos da aplicação de mecanismos de governança em empresas familiares surgiu do fato de que toda a discussão parte da hipótese de que eles influenciam o desempenho empresarial, em certa medida. E, como defende Mattar Neto (2005), por ser o processo de investigação e redação um tanto demorado, o tema de um estudo deve corresponder aos interesses do pesquisador, despertando-lhe o interesse desde o início, a fim de se evitar a descontinuidade do estudo. Ademais, segundo o autor, as fontes de informação devem estar acessíveis e as fontes de consulta devem ser manejáveis, de sorte a tornar viáveis os procedimentos da pesquisa.

O presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, de natureza qualitativa e quantitativa, predominando esta última, na medida em que se busca avaliar aspectos do objeto de estudo com base em procedimentos estatísticos. É, ainda, correlacional, pois se propõe a investigar “correlações de um fator em relação a outro, ou a outros fatores”.

Quanto ao enfoque epistemológico, este estudo possui abordagem empírico e analítica, uma vez que utiliza “técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas (...)” e, “a validação da prova científica é buscada através de testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais” (MARTINS, 2002, p. 34-36).

De acordo com Richardson (1999), um estudo de natureza quantitativa caracteriza-se pela quantificação, por meio do uso de técnicas estatísticas, desde as mais simples, que envolvem cálculo de médias, medianas e desvios-padrão até as mais complexas, como análises de regressão e multivariadas.

Uma vez escolhido o tema e definidas as variáveis, em razão dos aspectos já apresentados na parte introdutória, realizou-se o levantamento bibliográfico e a seleção de artigos científicos, dissertações e teses publicadas em periódicos e anais de eventos, tanto do Brasil quanto do exterior, relacionados ao principal tema. Foram consultadas redes de informações, tais como a *SSRN (Social Sciences Report Network)*, os portais Ebsco e Capes-Periódicos, além de sites institucionais de empresas que desenvolvem pesquisas relacionadas a empresas familiares, em todo o mundo, com destaque para o *International Institute for Management Development (IMD)*, o *Family Firm Institute (FFI)* e sua sucursal brasileira, o

Instituto da Empresa Familiar (IEF). Ao todo, reuniu-se uma coletânea de 200 artigos, nacionais e internacionais, parte deles publicada na revista *Family Business Network (FBN)*.

Para ampliar o horizonte de conhecimento, foram consultados trabalhos técnicos nacionais, por meio dos quais se identificou, por exemplo, que dentre as mil maiores empresas em operação no Brasil, em 2005, um terço possuía controle familiar, com menor presença em setores de atividade intensivos em capital, como mineração, telecomunicações e energia elétrica e, quanto maior o capital, menor tende a ser a quantidade de empresas familiares (www.prosperarebrasil.com.br). Todavia, essas empresas esboçam crescimento mais rápido que suas concorrentes, não-familiares, em quase todos os setores analisados.

3.2 Definição dos Indicadores Utilizados

Para a determinação das variáveis, seguiu-se caminho idêntico a Martinez et al. (2007), empregando-se dois métodos para testar a hipótese da existência de maior desempenho entre as empresas familiares de capital aberto, em comparação à *performance* das demais, não-familiares. Primeiro, testa-se diferença de médias entre os indicadores de desempenho financeiro (I_d) para os dois grupos de companhias estudados (**familiares** e **não-familiares** de capital aberto listadas na Bovespa). Em seguida, repete-se o teste para os dois grupos, de acordo com a governança (um contendo empresas **com governança diferenciada**, envolvendo as companhias listadas no Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 da Bolsa e, outro **sem governança diferenciada**, contendo as demais companhias do segmento Tradicional).

Com relação ao cálculo dos indicadores de desempenho (I_d), este foi realizado com base em dois índices de lucratividade bastante conhecidos e amplamente utilizados pela moderna administração financeira, conforme Brigham et al. (2001, p. 107), senão vejamos:

- Retorno do Ativo Total (*Return on Assets*), calculado de acordo com a seguinte fórmula matemática:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido Disponível aos Acionistas}}{\text{Ativo Total}}$$

- ▶ Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*Return on Equity*), dado pelo cálculo consoante a fórmula a seguir:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido Disponível aos Acionistas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

No que se refere ao valor de mercado (V_m), utilizam-se dois índices amplamente usados em avaliações da espécie e muito difundidos entre os pesquisadores de administração, conforme atestam Okimura (2003, p.59) e Silveira (2004, p.65):

- ▶ Q de Tobin, calculado de acordo com a seguinte equação:

$$Q \text{ Tobin} = \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{\text{Ativo Total}}$$

Onde:

VMAO = Valor de Mercado das Ações Ordinárias

VMAP = Valor de Mercado das Ações Patrimoniais

DIVT = Dívidas de Curto e Longo Prazos (Passivo Circulante + Exigível de Longo Prazo – Ativo Circulante sem os Estoques)

- ▶ Valor de Mercado sobre Patrimônio Líquido (*Price Book Value*), obtido pela aplicação da seguinte fórmula:

$$PBV = \frac{\text{Price}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Onde:

Price = Valor de Mercado da Empresa, dado por:

(Cotação Média das Ações Preferenciais negociadas no ano x

Quantidade Média de Ações Preferenciais negociadas no ano + Cotação

Média das Ações Ordinárias negociadas no ano x Quantidade Média de

Ações Ordinárias negociadas no ano)

As variáveis utilizadas no presente estudo foram calculadas com o uso de planilhas Excel®, a partir de dados secundários (informações econômicas e financeiras) coletados de bancos de dados do Infoinvest® e Economática®, para o período de estudo (2002 a 2007).

A seguir, apresenta-se, de forma detalhada, a metodologia de apuração e cálculo das variáveis de controle utilizadas no estudo, tendo por referência os conceitos e definições de Debastiani e Russo (2008), que serviram para fins comparativos, em análises preliminares.

O crescimento das vendas (Crscvdas) é um indicador calculado para cada ano (k) da série observada, mediante divisão da receita líquida de vendas (RLV) do ano k , apurada através da dedução das devoluções e cancelamentos de faturamentos, dos descontos concedidos, de impostos e contribuições incidentes sobre a receita bruta de vendas, pela RLV do ano anterior ($k - 1$). Trata-se de um indicador de desempenho que permite avaliar a alavancagem do negócio e verificar se as estratégias de vendas da empresa sob observação estão calcadas em bases sólidas, *ceteris paribus*. Quando o valor é superior a 1 (um), indica que houve incremento nas vendas, de um ano para o outro.

O Ebitda sobre o Ativo Total (EBITDASAT) é obtido com o quociente do EBITDA (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) sobre o ativo total (AT), para cada ano da série observada. Este indicador de lucratividade permite avaliar se os ganhos obtidos pela empresa em cada ano, deduzidos de seus custos, estão crescendo proporcionalmente ao crescimento da própria empresa. Em outras palavras, avalia-se a geração de riqueza levando em consideração não apenas o lucro líquido contábil, mas considerando outras movimentações não desembolsáveis, tais como depreciação, amortização e juros pagos por financiamentos, que consomem parte da riqueza gerada, e ainda, os impostos, que representam riquezas que a empresa não retém.

A variação do Valor Patrimonial por Ação (VarVPA) é obtida pelo quociente do VPA do ano k pelo VPA do ano anterior ($k - 1$). O VPA, por sua vez, é calculado mediante divisão do Patrimônio Líquido pela quantidade de ações em circulação no ano. Trata-se de um indicador de valor de mercado que aponta a variação do valor contábil da ação ou, a parcela do patrimônio líquido atribuída a cada ação. Quando os papéis de uma empresa são negociados na Bolsa acima de seu VPA, entende-se que o mercado está disposto a pagar um “ágio” pela ação, pela expectativa de crescimento dos resultados e, conseqüentemente, dos bons dividendos que justificariam esse sobrepreço. Quando a ação é negociada abaixo de seu VPA, a ação deve ser negociada com um “deságio”, devido às expectativas de negócios e ou do segmento não serem boas. Variações no VPA superiores a 1 (um) indicam que a empresa obteve valorização de mercado no ano, em relação ao preço da ação no ano anterior. Porém, ações negociadas com preço muito acima de seu VPA expõem o investidor a maiores riscos, uma vez que a expectativa de valorização da ação é superior às possibilidades de crescimento do patrimônio líquido, o que requer cautela. Nesses casos, uma mudança de expectativas pode causar choque no preço do papel, resultando em grande perda para o investidor.

De forma similar, a VarLPA (variação do Lucro por Ação – LPA) é obtida pelo quociente do LPA do ano k pelo LPA do ano anterior ($k - 1$). O LPA, por sua vez, é calculado pela divisão do Resultado Líquido do exercício pela quantidade de ações em circulação. Trata-se de um indicador de lucratividade que expressa relação entre o resultado final da empresa (lucro ou prejuízo) e o número de ações em circulação. Assim, representa a parcela do lucro (ou prejuízo) no ano, atribuída a cada ação. Variações superiores a 1 (um) indicam que a empresa obteve lucro maior por ação, em relação ao ano anterior, ao passo que variações menores que 1 (um) indicam menor lucratividade. Quando negativas, referem-se a prejuízos registrados no ano.

A VarVENDASACÇÃO (Variação das Vendas por Ação) é calculada mediante divisão das Vendas por Ação (Receita Líquida de Vendas dividida pela quantidade de ações em circulação) no ano k pelas Vendas por Ação do ano anterior ($k - 1$). Este indicador utiliza informações disponíveis nos demonstrativos financeiros das empresas e expressa uma proporção das vendas líquidas (vendas totais deduzidas de devoluções, cancelamento de faturamentos, descontos concedidos, impostos e contribuições incidentes) por cada ação da empresa, permitindo ao investidor visualizar o quanto de receita líquida está comprometido com cada ação (BASTOS, 2008).

A variação do EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) por ação (VarEBITDAACÇÃO) é um indicador de desempenho que permite mensurar a relação do caixa gerado por atividades operacionais, em relação às ações emitidas e em circulação, isto é, o potencial de geração de caixa através de operações próprias da empresa. De acordo com Vasconcelos (2002 apud SANTANA; LIMA, 2004), o Ebitda é “um misto de indicador desempenho econômico e financeiro e base para a avaliação de empresas [...]”. Dessa forma, a variação deste indicador, quando tomado por ação, irá indicar o resultado operacional por ação. Variações maiores que 1 (um) indicam crescimento positivo dos resultados (lucros) ancorados em um melhor desempenho operacional da empresa.

A Alavancagem Financeira (Alav.Financeira) aponta o grau de endividamento da empresa. Para Ross (1977 apud FAMÁ; GRAVA, 2000), o valor de uma empresa aumenta com a alavancagem financeira, em razão da redução no custo de capital à medida em que o endividamento perante terceiros cresce. Famá et al. (2001) afirmam que, “via de regra, o capital de terceiros é mais barato que o capital próprio, uma vez que o primeiro implica em

obrigação contratual de pagamentos, por parte da empresa, enquanto o outro constitui direito residual sobre seu fluxo de caixa” (p. 73). Todavia, os autores sugerem que uma alavancagem alta pode ampliar o risco de insolvência para credores (resultando em maiores taxas para empréstimos e financiamentos) e o risco de dificuldades financeiras, resultando em elevação do custo de capital próprio.

Uma variação positiva na alavancagem financeira produz efeitos positivos sobre o patrimônio líquido, porém só serão vantajosos para a empresa se o Retorno do Ativo (ROA) for superior ao retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Quando a alavancagem for superior a 1 (um) é considerada favorável, quando os capitais de terceiros contribuem para gerar retornos adicionais. De modo inverso, quando é igual ou inferior a 1, não é interessante captar recursos de terceiros para financiar suas operações.

Por fim, a Margem Líquida mede a eficiência e viabilidade da empresa, expressando o percentual de resultado líquido final em relação às Vendas Líquidas. Trata-se de um indicador de rentabilidade (lucratividade) que expressa o percentual do resultado final obtido em relação às vendas líquidas da empresa, em determinado exercício, calculado mediante o quociente entre o Resultado Líquido (lucro ou prejuízo) e a Receita Líquida de Vendas (RLV).

3.3 Amostragem e Coleta de Dados

Para a determinação da amostra, levou-se em conta a quantidade de empresas com ações negociadas na Bovespa, entre 2002 e 2007, e que, ao final do período, somava 570 empresas listadas em todos os segmentos, sendo 279 não-financeiras (exclusive Bancos, Seguradoras, Agentes Financeiros). Cerca de 200 destas possuíam dados atualizados no banco de dados do Infoinvest® (www.infoinvest.com.br), utilizado pelo Autor, em primeira análise, com vista a qualificar o universo de empresas passíveis de análise. A partir de então, foram selecionadas as empresas que negociaram na Bovespa por três anos, no mínimo, e que não pertenciam a um dos setores com forte regulamentação no Brasil (sistema financeiro, telecomunicações, energia e serviços públicos).

Tendo por base esses critérios, a quantidade de empresas inicial foi, então, reduzida para 170 empresas industriais e comerciais. Empresas paralisadas ou que fecharam capital no período, bem como valores extremos (*outliers*) foram igualmente eliminadas da amostra, seguindo Hair et al. (2002), que limitam tais exclusões a 10% das observações válidas. A amostra final, não-aleatória, resultou, então, em 159 empresas, conforme Tabela 1, a seguir.

Tabela 1 – Composição da amostra selecionada, por setor de atividade.

Setores de Atividade - Adaptado da classificação NAICS (*)	Quantidade de Empresas					% da Amostra
	Familiares	%	Não-Familiares	%	Total	
Administração e Participações	3	100,0%	0	0,0%	3	1,9%
Alimentos e Bebidas	15	83,3%	3	16,7%	18	11,3%
Autopeças e Equipam. Rodoviários	6	50,0%	6	50,0%	12	7,5%
Brinquedos e Artigo Lazer	1	33,3%	2	66,7%	3	1,9%
Comércio Varejista e Distribuição	3	75,0%	1	25,0%	4	2,5%
Computadores e Acessórios	2	100,0%	0	0,0%	2	1,3%
Construção Civil e Incorporação	6	50,0%	6	50,0%	12	7,5%
Construção Pesada	6	100,0%	0	0,0%	6	3,8%
Couro, Calçados e Artefatos	4	80,0%	1	20,0%	5	3,1%
Eletrodomésticos e Utensílios	5	50,0%	5	50,0%	10	6,3%
Embalagens	1	25,0%	3	75,0%	4	2,5%
Farmacêutica, Higiene e Perfumaria	0	0,0%	3	100,0%	3	1,9%
Fiação e Tecelagem	16	80,0%	4	20,0%	20	12,6%
Madeira, Papel e Celulose	7	77,8%	2	22,2%	9	5,7%
Máquinas e Equipamentos	10	76,9%	3	23,1%	13	8,2%
Materiais de Construção	2	50,0%	2	50,0%	4	2,5%
Química, Petroquímica e Fertilizantes	5	41,7%	7	58,3%	12	7,5%
Siderurgia e Metalurgia	9	56,3%	7	43,8%	16	10,1%
Vestuário e Calçados	2	66,7%	1	33,3%	3	1,9%
Total de Empresas	103	64,8%	56	35,2%	159	100,0%

Fonte – Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

(*) NAICS = *North American Industrial Classification System* é o Sistema de classificação utilizado por órgãos federais de estatística dos Estados Unidos da América para fins de coleta, avaliação, análise e publicação de informações. Para maiores informações, consultar <http://www.census.gov/eos/www/naics/index.html>. Disponível no sistema Econômica.

Os dados indicam que 103 empresas da amostra possuem controle familiar e 56 delas não são controladas por famílias, seguindo-se o critério da classificação definido na seção 3.1 anterior e, ainda, baseado em estudo realizado em 2005, pela consultoria *Prosperare* (www.prosperarebrasil.com.br), cujos dados foram cedidos, a título de apoio à presente pesquisa.

Conforme Gonçalves (2000), até a década de 50 a empresa familiar brasileira esteve presente em absolutamente todos os segmentos econômicos, da atividade agrícola ao sistema financeiro, passando pela indústria têxtil, alimentícia, de serviços e de meios de comunicação, quando então as multinacionais e estatais passaram a partilhar desse cenário, na esteira do desenvolvimento e modernização da economia nacional.

Para Santos (2004), os segmentos de empresa que mais crescem no Brasil são os de micro, pequeno e médio porte, a grande maioria empresas familiares, embora também se note a presença de gigantes sob controle familiar, como Votorantim, Gerdau, Pão de Açúcar/CBD, Odebrecht, Klabin, dentre outras, que não apresentam desempenho inferior às demais empresas sob administração profissional, em razão de seu compromisso com resultados de longo prazo, em face de elevado dinamismo. Adachi e Najjar (2007) apontam que as empresas familiares representam cerca de 80% das companhias brasileiras e respondem por até 70% do Produto Interno Bruto (PIB) da América Latina.

Após levantamento inicial de dados, procedeu-se à atualização das informações, mediante extensa consulta aos estatutos das companhias, aos quadros de composição societária constantes das Informações Anuais (IAN) e às demais informações relevantes divulgadas no período 2002 a 2007, para cada empresa selecionada na amostra. A não-utilização de Bancos, empresas do sistema financeiro, dos setores de telecomunicações, energia e serviços públicos, no presente estudo, deve-se ao fato de que tais organizações possuem formas de apuração de resultado diferentes das empresas industriais, além de o segmento se apresentar fortemente regulamentado, o que poderia resultar em viés indesejado ao propósito do estudo.

Para conferir maior assertividade à classificação das empresas familiares (EF) e não-familiares (ENF), a base de dados foi submetida à validação por dois profissionais com experiência e conhecimento do mercado acionário: dois analistas (um deles trabalha na *Pax Corretora*, de Fortaleza, e o outro, na *Capecf*, entidade de previdência fechada, detendo larga experiência em análise de mercado e ações). Contou-se, ainda, com a opinião de um economista, analista financeiro sênior do Bradesco e, contribuições de um jornalista que escreve para a seção Economia e Negócios, do jornal *O Povo*. As informações prestadas pelos profissionais permitiram que fossem feitos ajustes na classificação inicial da base de dados.

A coleta de dados, de natureza econômica e financeira, deu-se por meio de consultas ao banco de dados Economática® (www.economatica.com.br), que consolida as informações disponibilizadas pelas próprias companhias em suas demonstrações financeiras anuais padronizadas (DFP), possuindo esta fonte, índices de mercado e financeiros largamente utilizados em pesquisas, em diversos países. Já as informações de composição dos quadros acionários, foram obtidas diretamente das informações anuais (IAN), por meio de consultas ao sistema “Divulgação Externa”, da CVM (www.cvm.gov.br).

A distribuição das empresas componentes da amostra, segregadas de acordo com o tamanho (que, por sua vez, é dado pelo cálculo do logaritmo natural do ativo total da empresa), em cada ano da série objeto de estudo, apresenta-se no histograma a seguir transcrito (gráfico 1).

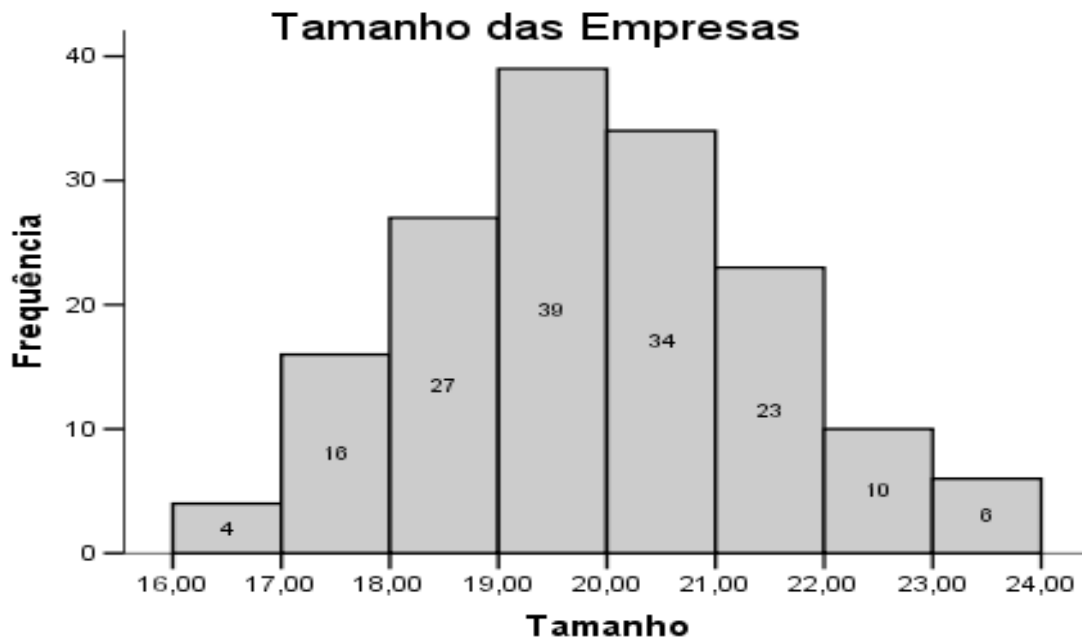


Gráfico 1 – Distribuição da amostra por tamanho de empresa (ln Ativo Total).
Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

3.4 Modelagem e Métodos Estatísticos Empregados

Para verificação das hipóteses, foram utilizadas técnicas estatísticas que consistiram em testes de diferenças de médias, mediante análises de variância de classificação simples ou de um fator (*One Way Anova*), para as quatro categorias de classificação das empresas que

compõem a amostra (não-familiares com governança; não-familiares sem governança; familiares com governança; familiares sem governança) e uma análise de variância de dois fatores (*Two Way Anova*) para os dois critérios (controle e governança), utilizados de forma simultânea.

A análise de variância objetiva avaliar se há diferenças estatisticamente significantes entre as médias das observações e, por essa razão, suficientes para que se rejeite a hipótese de que as médias dos grupos de amostra (ga) são iguais (ANDERSON; SWEENEY, 2008, p. 373).

No quadro 4, a seguir, apresenta-se os métodos estatísticos empregados no presente estudo, de acordo com o grupo de amostra (ga). A elaboração das análises foi realizada com o apoio o programa de computador, pacote estatístico *SPSS Statistics®*, versão 17.0 (www.spss.com.br) além de planilhas MS Excel ®.

	COM GOVERNANÇA	SEM GOVERNANÇA
EMPRESA FAMILIAR	<i>ONE-WAY ANOVA (ga1)</i>	<i>ONE-WAY ANOVA (ga3)</i>
EMPRESA NÃO-FAMILIAR	<i>ONE-WAY ANOVA (ga2)</i>	<i>ONE-WAY ANOVA (ga4)</i>
AMOSTRA TOTAL	<i>TWO-WAY ANOVA (ga5)</i>	

Quadro 4 – Métodos estatísticos utilizados no estudo por grupo de análise (ga).
Fonte: Elaboração do autor (2009).

A análise de variância é um teste estatístico amplamente difundido entre os analistas, e visa fundamentalmente verificar se existe diferença significativa entre as médias e se os fatores exercem influência em alguma variável dependente. Os fatores podem ser de origem qualitativa ou quantitativa, mas a variável dependente necessariamente deverá ser contínua.

A principal aplicação da ANOVA (*analysis of variance*) é a realização de comparação de médias oriundas de grupos diferentes. O método baseia-se em particionar a variância total de uma determinada resposta (variável dependente) em duas partes: a primeira devida ao modelo de regressão e a segunda devida aos resíduos (erros). A magnitude numérica destas variâncias é comparada através do teste de Fisher (teste *F*), geralmente utilizado para decidir se as variações nas médias são ou não significativamente diferentes.

Bussab e Morettin (2003) afirmam que a análise de variância (*Anova*) é um teste amplamente difundido, que objetiva, fundamentalmente, verificar se existe diferença significativa entre médias e se os fatores exercem influência em alguma variável dependente.

Para Biskeira et al. (2004), o método baseia-se em particionar a variância total de uma determinada resposta (variável dependente) em duas partes: a primeira devido ao modelo de regressão e a segunda devido aos resíduos (erros). A magnitude numérica destas variâncias é comparada, formalmente, através do teste de Fisher (teste *F*), que geralmente é utilizado para comparar variâncias e decidir se são ou não significativamente diferentes. Este método usa-se para verificar a significância do modelo de regressão e analisar o ajuste do modelo.

Gelman (2004; 2006) considera que a *Anova* é “um método extremamente importante em análises exploratórias e confirmatórias”, permitindo comparar médias até mesmo em problemas e cenários os mais complexos, desde que corretamente estruturada (p. 1). Por essa razão, vem sendo muito utilizada em estudos exploratórios de natureza predominantemente quantitativa.

Neste estudo, pretende-se verificar se o desempenho financeiro e o valor de mercado das empresas familiares podem ser influenciados pela adesão de práticas diferenciadas de governança, através de dados de empresas com negócios na Bovespa entre 2002 e 2007, utilizando os indicadores ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*) para mensurar o desempenho e, Q de Tobin e PBV (*Price Book Value*), para comparar o valor de mercado.

Fávero et al. (2009) assinalam que “o objetivo do teste de hipóteses é fornecer um método que permita verificar se os dados amostrais trazem evidências que apoiam ou não a hipótese formulada” (p. 110). Objetiva-se, neste trabalho, investigar as seguintes hipóteses, com base nos testes *Anova*:

$$\begin{cases} H_0 : \text{as médias são iguais} \\ H_1 : \text{existe pelo menos uma que difere} \end{cases}$$

As hipóteses foram testadas utilizando-se a *Anova One-Way*, para as 874 observações (ano-empresa), segregadas em empresas familiares e não-familiares e, em firmas com

governança e sem governança, considerando a média e a mediana por empresa e os valores calculados para os três últimos anos (2005 a 2007), além de uma *Anova Two-Way* para a totalidade das observações, analisando-se a diferença entre as médias dos quatro grupos de análise formados, abaixo arrolados:

- ✓ familiares com governança;
- ✓ não-familiares com governança;
- ✓ familiares sem governança;
- ✓ não-familiares sem governança;

3.5 Inferências Estatísticas

A inferência estatística permite que o pesquisador elabore suas conclusões acerca de uma população, partindo-se da avaliação de dados amostrais representativos. “Um dos problemas a serem resolvidos pela inferência estatística é o de testar hipóteses sobre parâmetros estimados da população” (FÁVERO et al., 2009, p. 110), constituindo-se em um dos procedimentos mais utilizados em pesquisas no âmbito das Ciências Sociais.

Barrow (2008) assinala que, no teste de hipóteses, inicialmente, há uma hipótese nula ou existente que se presume ser verdadeira, quando então se busca obter a evidência empírica, colhendo dados por meio de uma amostra aleatória. Se a evidência tiver pouca probabilidade de ocorrer, caso a hipótese seja verdadeira, ela é rejeitada em favor de uma outra hipótese, alternativa. No entanto, dois tipos de erro podem ocorrer: rejeitar a hipótese nula quando ela de fato é verdadeira ou não rejeitá-la, quando, ela realmente é falsa. Por convenção, denomina-se a hipótese nula de H_0 , enquanto a hipótese alternativa é representada por H_1 .

O objetivo do teste de hipóteses é permitir verificar se os dados amostrais apresentam evidências que apoiam ou não as hipóteses formuladas. Utiliza-se o teste de hipóteses para decidir a respeito da veracidade ou não de uma ou mais teorias.

São ditos paramétricos, os testes de hipótese, quando assumem premissas relacionadas aos parâmetros da população, isto é, quando verificam suposições relacionadas aos parâmetros populacionais (média, variância e normalidade), podendo-se utilizar diferentes testes, conforme o foco da pesquisa. Consoante Anderson e Sweeney (2008), o teste *t* de Student é recomendável para três situações: testar hipóteses relacionadas a uma média populacional, comparar duas médias emparelhadas e ou, comparar médias independentes.

Para Pestana e Gagero (2008), a *Anova* (*Analysis of Variance*), extensão do teste *t* de Student, permite verificar o efeito de uma variável independente qualitativa (fator) em uma variável dependente quantitativa, testando a hipótese de igualdade das médias. Assume-se que cada amostra provém de distribuição normal, com média μ e variância homogênea, resultando em erros de distribuição normal, com média zero e variância constante. A análise de variância (*Anova*) é um teste estatístico amplamente difundido entre os analistas, visando a verificar se existe diferença significativa entre as médias e se os fatores exercem influência em alguma variável dependente (MANN, 2006), em análises multivariadas de dependência.

Primeiramente, são apresentadas, aqui, as análises de variância de um fator (controle ou governança), para todo o conjunto de observações (2002 a 2007); para as médias, medianas e últimos três anos da série. Em seguida, são apresentadas as análises de variância de dois fatores (controle e governança), também para a série completa, médias, medianas e últimos três anos.

A estatística *F* baseia-se na comparação entre a soma dos quadrados entre grupos e dentro dos grupos, levando em conta os graus de liberdade (gl) do teste, que consistem em um ajuste em razão do número de observações. Para decidir se a hipótese nula deve ser rejeitada, devem ser examinados os resultados apresentados pela estatística *F* e pelo valor-*p* (sig, no SPSS), em relação ao nível de significância de 5% (BARROW, 2008). O procedimento para aplicação do teste *Anova* de um fator segue o roteiro proposto por Maroco (2007), em que se utiliza o teste *F* e o valor-*p* para elaboração de conclusões.

A seção seguinte contém a análise dos dados e resultados obtidos a partir dos cálculos elaborados.

4 ANÁLISE E RESULTADOS

Preliminarmente à análise dos dados, faz-se mister relembrar o objetivo geral do presente trabalho, apresentado no capítulo introdutório.

Constitui **objetivo geral** deste estudo a verificação de uma possível relação estatisticamente significativa entre a adoção de práticas diferenciadas de governança e desempenho financeiro e ou valor de mercado de empresas brasileiras privadas de capital aberto, não-financeiras, listadas nos segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Quanto aos **objetivos específicos**, cuida-se de verificar:

- a) se a forma de constituição empresarial (familiar ou não familiar) reflete, de maneira significativa, no desempenho financeiro das empresas;
- b) se a adoção de práticas diferenciadas de governança reflete significativamente no desempenho financeiro empresarial;
- c) se tanto a forma de constituição quanto a adoção de práticas diferenciadas de governança refletem, simultaneamente, de forma significativa, no desempenho empresarial.

4.1 Estatísticas Descritivas

As 159 empresas que compuseram a amostra após a eliminação de valores extremos (*outliers*) e das empresas com dados inconsistentes ou faltantes (*missing values*), foram segregadas conforme a Tabela 2, a seguir, considerando os dois qualificadores (atributos) utilizados no presente estudo – controle (familiar ou não familiar) e governança (empresas com ou sem práticas de governança diferenciada).

Tabela 2 – Quantidade de empresas da amostra por grupo de análise (ga).

		Governança		Total
		Não	Sim	
Controle Familiar	Não	35	21	56
	Sim	72	31	103
Total		107	52	159

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A *composição* da amostra, de acordo com o grupo de análise (ga), por controle e adoção de governança, pode ser ilustrada conforme demonstra o gráfico 2.

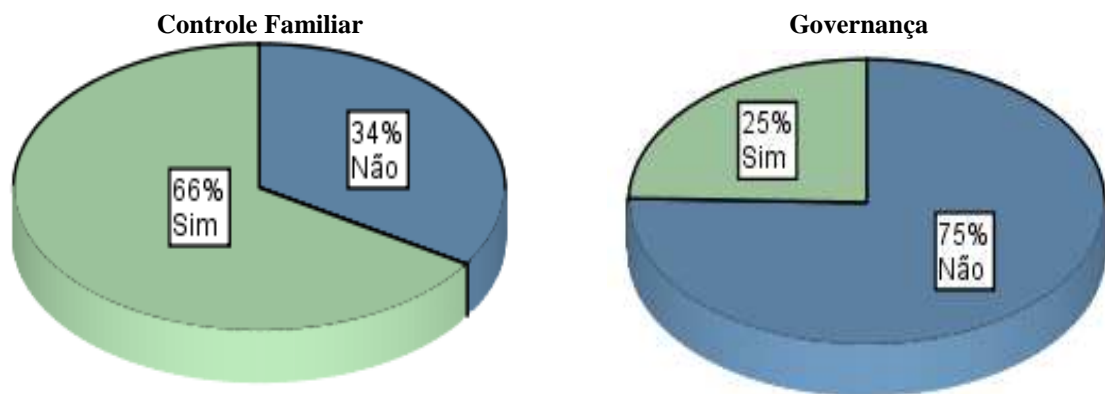


Gráfico 2 – Composição da Amostra, segregada por atributo.

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A predominância de empresas sob controle familiar, entre as firmas constantes da amostra, não é algo incomum, considerando-se a representatividade desse tipo de organização em todo o mundo, conforme já comentado em seção anterior.

Dentre as empresas sob controle familiar (CF), 22% ostentam práticas diferenciadas de governança corporativa, figurando nos segmentos de listagem “Novo Mercado”, “Nível 1” e “Nível 2”, da Bovespa, há mais de três anos e, por essa razão, classificadas como empresas com governança (CG), enquanto que 78% delas pertencem ao segmento tradicional, sendo caracterizadas, portanto, como empresas sem governança (SG). A referida distribuição pode ser observada no gráfico 3, a seguir.

Governança em Empresas Familiares

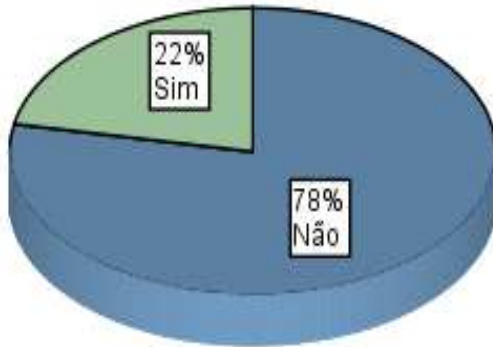


Gráfico 3 – Práticas de governança entre as empresas familiares da amostra.
Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Duas das empresas componentes da amostra passaram a figurar nos segmentos de listagem de governança há menos de dois anos e, por isso, foram classificadas como empresas sem governança (SG). Entre as empresas não-familiares (NF), 30% estavam em segmentos diferenciados, enquanto 70% delas não possuem distinção de práticas de governança e, portanto, foram enquadradas como empresas sem governança (SG), conforme gráfico 4.

Governança em Empresas Não-Familiares

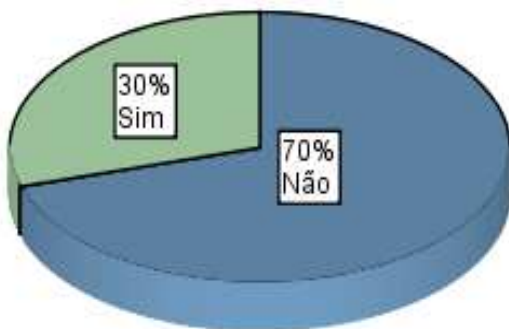


Gráfico 4 – Práticas de governança entre as empresas não-familiares da amostra.
Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Observa-se, desta forma, que a adoção de práticas diferenciadas de governança, entre as empresas selecionadas, ainda não é maioria, independentemente de o controle ser familiar ou não, revelando ser uma tendência de empresas brasileiras com negócios na Bovespa.

De fato, ao considerarmos a totalidade de empresas ativas na Bolsa, ao final do exercício de 2008, 159 delas (29,9%) figuravam em segmentos de listagem diferenciada (Novo Mercado, Nível e Nível 2), enquanto 372 (70,1%) pertenciam ao mercado tradicional. A distribuição da totalidade das observações que compõem a amostra, conforme grupo de análise (ga), apresenta-se conforme demonstra o gráfico 5.

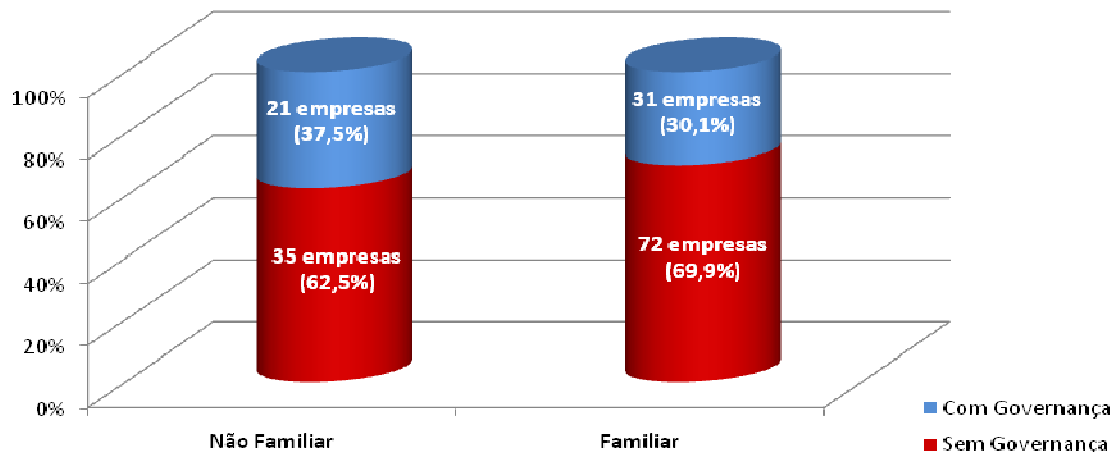


Gráfico 5 – Composição da amostra por grupo de análise (ga).
 Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A adesão às práticas de governança, entre as empresas que compuseram a amostra, aponta que, diferentemente do que se poderia supor *a priori*, dentre as companhias listadas nos segmentos Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2), 59% (31 empresas) possuem controle familiar, conforme se observa nos gráficos 5 (anterior) e 6, a seguir.

Controle Familiar em Empresas com Governança

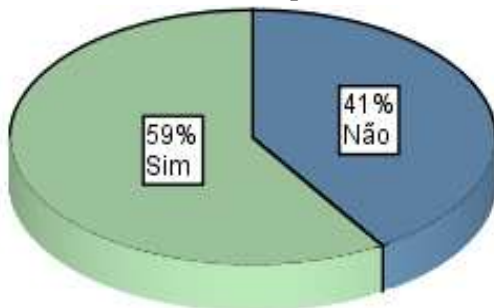


Gráfico 6 – Controle familiar entre empresas listadas nos N1, N2 e NM.
 Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Dentre as 107 empresas classificadas como “sem governança”, 14 passaram a figurar nos mencionados níveis, a partir de 2007, sendo nove delas controladas por famílias. Tal fato indica que as empresas familiares de capital aberto vêm buscando não somente melhorar suas práticas diferenciadas de governança, conferindo maior transparência às informações, com o estabelecimento de planos de sucessão e profissionalização da gestão, aspectos que ampliam a continuidade dos negócios e proporcionam menores custos de capital, próprio e de terceiros, como também permanecendo representativas nos diversos setores industriais do mercado brasileiro. Entre as empresas sem governança (listadas no segmento tradicional), 68% possuem controle familiar (gráfico 7).

Controle Familiar em Empresas sem Governança

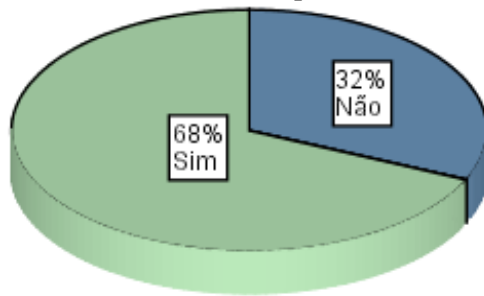


Gráfico 7 – Controle Familiar em empresas do segmento tradicional da Bovespa.
Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A utilização do parâmetro “tamanho da firma”, em estudos empíricos que relacionam propriedade e desempenho empresarial, é ampla, estando presente em mais de cem pesquisas realizadas em diversos países, correlacionadas ao tema, conforme se observa no Anexo A. Em 67 delas (64,4%), o tamanho da firma (*size*) foi levado em consideração pelos autores, o que se justifica pelo fato de empresas mais “jovens”, quando comparadas àquelas com maior tempo de operação, em um mesmo segmento de atividade, tendem a obter, em média, melhores margens de lucro e maior rentabilidade. Para Beck et al. (2006 apud BISINHA, 2007), o tamanho de uma firma é medido a partir de seu faturamento bruto, podendo ser considerado um “bom parâmetro para a categorização *a priori* de empresas” (p. 24).

Com vista a filtrar os possíveis efeitos do porte das empresas sobre seu valor de mercado, os autores calcularam o tamanho da firma utilizando o logaritmo (ln) da receita líquida, seguindo os mesmos procedimentos metodológicos definidos por Black et al. (2004). Idêntico procedimento foi utilizado por Mendes-da-Silva e Grzybovski (2005), que se referiram à metodologia de Bhagat e Black (2002) para utilizar o tamanho da firma como variável de controle.

A estatística descritiva permite uma melhor compreensão do comportamento dos dados métricos, utilizando tabelas e gráficos para a identificação de tendências, variabilidades e valores atípicos (FREUND, 2006). A média é obtida pela soma total (Σ) dos valores de cada variável sob análise, dividida pela quantidade de observações válidas (N), enquanto que o desvio-padrão é dado pela raiz quadrada da variância de cada variável e pode ser entendido como uma média das distâncias das observações, em relação à média geral da variável.

Em diversos indicadores (crescimento das vendas, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Valor de Mercado, Q de Tobin, Alavancagem Financeira e Margem Líquida) observa-se uma amplitude considerável entre o menor índice observado e o maior, levando-se em conta a média e o desvio padrão calculados, o que nos leva a crer que algumas empresas da amostra tiveram um desempenho excepcional no período. É importante frisar que não mais se verificam valores extremos (*outliers*) na amostra utilizada, posto terem sido excluídos.

A seguir, são apresentadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis de desempenho e valor utilizadas no presente estudo, para a série completa (2002 a 2007), considerando que “N” representa o número de observações válidas para cada variável (anos-empresa).

Tabela 3 – Estatísticas descritivas para o conjunto de variáveis.

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Tamanho	874	15,90	24,5	19,83	1,65
Crescimento das Vendas	860	0,039	8,03	1,14	0,396
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	874	0	17,60	0,39	1,26
Retorno do Ativo	873	0	3,27	0,12	0,22
EBITDASAT	846	0,0012	2,84	0,13	0,14
Valor de Mercado	686	0,0008	73,86	2,20	4,92
Q de Tobin	686	0,0141	10,59	1,22	1,29
Variação do Valor Patrimonial das Ações	851	-24,46	200,93	0,32	7,27
Variação do Lucro por Ação	850	-931,70	9.028,06	9,05	311,71
Variação das Vendas por Ação	849	-0,999	26,1	0,13	0,98
Variação do EBITDA por Ação	800	-76,74	58,90	0,12	5,27
Alavancagem Financeira	863	-1526	666,20	-2,6	79,39
Margem Líquida	867	0,10	14.954,00	72,69	714,36

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Os dados da Tabela 3 apontam um tamanho médio da firma, calculado com base no logaritmo do ativo total, de aproximadamente 20, com uma variação de 54% entre o menor (15,9) e o maior tamanho (24,5), de que é composta a amostra.

Utilizando o conjunto de variáveis, a Tabela 4 contém as estatísticas descritivas para todos os indicadores, com as médias de cada empresa, no mesmo período (2002 a 2007).

Tabela 4 – Estatísticas descritivas para as médias do conjunto de variáveis.

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Tamanho	159	16,18	23,83	19,9	1,6
Crescimento das Vendas	159	0,66	2,43	1,17	0,22
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	159	0,02	6,04	0,38	0,69
Retorno do Ativo	159	0,0073	1,32	0,11	0,16
EBITDASAT	159	0,0038	0,7	0,13	0,09
Valor de Mercado	153	0,0059	22,24	2,22	3,13
Q de Tobin	153	0,07	8,45	1,27	1,21
Variação do Valor Patrimonial das Ações	159	-4,07	67,55	0,57	5,43
Variação do Lucro por Ação	159	-158,27	2.269,14	12,8	180,59
Variação das Vendas por Ação	159	-0,34	4,95	0,14	0,43
Variação do EBITDA por Ação	158	-12,53	9,74	0,12	1,75
Alavancagem Financeira	159	-257,53	77,16	-2,36	30,9
Margem Líquida	159	0,65	6.511,02	67,34	519,89

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Também aqui são observadas amplitudes maiores em alguns indicadores, com destaque para a Variação do Lucro por Ação e para a Margem Líquida, inconstâncias que diminuem quando são tomadas as medianas das observações (Tabela 5).

Tabela 5 – Estatísticas descritivas para as medianas do conjunto de variáveis.

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Tamanho	159	16,3	23,9	19,89	1,6
Crescimento das Vendas	159	0,63	2,43	1,13	0,18
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	159	0,01	1,26	0,21	0,21
Retorno do Ativo	159	0,0033	1,22	0,093	0,13
EBITDASAT	159	0,0026	0,41	0,12	0,067
Valor de Mercado	153	0,0027	16,38	1,81	2,25
Q de Tobin	153	0,0719	8,43	1,22	1,22
Variação do Valor Patrimonial das Ações	159	-0,87	3,51	0,11	0,49
Variação do Lucro por Ação	159	-2,01	24,75	0,33	2,03
Variação das Vendas por Ação	159	-0,37	0,7	0,09	0,14
Variação do EBITDA por Ação	158	-3,58	1,35	0,034	0,47
Alavancagem Financeira	159	-19,25	19,45	1,33	2,97
Margem Líquida	159	0,7	5.640,5	55,32	449,81

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

4.2 Análises de Variância de um Fator (*Anova One Way*)

Apresenta-se, a seguir, as análises de variância de um fator (*Anova One Way*), para o atributo “**Controle**” (empresa familiar ou não-familiar), utilizando-se todas as observações (tabela 6), as médias, medianas, e dados dos três últimos anos (tabelas 7 a 9).

Em seguida, para as *Anova One Way*, com o atributo “**Governança**” (empresa com ou sem governança), são realizadas as análises com o uso de todas as observações (tabela 10), médias, medianas e três últimos anos (tabelas 11 a 13).

Para a análise de variância de dois fatores (*Anova Two Way*), considerou-se apenas os dados dos últimos três anos (tabela 14), uma vez que médias e medianas não apresentaram relação significativa e, os cálculos utilizando todas as observações apontaram em direção semelhante à obtida, quando utilizadas as informações do triênio 2005 a 2007.

Outra razão para utilizar os dados mais recentes deveu-se ao fato de, no último triênio, diferentemente do observado em anos anteriores, o mercado de capitais brasileiro ter passado por notável dinamismo, fruto de um cenário internacional favorável, com ampliação de investimentos estrangeiros, aumento no quantitativo de empresas com negócios na Bovespa e maior atratividade das ações e títulos negociados no Brasil (FUNDAP, 2008).

4.2.1 Comparações Utilizando o Atributo Controle (familiar ou não-familiar)

Através da *Anova* de fator único, tomando por base o atributo “Controle” (empresa familiar ou não-familiar), objetiva-se verificar se há evidências de desempenhos diferentes significativamente, comparando as médias das empresas familiares (μ_{EF}) com as médias das demais empresas, não-familiares (μ_{EF}), utilizando dados de todas as observações: das médias, medianas e dos três últimos anos da série.

A hipótese nula (H_0) e a hipótese alternativa (H_1) são assim representadas:

$$H_0: \mu \cdot EF = \mu \cdot ENF$$

H_1 : as médias são diferentes

Para decidir quanto à rejeição ou não de H_0 , devem ser feitas comparações *dentro* dos grupos e *entre* grupos.

A soma dos quadrados entre grupos baseia-se em médias de cada fator e mensura em como elas diferem da média geral da amostra, enquanto a soma dentro dos grupos baseia-se em quadrados das diferenças das observações, em relação à média do próprio fator.

Tabela 6 – Anova One Way – atributo Controle (todas as observações).

Variável		Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	2,316	1	2,316	1,460	0,227
	Dentro dos Grupos	1.382,561	872	1,586		
	Total	1.384,876	873			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,046	1	0,046	0,937	0,333
	Dentro dos Grupos	42,536	871	0,049		
	Total	42,581	872			
Valor de Mercado	Entre Grupos	178,886	1	178,886	7,449	0,007
	Dentro dos Grupos	16.425,604	684	24,014		
	Total	16.604,490	685			
Q de Tobin	Entre Grupos	16,140	1	16,140	9,718	0,002
	Dentro dos Grupos	1.135,985	684	1,661		
	Total	1.152,125	685			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Os cálculos apresentados na Tabela 6 indicam que existem diferenças representativas, em nível de significância de 5% (valor-p < 0,05), para as variáveis “Valor de Mercado” e “Q de Tobin”, o que leva à rejeição da hipótese nula (H_0) de que as médias são iguais, sugerindo, desta forma, haver diferenças no desempenho das empresas, de acordo com a espécie de controle (familiar ou não-familiar).

Para variáveis que mensuram desempenho (*Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Retorno do Ativo*) não há indícios de diferenças significativas.

No presente estudo, em que o tamanho da amostra (N) é de 159 observações, o valor crítico para nível de significância (α) de 5% é dado por

$$D' = \frac{1,36}{\sqrt{N}} = 0,1079$$

Tomando as médias dos indicadores, para a série completa de 6 anos e utilizando o fator (atributo) “Controle” (empresas familiares ou não-familiares), o teste *Anova one way* indica que não há diferença significativa, em nível de significância de 5%, para todos os quatro indicadores (Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno do Ativo, Valor de Mercado e Q de Tobin), uma vez que o valor-p > 0,05 em todos os casos (Tabela 7, a seguir).

Tabela 7 – *Anova One Way* – atributo Controle (médias das observações).

Variável		Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	0,518	1	0,518	1,085	0,299
	Dentro dos Grupos	74,971	157	0,478		
	Total	75,489	158			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,026	1	0,026	1,063	0,304
	Dentro dos Grupos	3,802	157	0,024		
	Total	3,828	158			
Valor de Mercado	Entre Grupos	3,973	1	3,973	0,403	0,527
	Dentro dos Grupos	1488,649	151	9,859		
	Total	1492,622	152			
Q de Tobin	Entre Grupos	2,426	1	2,426	1,669	0,198
	Dentro dos Grupos	219,467	151	1,453		
	Total	221,892	152			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Diante dessas constatações, não é possível rejeitar a hipótese de que as médias das variáveis são iguais entre os dois tipos de controle (familiar e não familiar), ou seja, inexistem diferenças significativas, em nível de significância de 5%, entre os dois grupos de empresas, classificadas conforme o controle. Possivelmente, tal situação decorre do efeito concentrador da “média”, indicando que este indicador pode não ser interessante para uso na avaliação. A Tabela 8, apresentada na seqüência, contém a *Anova* para um fator (critério), quando tomadas para análise as medianas das observações e ainda considerando o atributo “Controle”.

Tabela 8 – *Anova One Way* – atributo Controle (medianas das observações).

Variável		Soma de Quadrados	gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	0,000	1	0,000	0,010	0,920
	Dentro dos Grupos	7,093	157	0,045		
	Total	7,093	158			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,006	1	0,006	0,354	0,553
	Dentro dos Grupos	2,625	157	0,017		
	Total	2,631	158			
Valor de Mercado	Entre Grupos	13,385	1	13,385	2,666	0,105
	Dentro dos Grupos	758,151	151	5,021		
	Total	771,536	152			
Q de Tobin	Entre Grupos	2,085	1	2,085	1,403	0,238
	Dentro dos Grupos	224,354	151	1,486		
	Total	226,439	152			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

O teste *Anova*, para estabelecer um critério para as medianas das observações, aponta que inexistente diferença relevante, em nível de significância de 5%, para as medianas de todos indicadores (Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno do ativo, Valor de mercado e Q de Tobin), ou seja, não se pode rejeitar a hipótese de que as médias das variáveis são iguais entre os dois tipos de controle (familiar e não familiar) ao tomarmos as medianas.

De forma idêntica ao teste realizado com as médias das observações, considerando o atributo controle, o valor-p mostra-se superior a 0,05 em todos os casos. Logo, as medianas parecem ser iguais entre os dois tipos de controle (familiar e não familiar), não se prestando à análise.

Ressalte-se que, dentre as empresas selecionadas para a amostra, houve dois casos, de empresas que não apresentaram informações contábeis e financeiras completas, no último ano (2007), sendo tal ausência tratada como *missing values*.

Adicionalmente, para algumas empresas, não foi possível realizar o cálculo do Q de Tobin, do PBV ou da VarEBITDAAÇÃO, por ausência de dados ou porque o quociente de duas observações negativas acabava resultando em um número positivo, o que causaria distorções na análise.

Tendo em vista a ocorrência das situações mencionadas anteriormente, quando dos cálculos de índices que compuseram a base para a análise estatística (Apêndice A), optou-se por substituir os índices “distorcidos” pela média dos índices das 50 empresas com menores desempenhos.

O procedimento anteriormente mencionado (substituição dos índices distorcidos pela média das 50 empresas com menores desempenhos) se assemelha ao adotado por Martinez et al. (2007:91), em estudo prospectivo realizado pelos autores com empresas abertas chilenas, familiares e não-familiares, que apresentavam essa ocorrência.

O teste estatístico que se apresenta na seqüência (Tabela 9) considera, ainda, o atributo “Controle” (familiar ou não) e, desta feita, foi realizado tomando-se as observações dos três últimos anos (2005 a 2007).

Tabela 9 – *Anova One Way* – atributo Controle (últimos três anos).

Variável		Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	0,025	1	0,025	0,051	0,821
	Dentro dos Grupos	233,556	475	0,492		
	Total	233,581	476			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,047	1	0,047	1,963	0,162
	Dentro dos Grupos	11,270	474	0,024		
	Total	11,317	475			
Valor de Mercado	Entre Grupos	277,543	1	277,543	15,920	0,000
	Dentro dos Grupos	6589,835	378	17,433		
	Total	6867,378	379			
Q de Tobin	Entre Grupos	15,629	1	15,629	8,574	0,004
	Dentro dos Grupos	689,061	378	1,823		
	Total	704,690	379			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A *Anova* para os três últimos anos indica que há diferença significativa, em nível de significância de 5%, para *Valor de Mercado* e *Q de Tobin*, o que sugere haver possibilidade de diferenças no desempenho e valor da empresa, dependendo do tipo de controle existente na organização (Tabela 9, anterior).

Vale destacar que, tomando o conjunto de todas as observações, para esta análise de variância, os resultados se assemelham ao obtido para os três últimos anos, de sorte que, ao se

tomar para análise os dados relativos ao último triênio da série de observações (2005 a 2007), vê-se que os achados guardam coerência.

A seguir, são apresentadas as análises de variância para um fator (*Anova One Way*), utilizando unicamente o atributo “Governança” (empresas com ou sem práticas diferenciadas de governança corporativa) com os mesmos focos de análise (todas as observações, médias, medianas e três últimos anos).

4.2.2 Comparações Utilizando o Atributo Governança (com ou sem práticas)

A Tabela 10, a seguir, traz os cálculos da *Anova* para estabelecimento de um critério, utilizando o atributo governança para todas as observações, ou seja, utilizando os dados disponíveis das empresas que compõem a amostra para o período compreendido entre 2002 a 2007.

Tabela 10 – *Anova One Way* – atributo Governança (todas as observações).

Variável		Soma de Quadrados	gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	0,063	1	0,063	0,040	0,842
	Dentro dos Grupos	1384,813	872	1,588		
	Total	1384,876	873			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,448	1	0,448	9,270	0,002
	Dentro dos Grupos	42,133	871	0,048		
	Total	42,581	872			
Valor de Mercado	Entre Grupos	239,999	1	239,999	10,031	0,002
	Dentro dos Grupos	16364,491	684	23,925		
	Total	16604,490	685			
Q de Tobin	Entre Grupos	1,143	1	1,143	0,680	0,410
	Dentro dos Grupos	1150,982	684	1,683		
	Total	1152,125	685			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A *Anova* de um critério, utilizando o atributo “Governança”, para todas as observações, indica que há diferença relevante, em nível de significância de 5%, para dois dos indicadores utilizados neste estudo – o *Retorno do Ativo* e o *Valor de Mercado* (Tabela 10). Para as variáveis “*Retorno sobre o Patrimônio Líquido*” e “*Q Tobin*”, não se observou diferenças

relevantes, considerando o nível de significância de 5%.

De acordo com os cálculos apresentados na Tabela 10, pode-se concluir que há evidências da existência de diferença entre o desempenho da empresa e o valor de mercado, conforme a empresa apresente ou não práticas diferenciadas de governança (o que, no âmbito deste estudo, se caracteriza quando a empresa figura há mais de três anos nos segmentos de listagem da Bovespa, denominados de Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2).

Tabela 11 – *Anova One Way* – atributo Governança (médias das observações).

Variável		Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	0,106	1	0,106	0,220	0,639
	Dentro dos Grupos	75,383	157	0,480		
	Total	75,489	158			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,070	1	0,070	2,930	0,089
	Dentro dos Grupos	3,758	157	0,024		
	Total	3,828	158			
Valor de Mercado	Entre Grupos	53,003	1	53,003	5,559	0,020
	Dentro dos Grupos	1439,619	151	9,534		
	Total	1492,622	152			
Q de Tobin	Entre Grupos	1,207	1	1,207	0,826	0,365
	Dentro dos Grupos	220,685	151	1,461		
	Total	221,892	152			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A Tabela 11, apresentada anteriormente, apresenta os cálculos da análise de variância para um critério (*Anova One Way*), tendo por foco o atributo “Governança”, utilizando as médias calculadas para o conjunto de empresas em análise.

Os resultados do teste indicam que há diferença significativa, em nível de significância de 5%, apenas para a variável “*Valor de Mercado*”, uma vez que o *p-value* calculado é inferior a 0,05, o mesmo ocorrendo com a análise *one way* para as medianas (Tabela 12), que também apresenta a mesma variável como a única a exibir diferença significativa entre os grupos.

Tal fato traz indícios de que as empresas familiares de capital aberto que evidenciam práticas de governança diferenciadas, podendo ser mais valorizadas pelo investidor que as demais empresas não-familiares.

Tabela 12 – *Anova One Way* – atributo Governança (medianas das observações).

Variável		Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	0,040	1	0,040	0,891	0,347
	Dentro dos Grupos	7,053	157	0,045		
	Total	7,093	158			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,027	1	0,027	1,653	0,200
	Dentro dos Grupos	2,604	157	0,017		
	Total	2,631	158			
Valor de Mercado	Entre Grupos	66,259	1	66,259	14,186	0,000
	Dentro dos Grupos	705,277	151	4,671		
	Total	771,536	152			
Q de Tobin	Entre Grupos	1,702	1	1,702	1,144	0,287
	Dentro dos Grupos	224,737	151	1,488		
	Total	226,439	152			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

A *Anova* para um critério (*One Way*), tomando as observações dos três últimos anos (Tabela 13, a seguir), aponta que há diferença relevante, em nível de significância de 5%, para as variáveis “*Retorno do Ativo*” e “*Valor de Mercado*” (valores p inferiores a 0,05).

Tabela 13 – *Anova One Way* – atributo Governança (últimos três anos).

Variável		Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Entre Grupos	1,455	1	1,455	2,977	0,085
	Dentro dos Grupos	232,126	475	0,489		
	Total	233,581	476			
Retorno do Ativo	Entre Grupos	0,155	1	0,155	6,574	0,011
	Dentro dos Grupos	11,162	474	0,024		
	Total	11,317	475			
Valor de Mercado	Entre Grupos	57,094	1	57,094	3,169	0,046
	Dentro dos Grupos	6810,284	378	18,017		
	Total	6867,378	379			
Q de Tobin	Entre Grupos	0,059	1	0,059	0,032	0,858
	Dentro dos Grupos	704,630	378	1,864		
	Total	704,690	379			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Até aqui, cabem algumas ponderações, antes de se passar à análise de variância concernente a dois fatores (*Anova Two Way*), a partir das informações apresentadas, em síntese, no Quadro 5, exposto a seguir.

Teste	Atributos	Foco	Variáveis com diferenças significativas ($\alpha = 0,05$)
<i>Anova One Way</i>	Controle (familiar / não)	Todas as observações	Valor de Mercado e Q de Tobin
		Médias	Nenhuma
		Medianas	Nenhuma
		Últimos três anos	Valor de Mercado e Q de Tobin
	Governança (com ou sem)	Todas as observações	Retorno do Ativo (ROA) e Valor de Mercado
		Médias	Valor de Mercado
		Medianas	Valor de Mercado
		Últimos três anos	Retorno do Ativo (ROA) e Valor de Mercado

Quadro 5 – Síntese das análises de variância de um fator.

Fonte: Elaboração do autor (2009).

O uso de médias e medianas, nas análises de variância de um critério, realizadas nesta pesquisa, não conduziu a diferenças significativas entre os grupos de amostra, quando levado em conta o atributo “Controle”, ou seja, apresentou diferença relevante somente para uma variável (Valor de Mercado), quando realizado o teste para o atributo “Governança”. Tal fato decorre, possivelmente, do efeito concentrador dessas duas medidas estatísticas.

No tocante à utilização da série completa (todas as observações) e uso de dados dos últimos três anos, há coincidência de resultados, isto é, quando o atributo “Controle” foi considerado, diferenças significativas para as médias do “Valor de Mercado” e “Q de Tobin” se apresentaram, em um intervalo de confiança de 95%, tanto quando tomadas todas as observações quanto para os dados dos três últimos anos. Para o atributo “Governança”, as variáveis “Retorno do Ativo” e “Valor de Mercado” apresentaram médias com diferenças significativas em todas as observações e para os últimos três anos. Assim, é escolhida a base formada pelos últimos três anos (dados mais recentes), para o cálculo da *Anova Two Way*.

4.3 Análise de Variância para dois Fatores (*Anova Two Way*)

A Tabela 14, a seguir, traz os cálculos da análise de variância para dois fatores, considerando a base de dados dos três últimos anos da série (2005 a 2007), para os dois atributos definidos neste estudo (Controle e Governança).

Tabela 14 – *Anova Two Way* – atributos Controle e Governança (últimos três anos).

Causas de Variação	Variável Dependente	Soma de Quadrados	Gl	Quadrado Médio	F	Valor-p
Controle Familiar	Retorno s/o Patrimônio Líquido (ROE)	0,049	1	0,049	0,09	0,765
	Retorno do Ativo (ROA)	0,021	1	0,021	0,82	0,366
	Valor de Mercado	268,531	1	268,531	15,4	0,000
	Q de Tobin	16,215	1	16,215	8,86	0,003
Governança	Retorno s/o Patrimônio Líquido (ROE)	1,694	1	1,694	3,05	0,081
	Retorno do Ativo (ROA)	0,205	1	0,205	8,14	0,005
	Valor de Mercado	45,416	1	45,416	2,61	0,007
	Q de Tobin	0,180	1	0,180	0,1	0,754
Erro	Retorno s/o Patrimônio Líquido (ROE)	208,618	376	0,555		
	Retorno do Ativo (ROA)	9,463	376	0,025		
	Valor de Mercado	6536,789	376	17,385		
	Q de Tobin	687,929	376	1,830		
Total	Retorno s/o Patrimônio Líquido (ROE)	241,513	379			
	Retorno do Ativo (ROA)	13,828	379			
	Valor de Mercado	9391,781	379			
	Q de Tobin	1482,257	379			

Fonte: Elaboração do autor, utilizando dados da amostra (2009).

Para os cálculos da análise de variância para dois fatores (“Controle” e “Governança”), utilizando as observações dos últimos três anos, pode-se verificar que, em nível de significância de 5%, há diferenças significativas entre duas variáveis – “*Valor de Mercado*” e “*Q de Tobin*”, conforme o tipo de controle – bem como existe diferença significativa entre as variáveis “*Retorno do Ativo*” e “*Valor de Mercado*”, conforme a empresa possua ou não práticas de governança diferenciadas.

Em síntese, com vista a uma melhor visualização dos resultados obtidos com os cálculos estatísticos, elaborou-se o quadro 6, a seguir. As tabelas *Anova Two Way* não utilizadas para fins de análise e conclusão (todas as observações, médias e medianas) estão dispostas no Apêndice B.

Teste	Atributos	Foco	Variáveis com diferenças significativas ($\alpha = 0,05$)
<i>Anova One Way</i>	Controle (familiar / não)	Todas as observações	Valor de Mercado e Q de Tobin
		Médias	Nenhuma
		Medianas	Nenhuma
		Últimos três anos	Valor de Mercado e Q de Tobin
	Governança (com ou sem)	Todas as observações	Retorno do Ativo (ROA) e Valor de Mercado
		Médias	Valor de Mercado
Medianas		Valor de Mercado	

		Últimos três anos	Retorno do Ativo (ROA) e Valor de Mercado
<i>Anova Two Way</i>	Controle e Governança	Todas as observações	<i>Com o controle:</i> Valor de mercado e Q de Tobin <i>Com a governança:</i> ROA e Valor de Mercado
		Médias	<i>Com o controle:</i> Nenhuma <i>Com a governança:</i> Valor de Mercado
		Medianas	<i>Com o controle:</i> Nenhuma <i>Com a governança:</i> Valor de Mercado
		Últimos três anos	<i>Com o controle:</i> Valor de Mercado e Q de Tobin <i>Com a governança:</i> Retorno do Ativo (ROA) e Valor de Mercado

Quadro 6 – Síntese das análises de variância de um e de dois fatores.

Fonte: Elaboração do autor (2009).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa consistiu em verificar a existência de relação significativa entre governança corporativa e ou controle (familiar ou não) com duas métricas muito utilizadas em estudos de natureza quantitativa, destinadas a avaliar o desempenho empresarial (Retorno do Ativo / Retorno do Patrimônio Líquido) e duas outras bastante difundidas no meio acadêmico para mensuração de valor para o acionista (Q de Tobin e Valor de Mercado).

Consistente com os achados de outros estudos empíricos referenciados ao longo deste trabalho, as análises dos dados referentes a todas as observações e aos últimos três anos indicaram que:

- a) Existem diferenças significativas para “Valor de Mercado” e “Q de Tobin”, quando tomado o **atributo controle**, sinalizando que as empresas familiares são mais valorizadas, devido aos investidores estarem dispostos a pagar mais por ações destas empresas, em razão do menor *turnover* de executivos, reforçando as conclusões de Mendes-da-Silva e Grzybovski (2005) ou, ainda, pelo fato de o valor de mercado ter fraca relação com a estrutura de propriedade, conforme Okimura (2003);
- b) Há diferenças significativas para “Valor de Mercado” e “Retorno do Ativo”, quando tomado o **atributo governança**, indicando que tanto o desempenho das empresas familiares que compuseram a amostra é maior quanto há disposição dos investidores em pagar mais (ágio) por ações dessas firmas que adotam práticas diferenciadas de governança. Tal fato sugere que esse comportamento se dá em função da robustez do ativo (tamanho médio, dado pelo logaritmo do Ativo Total, superior a 20) e do compromisso que esse grupo de empresas mantém, em relação à perpetuidade dos negócios. Conclusão semelhante foi obtida por Rogers (2006), Gerick et al. (2007) e por Zolini (2008).
- c) A análise de variância para dois fatores assinala que há diferença significativa para o “Retorno do Ativo”, quando tomados os **atributos controle e governança** para os dados dos últimos três anos da série (2005 a 2007).

Conclui-se, em razão dos testes realizados, que existem diferenças significativas entre as médias das observações, conforme a natureza de controle (familiar ou não-familiar) e a adoção de práticas diferenciadas de governança.

Tais fatos remetem a duas questões intrínsecas ao objetivo deste estudo: as empresas familiares de capital aberto, no Brasil, podem apresentar melhor desempenho que as demais empresas privadas, não controladas por famílias? E, caso adotem práticas de governança diferenciada, seu desempenho e valor de mercado serão ainda melhores?

Os resultados ora encontrados apontam nessa direção e reforçam evidências encontradas por Anderson e Reeb (2003) para empresas familiares de capital aberto, nos Estados Unidos, que utilizaram uma robusta modelagem para avaliar as empresas que compunham o índice *Standard & Poor's 500* (também conhecido por *S&P500*), tido como referencial para a análise de mercado e que contém dados das maiores corporações com negócios nas Bolsas de valores norte-americanas. Segundo os autores, as análises apontaram que as empresas sob controle familiar, quando não apresentavam desempenhos superiores, no mínimo estes eram equivalentes ao das demais empresas não-familiares.

As evidências desta pesquisa também se alinham às de Martinez et al. (2007), que desenvolveram pesquisa semelhante para empresas controladas por famílias, no Chile, detentoras de negócios na Bolsa de Valores de Santiago. Os autores concluíram pelo melhor desempenho médio e maior valor de mercado obtido por empresas familiares chilenas, quando comparadas às demais não-familiares, em tese, segundo os pesquisadores, devido a um melhor gerenciamento e decisões de investimento mais ágeis, levando a um maior desempenho contábil e financeiro. Levantaram, ainda, a hipótese segundo a qual as empresas familiares chilenas obtêm maior valor de mercado, devido ao fato de os investidores inicialmente “desvalorizarem” as ações de empresas familiares, quando estas promovem oferta pública inicial (IPO's), em razão de não acreditarem na intenção de repartição de riquezas entre acionistas e proprietários. Com isso, ocorre queda nos preços dos papéis, em um primeiro momento, e somente se registrará recuperação com o incremento na tradição dessas empresas, passados alguns anos após a primeira oferta de títulos na Bolsa.

Em relação às pesquisas publicadas no Brasil, é mister que se frise: nenhuma aborda a investigação de possíveis relações entre o *desempenho financeiro* e o *valor de mercado* de

empresas abertas, com aspectos de *controle* e *governança*, assegurando ineditismo ao presente trabalho e campo fértil para novas pesquisas, podendo-se mencionar Silveira (2002), Oro e Beuren (2006), Dami (2006), Gerick et al. (2007) e Zolini (2008), que avaliaram os mais diversos efeitos no desempenho e valor das firmas em razão da composição dos conselhos e diretoria, estrutura de capital, concentração de propriedade, dentre outros fatores.

A pesquisa nacional que guarda maior proximidade com este estudo foi desenvolvida por Mendes-da-Silva e Gzybovski (2005), que avaliaram 176 empresas industriais que realizaram negócios na Bovespa, entre 1997 e 2001, segregadas de acordo com a forma de controle em empresas familiares e não-familiares, relacionando governança corporativa, desempenho e rotatividade dos principais gestores, os CEO (*Chief Executive Officer*) em geral representado, no Brasil, pelo presidente do Conselho de Administração. Os resultados do estudo revelaram a existência de diferenças significativas de desempenho, valor e estrutura de governança, entre as empresas familiares e não-familiares brasileiras, bem como em relação às empresas que vinham obtendo maior lucratividade e que tendiam a realizar menor *turnover* de CEO.

Mesmo diante das limitações inerentes ao presente estudo, tais como a metodologia utilizada, tamanho da amostra e da série de observações, definição de variáveis e de praticamente inexistirem pesquisas anteriores similares, os resultados apontam para a representatividade das empresas sob controle familiar no Brasil e oferecem um campo promissor para a realização de novas pesquisas empíricas.

Este trabalho buscou contribuir com os estudos teóricos e empíricos relacionados aos temas empresas familiares, governança, valor e desempenho, não sendo pretensão esgotar o assunto, e sim estimular o aparecimento de novas pesquisas, em consonância com o amplo escopo da linha de estudo perseguida. A confirmação e ou contestação dos resultados obtidos neste trabalho, provida de outras pesquisas, permitirá aprimorar a análise e conclusões quanto à melhor estrutura de controle e governança para as empresas abertas que possuem negócios no Brasil, contribuindo para melhorar a administração dessas empresas e acelerar o progresso do mercado de capitais brasileiro.

Como recomendação para o desenvolvimento de novas pesquisas correlatas, sugere-se a utilização de uma série maior de dados econômicos e financeiros (dez anos), o emprego de

outras técnicas estatísticas multivariadas (regressão linear múltipla) ou mesmo a utilização de outros índices que se mostrem tão representativos como os utilizados no trabalho em questão.

REFERÊNCIAS

ADACHI, P. P.; NAJJAR, E. Sucessão e Governança Corporativa nas Empresas Familiares no Brasil. In: **II Fórum de Empresas Familiares, Escola Superior de Propaganda e Marketing-ESPM**, São Paulo, 2007.

AGUIAR, C. G. P. **Governança Corporativa e Geração de Valor aos Acionistas**. 2005. 42 f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro-UFRJ, 2005.

ALI, A.; CHEN, T-Y; RADHAKRISHNAN, S. **Corporate disclosures by family firms**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=897817>>. Acesso em: 17 jul. 2008.

ALMEIDA, H. V; WOLFENZON, D. **A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=721801>>. Acesso em: 21 jul. 2008.

ANDERSON, D.; SWEENEY, D. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, June 2003a.

_____. **Who Monitors the Family?** 2003b. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=369620>>. Acesso em: 20 jul. 2008.

_____. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. **Administrative Science Quarterly**, n. 49, p. 209-237, June 2004.

ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ARNAVAT, A. R.; DUEÑAS, G. G. **Como Elaborar e Apresentar Teses e Trabalhos de Pesquisa**. Porto Alegre: Artmed, 2006.

ANTUNES, M. T. P.; CORRAR, L. J.; KATO, H. T. A Eficiência das Informações Divulgadas em “Melhores & Maiores” da Revista Exame para a Previsão de Desempenho de Empresas. **Revista Contabilidade & Finanças da USP**, ed. Especial, jun. 2004, Disponível em:

<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor2/ec2_parte3_pg41a50.pdf>.

Acesso em: 17 out. 2008.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASTRACHAN, J. H.; SHANKER, M. C. Family Businesses' Contribution to U.S. Economy: A Closer Look. **Family Business Review**, v. 16, n. 3, Sept. 2003.

BABIC, V. **Corporate Governance Problems in Transition Economies**. 2003. Disponível em: <<http://www.afic.am/CG/CGProblemsInTransitionEconomies.pdf>>. Acesso em: 29 jun. 2008.

BARONTINI, R.; CAPRIO, L. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. **European Financial Management**, v. 12, n. 5, p. 689-723, Nov. 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=939084>>. Acesso em: 30 jun. 2008.

BARROS, J. S. **Auditoria Interna no Contexto da Governança Corporativa**: Estudo nas Empresas Listadas nos Mercados Diferenciados da Bovespa. 2007. 211 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria) – Faculdade de Economia Administração Atuária e Contabilidade-UFC, Fortaleza, 2007.

BARROW, M. **Estatística para Economia, Contabilidade e Administração**. São Paulo: Ática, 2008.

BARTHOLOMEUSZ, S.; TANEWSKI, G. A. The Relationship between Family Firms and Corporate Governance. **Journal of Small Business Management**, v. 44, n. 2, p. 245-67, 2006. Disponível em: <<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118609709/PDFSTART>>. Acesso em: 3 ago. 2008.

BASTOS, E. C. **Análise dos Indicadores Econômico-Financeiros Relevantes para Avaliação de Empresas**. 2008. 151 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – FURB, Blumenau, 2008. Disponível em: <proxy.furb.br/tede/tede_busca/arquivo.php?codArquivo=492>. Acesso em: 28 set. 2008.

BASTOS, E. C.; HOELTGEBAUM, M.; SILVEIRA, A.; AMAL, M. Análise dos Indicadores Econômico-Financeiros Relevantes para Avaliação Setorial. In: **XXXII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD)**, Rio de Janeiro, 2008.

BENNESEN, M. et al. **Inside the Family Firm: the Role of Families in Succession Decisions and Performance**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=925650>>. Acesso em: 05 ago. 2008.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**, 1932, 5. ed., 2003. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=KbxhFrNr4I>>. Acesso em: 27 jul. 2008.

BERTON, L. H. **Indicadores de Desempenho e Práticas de Boa Governança Corporativa**. 2003. 215 f. Tese (Doutorado em Engenharia da Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia da Produção-UFSC, Florianópolis, 2003.

BEUREN, I. M.; ORO, I. M. Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Lucro Operacional nas Diversas Gerações de Empresas Familiares Brasileiras. In: II CONGRESSO ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE (ANPCONT), Gramado: 2007. **Anais...** Disponível em: <http://www.furb.br/congressocont/_files/CCG%20029.pdf>. Acesso em: 28 ago. 2008.

BHAGAT, S.; BLACK, B. S. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Journal of Corporate Law**, n. 27, p. 231-273, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=133808>>. Acesso em: 3 nov. 2008.

BISINHA, R. N. **Restrição ao Crédito para Empresas com Ações Negociadas em Bolsa no Brasil**. 2007. 47 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade-USP, São Paulo, 2007.

BISQUEIRA, R.; SARREIRA, J. C.; MARTINEZ, F. **Introdução à Estatística: Enfoque Informático com o Pacote SPSS**. Porto Alegre: Artmed, 2004.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Stanford Law & Economics**. Working Paper, n. 237, Nov. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=311275>. Acesso em: 12 out. 2008.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. **An Overview of Brazilian Corporate Governance**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>. Acesso em: 14 set. 2008.

BLAIR, M. M. For Whom Should Corporations be Run? Economic Rationale for Stakeholder Management. **International Journal of Strategic Management**, v. 31, n. 2, apr. 1998.

BLANCO-MAZAGATOS, V.; QUEVEDO-PUENTE, E.; CASTRILLO, L. A. The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. **Family Business Review**, v. 30, n. 3, p. 199-213, sept. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1004911>>. Acesso em: 15 set 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (Bovespa). **Níveis de Governança Corporativa – Conheça os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa**. São Paulo, 2007a. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/cias_niveisdif_intro.asp>. Acesso em: 23 set. 2008.

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1**. São Paulo, 2007b. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2008.

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2**. São Paulo, 2007c. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2008.

_____. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. Bovespa: 2007d. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2008.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 27 jul. 2008.

_____. **Lei nº 9.307**, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre a arbitragem. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm>. Acesso em: 27 jul. 2008.

_____. **Lei nº 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 27 jul. 2008.

BRESSAN, V. G. F. et al. Rentabilidade e Assimetria de Informação em Empresas Seleccionadas da Bovespa. **Revista Ciências Administrativas da UNIFOR**, v. 13, n. 2, p. 223-233, nov. 2007.

BRIDGER, G. V. **Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre o Valor no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2006. 53 f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas-FGV, Rio de Janeiro, 2006.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A Influência do País de Origem no Desempenho das Empresas. **Revista de Administração Contemporânea-RAC**, v. 9, n. 4, out./dez. 2005.

BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CAMELO, S. A. **Governança Corporativa, Processo Sucessório e Estratégia Competitiva: Associações com o Desempenho de Grandes Empresas no Brasil**. 2007. 150 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade Boa Viagem, Recife, 2007. Disponível em: <<http://www.fbv.br/dissertacoes/SANDRA.pdf>>.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista da Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CASTRO, M. L.; FREIRE, H. V. L. A Relação entre Lucros Anormais e Dividendos: Um Estudo Empírico das Empresas com Ações Listadas na Bovespa. In: **5º Congresso FIECAFI USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, out. 2005. Disponível em: <<http://www.congressosp.fiecafi.org/artigos52005/434.pdf>>. Acesso em: 14 set. 2008.

CHOI, J. J.; PARK, S. W.; YOO, S. S. The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 4, dez. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953732>>. Acesso em: 23 ago. 2008.

CHRISMAN, J. J.; CHUA, J. H.; SHARMA, P. Current Trends and Future Directions in Family Business Management Studies: Toward a Theory of the Family Firm. In: **Coleman White Paper Series**. United States Association for Small Business and Entrepreneurship, Nov. 2003.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994. Disponível em:
<<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?id=957032>>. Acesso em: 23 set.2008.

CLAESSENS, S. Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from Czech and Slovak Republics. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 4, Sept. 1997.

_____. Corporate Governance and Development. In: **World Corporate Governance Forum´ Focus Papers**. Washington: The World Bank, 2001.

CLAESSENS, S.; FAN J. P. H. Corporate Governance in Asia: A Survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, 2002, p. 71-103.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation: Criando e Gerenciando o Valor**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

COSTA, G. S. **A Influência da Governança Corporativa no Desempenho Econômico em Empresas de Capital Aberto no Brasil**. 2008. 156 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia-PUC, Porto Alegre, 2008. Disponível em: <http://tede.pucrs.br/tde_busca>. Acesso em: 10 jan. 2009.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Diversos Acessos em: maio/out. 2008.

DAHYA, J.; McCONNELL, J. J.; TRAVLOS, N. G. **The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover**. Cardiff University. Disponível em:
<<http://www.mgmt.purdue.edu/centers/ciber/publications/pdf/99-004.pdf>>.

DAMI, A. B. T. **Governança Corporativa: Estrutura de Propriedade, Desempenho e Valor – Uma Análise de Empresas Brasileiras**. 2006. 116 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios-UFU, Uberlândia, 2006. Disponível em: <http://www.bdtd.ufu.br/tde_busca>. Acesso em: 18 out. 2008.

DAMI, A. B. T. et al. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade no Brasil: Causas e Conseqüências. In: **VI Encontro Brasileiro de Finanças**, Vitória. 2006. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/ebf3.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2008.

DEB, T. **Strategic Approach to Human Resource Management**. New Delhi: Atlantic, 2006. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=HxRaqrGn-0C>>. Acesso em: 14 jul. 2008.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, dec. 1985.

DESBATIANI, C. A.; RUSSO, F. A. **Avaliando Empresas, Investindo em Ações: Aplicação Prática da Análise Fundamentalista na Avaliação de Empresas**. São Paulo: Novatec, 2008.

DILÁSCIO, R. E.; SOUZA, J. A.; OLIVEIRA, V. I. EVA e o Modelo Fleuriet: o Uso de Instrumentos de Otimização em Árvores de Criação de Valor. **Revista Ciências Administrativas da UNIFOR**, v. 13, n. 1, p. 122-146, ago. 2007.

ELLUL, A.; GUNTAY, L.; LEL, U. External Governance and Debt Agency Costs of Family Firms. **International Finance Discussion Papers**, n. 908, nov. 2007. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/PUBS/ifdp/2007/908/ifdp908.pdf>>. Acesso em: 1 set. 2008.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, out./dez. 2000.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da Estrutura de Capital: As Discussões Persistem. **Cadernos de Pesquisa em Administração**, v. 1, n. 11, São Paulo, jan./mar. 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C11-ART04.pdf>>. Acesso em: 7 jul. 2008.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. D. M. A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a Partir de Dados Norte-Americanos e Latino-Americanos. **Cadernos de Pesquisa em Administração**, v. 8, n. 2, São Paulo, abr./jun. 2001. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Cad-pesq/arquivos/v08-2art06.pdf>>. Acesso em: 7 jul. 2008.

FAROOQUE, O. A. et al. **A Simultaneous Equations Approach to Analyzing the Relation between Ownership Structure and Performance in Bangladesh**. Working Paper Series, n. 35. Wellington, NL, 2005. Disponível em: <<http://www.victoria.ac.nz/sacl/CAGTR/workingpapers/WP35.pdf>>. Acesso em: 16 ago. 2008.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de Dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FORTE, S. H. A. C. **Manual de Elaboração de Tese, Dissertação e Monografia**. Revisão de Francisco Tarcísio Leite. Fortaleza: Unifor, 2008.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. Investimentos Estrangeiros nos Sistemas Financeiros Latino-Americanos: Os casos da Argentina, do Brasil e do México. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 189-218, maio/ago. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v12n2/01.pdf>>. Acesso em: 13 mar. 2009.

FREUND, J. E. **Estatística Aplicada: economia, administração e contabilidade**, Porto Alegre: Bookman, 2006.

FRUGIS, L. F. **As Empresas Familiares e a Continuidade na Gestão das Terceiras Gerações**, São Paulo: EDUC Fapesp, 2007.

FUNDAP, Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo. **O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 2003-2007: Evolução e Tendências**. Disponível em: <<http://debatesfundap.blogspot.com/2008/06/o-mercado-de-capitais-brasileiro-no.html>>. Acesso em: 13 nov. 2008.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. **Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das Empresas na Bovespa**. 2007.

Revista de Informação Contábil (RIC), v. 1, n. 2, out./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/80>>. Acesso em: 19 jul. 2008.

GANDERRIO, B. **Financial Performance of Family and Non-Family Businesses**. Arkansas, 2002. Disponível em: <<http://sbaer.uca.edu/research/icsb/1999/15>>. Acesso em: 18 jul. 2008.

GARCIA, J. P.; PUERTO, I. R.; OLVERA, C. T. Does family ownership impact positively on firm value? In: GARCIA, J. P.; PAYNE, G. (Coord.). **Estableciendo puentes en una economía global**. Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing (ESIC), v. 1, 2008. Disponível em: <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2723600>>. Acesso em: 1 dez. 2008.

GELMAN, A. Analysis of Variance: Why it is More Important Than Ever. **Annals of Statistics**. Disponível em: <<http://www.stat.columbia.edu/~gelman/research/published/banova7.pdf>>. Acesso em: 2 dez. 2008.

_____. Analysis of Variance. 2006. In: **New Palgrave Dictionary of Economics**. Disponível em: <<http://www.stat.columbia.edu/~gelman/research/published/econanova3.pdf>>. Acesso em: 2 dez. 2008.

GERICK, W.; CHEROBIM, A. P. M.; TARIFA, M. R. Governança Corporativa: Estudo Comparativo do Desempenho das Empresas listadas nos diferentes níveis de GC da Bovespa utilizando a análise discriminante múltipla. In: **Congresso Internacional de Administração ADM/PG**, Ponta Grossa, 2007.

GOLDMAN, Sachs Inc. **Dreaming with BRICs: The Path to 2050**. Disponível em: <<http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/book/99-dreaming.pdf>>, 2003. Acesso em: 7 ago. 2008.

_____. **BRICs and Beyond**. Disponível em: <<http://www2.goldmansachs.com/ideas/brics/BRICs-and-Beyond.html>>, 2007. Acesso em: 7 ago. 2008.

GONÇALVES, J. R. S. C. As empresas familiares no Brasil. **Revista de Administração de Empresas (RAE Light)**, v. 7, n. 1, jan./mar. 2000. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/artigos/368.pdf>>. Acesso em: 23 nov. 2008 .

HAIR JR., J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARVESTON, P. D.; DAVIS, P. S. The Influence of Family on the Family Business Succession Process: A Multi-Generational Perspective. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 22, n. 3, Sept. 1998.

HECK, R. K. Z.; STAFFORD, K. The Vital Institution of Family Business: Economic Benefits Hidden in Plain Sight. In: G. K. McCann e N. Upton (Ed.). **Destroying myths and creating value in family business**, Stetson University Press, 2001.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic Management: Competitiveness and Globalization**. Mason: Cengage Learning, 2001.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: abr./out. 2008.

_____. **Governança Corporativa em Empresas de Controle Familiar**: Casos de Destaque no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2006.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos na Bovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, Munich, 2006. Disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/1673/1/MPRA_paper_1673.pdf>. Acesso em: 18 set. 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KASLOW, F. W. (Ed.). **Handbook of Family Business and Family Business Consultation: A Global Perspective**. International Business Press, New York: 2006.

KING, M. R.; SANTOR, E. Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. **Bank of Canada Working Paper**, n. 40, 2007. Disponível em: <<http://www.banqueducanada.ca/fr/res/wp/2007/wp07-40.pdf>>. Acesso em: 5 set. 2008.

KIRCHHOFF, B. A.; KIRCHHOFF, J. J. Family Contributions to Productivity and Profitability in Small Business. **Journal of Small Business Management**, v. 25, n. 4, p. 25-31. Oct. 1987.

KLEIN, S. B. Family Businesses in Germany: Significance and Structure. **Family Business Review**, v. 13, n. 3, Sept. 2000.

KRAUS, S. et al. Family Business Research: A Literature Review. **2007' Small Enterprise Conference**, (s.n.), Auckland, New Zealand: Sept. 2007. Disponível em: <<http://wms-soros.mngt.waikato.ac.nz/NR/rdonlyres/ewmlmlbdzeldkz5f2nv23bqs44fcavngmasxlzjuvz5lq7kfdhwemu7oh34hb2p7ihci3a63a4fock/Resource27.pdf>>. Acesso em: 16 jul.2008.

LACERDA, G. N. Mercado de Capitais: Avanços, Aprimoramento (A Visão dos Investidores Institucionais). In: ROCCA, C. A. (Org.). **Revolução no Mercado de Capitais do Brasil: o Crescimento Recente é Sustentável?** Rio de Janeiro: Campus/IBMEC, 2008.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, Apr. 1999.

_____. Investor Protection and Corporate Valuation. **Harvard Institute of Economic Research, R.P.** n. 1882, Oct. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=192549>>. Acesso em: 23 jul. 2008.

_____. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, feb. 2000.

_____. **What Works in Securities Laws?** Tuck School of Business working paper n. p. 03-22, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=425880>>. Acesso em: 23 out. 2008.

LEAL, R. P. C. Práticas de Governança e Valor Corporativo: Uma Recente Revisão da Literatura. 2004. In: CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. (Org.). **Governança Corporativa: Evidências Empíricas no Brasil**, São Paulo: Atlas, 2007.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, v. 2, n. 2, 2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=1469>>. Acesso em: 13 fev. 2009.

LEE, J. Impact of Family Relationships on Attitudes of the Second Generation in Family Business. **Family Business Review**, v. 19, n. 3, Sept. 2006.

LEI, A. C. H.; SONG, F. M. **Corporate Governance, Family Ownership, and Firm Valuations in Emerging Markets: Evidence from Hong Kong Panel Data**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1100710>>. Acesso em: 27 set. 2008.

LETHBRIGDE, E. Tendências da Empresa Familiar no Mundo. **Revista do BNDES**, n. 7, jun. 1997a. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev707.pdf>>. Acesso em: 2 jun.2008.

_____. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, n. 8, dez. 1997b. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev809.pdf>>. Acesso em: 12 jun. 2008.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock Markets, Banks and Economic Growth. **American Economic Review**, v. 88, n. 3, p. 537-558, jun. 1998.

MAGNUSSON, W. E. **Estatística sem Matemática: a Ligação entre as Questões e as Análises**. Londrina: Planta, 2005.

MALACRIDA, M. J. C.; YANAMOTO, M. M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, 2006.

MANN, P. S. **Introdução à Estatística**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 2006.

MARKIN, A. **Family Ownership and Firm Performance in Canada**. 2004, 35 p. Research Project (Master of Business Administration) – Simon Fraser University, Burnaby, 2004.

MARTÍNEZ, J. I.; BERNHARD, S. S.; BERNARDO, Q. F. Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile. **Family Business Review**, v. 20, n. 2, jun. 2007.

MARTINS, G. A. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MATTAR NETO, J. A. **Metodologia Científica na Era da Informática**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

MATTEDI, L. G. **Como a Governança Corporativa Pode Ajudar no Fortalecimento do Mercado de Capitais Brasileiro**. 2006. 121 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2006.

MAROCO, J. **Análise Estatística com Utilização do SPSS**. 3 ed. Lisboa: Sílabo, 2007.

MEDEIROS, O. R.; RAMOS, F. C. Determinantes do Desempenho e Volatilidade da Bovespa: Um Estudo Empírico. In: 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004. Disponível em: <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos42004/71.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2009.

MELO, M.; MENEZES, P. (Org.). **Acontece nas Melhores Famílias: Repensando a Empresa Familiar**. São Paulo: Saraiva: Virgília, 2008.

MELLO, D. N. Brazil. In: KASLOW F.W. (Ed.). **Handbook of Family Business and Family Business Consultation: A Global Perspective**. New York. Haworth Press, 2006.

Disponível em:

<<http://books.google.com/books?id=EGW2AAAACAAJ&dq=Handbook+of+family+business>>. Acesso em: 26 jun. 2008.

MENDES-DA-SILVA, W.; GRZYBOVSKI, D. **Corporate Governance, Performance and CEO Turnover: A Comparative Study Between Family and Non-Family Brazilian Businesses**. Jun. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=747324>>. Acesso em: 8 nov. 2008.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate Governance**. 3.ed. Oxford: Blackwell, 2004. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=RGmHAVPhmRwC>>. Acesso em: 17 jun. 2008.

MOREIRA, L. F. **Recompra de Ações na Bovespa**. 2000. 81 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul-UFRGS, Porto Alegre, 2000. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3370/000292091.pdf>>. Acesso em: 4 nov. 2008.

MUSTAKALLIO, M. A. **Contractual and Relational Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision-Making Quality and Firm Performance**. 2002. 250 f. Tese (Doutorado em Ciência e Tecnologia) – Helsinki University of Technology, Finlândia, 2002. Disponível em: <<http://lib.tkk.fi/Diss/2002/isbn9512263335/isbn9512263335.pdf>>. Acesso em: 27 ago. 2008.

NETO, R. M. R.; FAMÁ, R. **As Perspectivas para o Mercado Brasileiro: A Governança tem Valor? Porque Migrar para o Novo Mercado**. São Paulo: FGV, 2001. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1113/fc-26.pdf>>. Acesso em: 3 set. 2008.

NOVELLINO, A. **Grandes empresas familiares brasileiras: Uma análise da publicação VALOR 1000**. Prosperare, 2004. Disponível em: <http://www.prosperarebrasil.com.br/publicacao/Empresa_Familiar_Valor_1000.pdf>. Acesso em: 10 out. 2008.

_____. **Um Breve Panorama sobre as Empresas Familiares Brasileiras**. 2007, Disponível em: <http://www.prosperarebrasil.com.br/pesquisa_empresafamiliar.pdf>. Acesso em: 10 out. 2008.

OECD, Organisation for Economic Co-Operation and Development. **Principles of Corporate Governance**, 1998. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 23 jun. 2008.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade-USP, São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC Eletrônica**. v. 1, n. 1, p. 119-135, jan./abr. 2007, Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_628.pdf>. Acesso em: 2 jul. 2008.

_____. Influência da Concentração de Propriedade e Controle no Valor das Empresas no Brasil. **Sociedade Brasileira de Finanças**. FGV, Encontro IV, 2004. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1267/fincorp31.pdf>>. Acesso em: 3 jul. 2008.

PALOMBO, L. F. R.; PALOMBO, M. F. S. Análise Dinâmica do Capital de Giro: Uma Abordagem no Modelo Fleuriet. In: **Congresso Internacional de Administração**, UFPR, 2008. Disponível em: <<http://www.admpg.com.br/2008/cadastro/artigos/temp/174.pdf>>. Acesso em: 2 out. 2008.

PESSALI, H. F. Teoria dos Custos de Transação: Hibridismo Teórico? Uma apresentação aos principais conceitos e à literatura crítica. **Economia em Revista**, v. 8, p. 41-65, 1999. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=894368>>. Acesso em: 4 jun.2008.

PESSOA, S. **Dissertação não é Bicho-Papão**: Desmitificando monografias, teses e escritos acadêmicos. Rio de Janeiro: Rocco, 2005.

PESTANA, M. H.; GAGEIRO, J. N. **Análise de Dados para Ciências Sociais: A Complementariedade do SPSS**, 5. ed, Lisboa: Silabo, 2008.

PRAET, A. **How does Family Ownership Affect the Voluntary Firm Restructuring Decision?** Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=967979>>. Acesso em: 19 set. 2008.

PRENCIPE, A.; MARKARIAN, G.; POZZA, L. Earnings Management in Family Firms: Evidence from R&D Cost Capitalization in Italy. **Family Business Review**, v. 21, n. 1, p. 71-88, mar. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1094108>>. Acesso em: 29 set. 2008.

RAPPAPORT, A. **Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors**. 2 ed. New York: Free Press, 1998.

RAMOS, S. R. Aberturas de Capital no Brasil: Uma Análise das Ofertas Públicas Iniciais de Ações. In: **4º Simpósio FUCAPE de Produção Científica**. Vitória: 2006. Disponível em: <<http://www.fucape.br/simposio/4/artigos/socrates.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2008.

REGO, R. B.; NESS JR., W. L. A Preferência Por Subscrições Privadas de Ações no Brasil. **RAE Eletrônica**, v. 6, n. 2, jul./dez. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/raeel>>.

RICARDINO, A.; MARTINS S. T. A. Governança Corporativa: Um novo nome para antigas práticas? **Revista Contabilidade e Finanças-USP**, n. 36, p. 50-60, set/dez. 2004.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, J. A.; MENDES, G. M. **Governança Corporativa: Estratégia para Geração de Valor**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

ROGERS, P.; ROGERS, D.; MARTINS, V. F. Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Latino-Americano e Governança Corporativa: Estudo de Caso do Brasil. In: **XXXIX CONSEJO LATINOAMERICANO DE ESCUELAS DE ADMINISTRACION (CLADEA)**, 2004, Puerto Plata. 2004. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos>>. Acesso em: 5 jan.2009.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Governança Corporativa e Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: Análise do Risco Brasil. In: **XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD)**, 2004, Curitiba. 2004. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos>>. Acesso em: 5 jan. 2009.

ROGERS, P.; MENDES-DA-SILVA, W.; PAULA, G. M. Diversificação e Desempenho em Empresas Industriais Brasileiras: um Estudo Empírico no Período de 1997 a 2001. **Revista de Administração Contemporânea-RAC**, v. 12, n. 2, p. 313-338, abr./jun. 2008.

SANTANA, L.; LIMA, F. G. EBITDA: Uma Análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas no Mercado de Capitais Brasileiro. In: **4º Congresso FIPECAFI USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, out. 2004. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/374.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2008.

SANTOS, A. M. **O impacto da Cultura no Desempenho de Uma Empresa Familiar**. 2004. 144 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <http://www2.dbd.puc-rio.br/pergamum/tesesabertas/0212188_04_Indice.html>. Acesso em: 23 out. 2008.

SHANKER, M. C.; ASTRACHAN, J. H. Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Framework for Assessing Family Business Statistics. **Family Business Review**, v. 9, n. 2, June 1996.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. In: FREDERIKSLUST, R. A. Ivan; ANG, J. S.; SUDARSANAM, P. S. (Ed.). **Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective**. New York: Routledge, 2008. Cap. 2, p. 52-89. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=XoD9J7QQ9dAC&pg=PA52&dq=SHLEIFER>>. Acesso em: 18 jun. 2008.

SILVA, S.F. Governança Corporativa: Modismo ou Necessidade das Empresas Brasileiras. In: **Simpósio Internacional de Ciências Integradas da UNAERP**. Guarujá: 2008. Disponível em: <http://www.unaerp.br/sici/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=34>. Acesso em: 27 ago. 2008

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade-USP, São Paulo, 2002.

_____. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com Desempenho das Empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade-USP, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil? In: **XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD)**, Brasília, 2005.

SILVEIRA, A. D. M.; DIAS JR., A. L.; Impacto da Divulgação de Disputas entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil. In: **7º Encontro Brasileiro de Finanças**, São Paulo/Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br>>. Acesso em: 30 out. 2008.

SMYRNIOS, K. X.; DANA, L. **Australian Family and Private Business Survey**. RMIT University Press, Melbourne, Oct. 2006.

SOUSA, L. Abertura de Capital: Procedimentos, Riscos e Desafios. In: MELO, M.; MENEZES, P. L. (Org.). **Acontece nas Melhores Famílias**: Repensando a Empresa Familiar. São Paulo: Saraiva: Virgília, 2008.

SROUR, G. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa**: Um Estudo sobre a Conduta e a *Performance* das Firmas Brasileiras. Abr. 2002. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/123456789/1157/1/fc08.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2008.

STAVROU, E. T.; SWIERCZ, P. M. Securing the Future of the Family Enterprise: A Model of Offspring Intentions to Join the Business. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 23, Nov. 1998.

STAVROU, E. T.; KASSINIS, G.; FILOTHEOU, A. Downsizing and Stakeholder Orientation Among the Fortune 500: Does Family Ownership Matter? **Journal of Business Ethics**, v. 72, n. 2, maio 2007. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/content/p9h5543511145847>>. Acesso em: 7 Ago. 2008.

UNIFECAP CENTRO UNIVERSITÁRIO A. PENTEADO. **Manual para Elaboração de Referências Bibliográficas**: Segundo a NBR6023/2002. São Paulo: 2004. Disponível em: <http://www.prsc.mpf.gov.br/biblioteca/novidades/Manual_Referencias_Bibliograficas.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2008.

VALOR 1.000. São Paulo: Valor Econômico, 2008. 8. ed. 2000-. Anual. ISSN 1677-3241.

VELLOSO, J. P. R.; ALBUQUERQUE, R. C. (Coord.). **Na Crise Global Como ser o Melhor dos BRICS**. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: INAE, 2009.

VIEIRA, E. R.; CORREA, V. P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre movimentos recentes. In: VII ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA, Fortaleza: 2002. **Anais...** Disponível em: <<http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/ETENE>>.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. H. **How Are U.S. Family Firms Controlled?** 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=891004>>. Acesso em: set. 13, 2008.

_____. **Family Control of Firms and Industries**. 2007. AFA 2009 San Francisco Meetings Paper, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=891004>>. Acesso em: set. 13, 2008.

WARD, J. L. Governing Family Business. **E-Journal: Economics Perspectives**, Feb. 2005. Disponível em: <<http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijee/ward.htm>>. Acesso em: 16 maio 2008.

WILLIAMSON, O. E. Transaction Cost Economics, 1985. In: MÉNARD, C.; SHIRLEY, M. M. (Ed.). **Handbook of New Institutional Economics**. Heidelberg: Springer, 2008. Cap. 3, p. 41-65 Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=JSqRfyzjUCcC&pg=PA41>>. Acesso em: 21 jun. 2008.

_____. **The mechanisms of Governance**. New York: Oxford, 1996. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=meERBVysP6YC>>. Acesso em: 13 jun. 2008.

WORLD BANK. **Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration**. Washington: World Bank Publications & Oxford University Press, 1997. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=c3A0Nce28QIC>>. Acesso em: 23 ago. 2008.

ZAJAC, E. E. **Political Economy of Fairness**. 3. ed. Massachusetts: MIT Press, 2001. Disponível em: <<http://books.google.com/books?id=DBoWY7r-F3sC&pg=PA46&dq=COASE>>. Acesso em: 17 jun. 2008.

ZELLWEGER, T. M. **Risk, Return and Value in the Family Firm**. 2006. 295 f. Tese (Doutorado em Administração) – Graduate School of Administration, Economics, Law and Social Sciences, University of St. Gallen, Germany, 2006.

ZOLINI, B. **Governança Corporativa: Estrutura de Propriedade e o Valor da Empresa**. 2008. 67 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Internacional) – Fundação Getúlio Vargas-FGV, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br>>, Acesso em: 3 jun. 2008

APÊNDICE A – Base de Dados (Amostra)

EMPRESA	Adesão à Governança	Exerc.	Contr. Familiar 1-Sim 0-Não	Governança 1-Sim 0-Não	Tamanho (LN Ativo)	CRSCVDAS	ROE	ROA	EBITDASAT	PBV	Qtobin	VarVPA	VarLPA	Var	Var	Alav. Financ	MARGEM LÍQUIDA
														VENDAS AÇÃO	EBITDA AÇÃO		
Acos Villares S.A.		2002	0	0	20,9	1,419	0,628	0,038	0,160	1,090	0,820	(0,286)	(4,007)	0,419	0,698	(5,266)	4,000
Acos Villares S.A.		2003	0	0	21,1	1,445	0,677	0,109	0,188	1,689	0,909	2,093	4,335	0,445	0,372	5,400	9,200
Acos Villares S.A.		2004	0	0	21,0	1,042	0,758	0,172	0,310	3,602	1,343	0,407	0,575	0,042	0,634	3,800	13,900
Acos Villares S.A.		2005	0	0	21,2	1,006	0,590	0,135	0,280	2,654	1,080	0,180	(0,081)	0,006	0,061	3,100	12,700
Acos Villares S.A.		2006	0	0	21,3	0,962	0,465	0,144	0,265	3,704	1,418	0,452	0,144	(0,038)	0,014	2,600	15,100
Acos Villares S.A.		2007	0	0	21,3	1,203	0,418	0,179	0,296	3,807	1,806	0,404	0,263	0,203	0,134	2,100	15,900
Média		9998	0	0	21,1	1,180	0,589	0,130	0,250	2,758	1,229	0,542	0,205	0,180	0,319	1,956	11,800
Mediana		9999	9990	9990	21,2	1,122	0,609	0,140	0,273	3,128	1,212	0,406	0,203	0,122	0,253	2,850	13,300
Aracruz Celulose S.A.	2002	2002	0	1	22,5	1,505	0,006	0,002	0,148	2,727	1,371	(0,099)	(0,942)	0,506	0,394	0,047	0,600
Aracruz Celulose S.A.		2003	0	1	22,8	1,508	0,318	0,109	0,198	3,415	1,596	0,248	70,928	0,509	0,809	3,700	28,400
Aracruz Celulose S.A.		2004	0	1	22,9	1,113	0,311	0,120	0,190	2,653	1,417	0,256	0,228	0,113	0,062	2,200	31,300
Aracruz Celulose S.A.		2005	0	1	23,0	0,977	0,280	0,124	0,172	2,112	1,255	0,207	0,088	(0,023)	(0,043)	2,200	34,900
Aracruz Celulose S.A.		2006	0	1	23,0	1,158	0,239	0,120	0,180	2,800	1,676	0,160	(0,011)	0,158	0,069	1,800	29,800
Aracruz Celulose S.A.		2007	0	1	23,0	0,997	0,194	0,105	0,168	2,749	1,756	0,113	(0,094)	(0,003)	(0,028)	1,900	27,100
Média		9998	0	1	22,9	1,210	0,225	0,097	0,176	2,742	1,512	0,148	11,700	0,210	0,211	1,975	25,350
Mediana		9999	9990	9991	23,0	1,135	0,259	0,114	0,176	2,738	1,507	0,183	0,039	0,135	0,066	2,050	29,100
Arthur Lange S.A. Ind e Com		2002	1	0	17,8	1,150	0,132	0,049	0,237	0,448	0,571	0,152	0,149	0,150	0,266	1,560	3,100
Arthur Lange S.A. Ind e Com		2003	1	0	18,1	1,100	0,142	0,043	0,114	0,500	0,533	0,165	0,255	0,100	(0,318)	2,500	3,500
Arthur Lange S.A. Ind e Com		2004	1	0	18,1	0,594	0,436	0,097	0,099	1,179	0,719	(0,298)	(3,155)	(0,406)	(0,155)	4,800	12,800
Arthur Lange S.A. Ind e Com		2005	1	0	17,9	0,585	7,884	0,244	0,062	8,038	1,051	(0,887)	(1,036)	(0,415)	(0,493)	44,700	44,600
Arthur Lange S.A. Ind e Com		2006	1	0	17,8	0,384	1,122	0,316	0,046	0,501	0,513	(9,227)	(0,170)	(0,616)	(0,330)	(4,900)	135,900
Arthur Lange S.A. Ind e Com		2007	1	0	17,4	0,755	0,278	0,168	0,009	1,777	2,514	(0,385)	0,656	(0,245)	(0,877)	(2,800)	61,900
Média		9998	1	0	17,9	0,761	1,665	0,153	0,094	2,074	0,984	(1,747)	(0,550)	(0,239)	(0,318)	7,643	43,633
Mediana		9999	9991	9990	17,9	0,674	0,357	0,132	0,081	0,840	0,645	(0,342)	(0,011)	(0,326)	(0,324)	2,030	28,700

Azevedo & Travassos S.A.	2002	1	0	17,7	1,080	1,248	0,073	0,070	0,501	0,513	(0,777)	(0,340)	0,080	(0,158)	36,141	5,900
Azevedo & Travassos S.A.	2003	1	0	17,7	1,138	0,761	0,102	0,054	0,143	0,829	(1,319)	(0,414)	0,138	(0,219)	33,500	7,400
Azevedo & Travassos S.A.	2004	1	0	17,7	0,830	0,554	0,115	0,039	0,128	0,931	(0,553)	(0,131)	(0,170)	(0,274)	74,900	10,000
Azevedo & Travassos S.A.	2005	1	0	18,1	2,133	0,293	0,050	0,081	0,501	0,513	(0,183)	0,375	1,133	1,988	5,400	2,900
Azevedo & Travassos S.A.	2006	1	0	18,3	1,468	0,256	0,040	0,086	0,501	0,513	(0,107)	0,030	0,468	0,275	4,000	1,900
Azevedo & Travassos S.A.	2007	1	0	18,4	0,727	0,023	0,003	0,117	0,501	0,513	0,170	1,075	(0,273)	0,498	(0,300)	0,200
Média	9998	1	0	18,0	1,229	0,522	0,064	0,074	0,379	0,636	(0,462)	0,099	0,229	0,352	25,607	4,717
Mediana	9999	9991	9990	17,9	1,109	0,423	0,061	0,075	0,501	0,513	(0,368)	(0,051)	0,109	0,058	19,450	4,400
Bardella S.A. Inds Mecanicas	2002	1	0	19,7	0,667	0,057	0,040	0,002	0,285	0,135	0,011	1,367	(0,334)	1,219	9,667	8,400
Bardella S.A. Inds Mecanicas	2003	1	0	19,7	1,041	0,008	0,006	0,025	0,456	0,043	(0,030)	(0,863)	0,041	(11,722)	(0,200)	1,100
Bardella S.A. Inds Mecanicas	2004	1	0	19,8	1,605	0,033	0,019	0,021	0,399	0,054	(0,047)	2,869	0,605	1,966	(6,800)	2,700
Bardella S.A. Inds Mecanicas	2005	1	0	19,9	1,187	0,015	0,008	0,032	0,317	0,014	(0,062)	(1,425)	0,187	(2,623)	0,700	1,000
Bardella S.A. Inds Mecanicas	2006	1	0	19,7	0,808	0,051	0,032	0,045	0,522	0,107	0,000	4,477	(0,192)	2,142	1,700	4,100
Bardella S.A. Inds Mecanicas	2007	1	0	20,0	1,139	0,047	0,022	0,028	1,107	0,416	0,004	(0,084)	0,139	(0,168)	2,400	3,300
Média	9998	1	0	19,8	1,074	0,035	0,021	0,026	0,514	0,128	(0,021)	1,057	0,074	(1,531)	1,245	3,433
Mediana	9999	9991	9990	19,8	1,090	0,040	0,020	0,027	0,428	0,081	(0,015)	0,642	0,090	0,525	1,200	3,000
Battistella Adm e Partic S.A.	2005	1	0	19,6	1,135	0,056	0,029	0,124	0,501	0,513	0,032	0,973	0,054	(0,168)	0,700	1,700
Battistella Adm e Partic S.A.	2006	1	0	19,7	0,923	0,115	0,055	0,138	0,501	0,513	0,099	1,264	(0,077)	0,314	1,400	4,100
Battistella Adm e Partic S.A.	2007	1	0	19,9	1,334	0,009	0,004	0,085	2,184	1,150	0,006	(0,921)	0,334	(0,303)	1,300	0,200
Média	9998	1	0	19,7	1,130	0,060	0,029	0,115	1,062	0,726	0,046	0,439	0,103	(0,053)	1,133	2,000
Mediana	9999	9991	9990	19,7	1,135	0,056	0,029	0,124	0,501	0,513	0,032	0,973	0,054	(0,168)	1,300	1,700
Baumer S.A.	2002	1	0	17,4	1,394	0,364	0,163	0,181	0,501	0,513	0,356	4,220	0,394	1,945	3,139	14,600
Baumer S.A.	2003	1	0	17,4	1,005	0,095	0,046	0,142	0,501	0,513	0,042	(0,729)	0,005	(0,253)	1,600	3,900
Baumer S.A.	2004	1	0	17,5	1,133	0,101	0,045	0,130	0,636	0,255	0,075	0,143	0,133	0,073	1,900	4,000
Baumer S.A.	2005	1	0	17,7	1,181	0,194	0,088	0,146	0,587	0,241	0,164	1,245	0,181	0,299	2,300	7,500
Baumer S.A.	2006	1	0	17,8	1,207	0,221	0,105	0,160	0,501	0,513	0,167	0,331	0,207	0,218	2,000	8,300
Baumer S.A.	2007	1	0	17,8	1,003	0,070	0,034	0,096	0,501	0,513	0,066	(0,662)	0,003	(0,382)	1,600	2,800
Média	9998	1	0	17,6	1,154	0,174	0,080	0,142	0,538	0,425	0,145	0,758	0,154	0,317	2,090	6,850
Mediana	9999	9991	9990	17,6	1,157	0,147	0,067	0,144	0,501	0,513	0,120	0,237	0,157	0,146	1,950	5,750
Bicicletas Monark S.A.	2002	0	0	19,3	1,078	0,157	0,117	0,017	1,140	0,239	0,008	0,182	0,078	(0,557)	3,962	13,500
Bicicletas Monark S.A.	2003	0	0	19,2	0,979	0,071	0,057	0,009	1,092	0,211	(0,046)	(0,569)	(0,021)	(0,541)	1,100	12,100

Bicicletas Monark S.A.	2004	0	0	19,2	1,117	0,066	0,053	0,039	0,501	0,513	0,001	(0,074)	0,117	3,486	125,100	13,200	
Bicicletas Monark S.A.	2005	0	0	19,2	0,952	0,052	0,042	0,025	0,501	0,513	(0,016)	(0,220)	(0,048)	(0,374)	(3,300)	30,000	
Bicicletas Monark S.A.	2006	0	0	19,2	0,626	0,050	0,041	0,003	0,501	0,513	(0,016)	(0,055)	(0,374)	(0,862)	(1,700)	9,000	
Bicicletas Monark S.A.	2007	0	0	19,1	0,755	0,035	0,028	0,005	1,536	0,536	(0,041)	(0,327)	(0,245)	0,508	(1,600)	10,900	
Média	9998	0	0	19,2	0,918	0,072	0,056	0,016	0,879	0,421	(0,019)	(0,177)	(0,082)	0,277	20,594	14,783	
Mediana	9999	9990	9990	19,2	0,965	0,059	0,048	0,013	0,796	0,513	(0,016)	(0,147)	(0,035)	(0,458)	(0,250)	12,650	
Bombril S.A.	2002	0	0	21,6	1,274	0,377	0,260	0,009	0,195	0,390	0,594	2,753	0,274	(0,513)	10,585	128,700	
Bombril S.A.	2003	0	0	20,2	0,775	7,533	3,274	2,838	0,845	1,639	(1,149)	(4,014)	(0,240)	(76,744)	(2,700)	1,100	
Bombril S.A.	2004	0	0	19,7	1,233	0,663	1,396	0,849	0,369	3,718	(1,966)	0,742	0,218	0,819	(0,600)	34,000	
Bombril S.A.	2005	0	0	20,0	1,449	0,012	0,014	0,142	0,543	2,494	0,240	1,014	0,450	1,236	(0,200)	14,400	
Bombril S.A.	2006	0	0	19,8	0,997	0,290	0,531	0,160	0,675	3,677	(0,366)	(33,049)	(0,004)	(0,043)	(1,100)	108,000	
Bombril S.A.	2007	0	0	19,9	0,999	0,190	0,216	0,190	1,616	3,568	0,514	1,354	(0,162)	0,033	(0,700)	510,300	
Média	9998	0	0	20,2	1,121	1,511	0,949	0,698	0,707	2,581	(0,356)	(5,200)	0,089	(12,535)	0,881	132,750	
Mediana	9999	9990	9990	20,0	1,116	0,333	0,396	0,175	0,609	3,031	(0,063)	0,878	0,107	(0,005)	(0,650)	71,000	
Botucatu Textil S.A.	2002	0	0	17,6	1,475	0,293	0,036	0,146	0,141	0,654	(0,221)	0,086	0,475	(1,031)	(2,239)	3,500	
Botucatu Textil S.A.	2003	0	0	17,7	1,335	0,036	0,004	0,150	0,764	0,720	0,047	1,128	0,335	0,113	0,300	0,300	
Botucatu Textil S.A.	2004	0	0	17,7	1,161	0,013	0,002	0,104	0,747	0,741	0,022	(0,639)	0,161	(0,305)	0,100	0,100	
Botucatu Textil S.A.	2005	0	0	17,7	0,994	0,417	0,037	0,072	0,802	0,782	(0,288)	(24,521)	(0,006)	(0,317)	(7,800)	2,500	
Botucatu Textil S.A.	2006	0	0	18,1	0,775	0,113	0,032	0,032	0,731	0,814	4,233	(0,415)	(0,225)	(0,273)	(9,200)	4,600	
Botucatu Textil S.A.	2007	0	0	18,1	0,608	1,336	0,178	0,070	1,450	0,969	(0,569)	(4,105)	(0,392)	(3,014)	15,200	38,300	
Média	9998	0	0	17,8	1,058	0,368	0,048	0,096	0,773	0,780	0,537	(4,744)	0,058	(0,805)	(0,607)	8,217	
Mediana	9999	9990	9990	17,7	1,078	0,203	0,034	0,088	0,755	0,762	(0,099)	(0,527)	0,078	(0,311)	(1,070)	3,000	
Brascan Residential Properties S.A.	2005	2005	0	1	20,9	0,001	0,779	0,059	0,071	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	11,700	27,200
Brascan Residential Properties S.A.	2006	0	1	21,2	1,494	0,039	0,025	0,053	3,121	1,864	6,919	(0,461)	0,373	(0,051)	1,000	10,700	
Brascan Residential Properties S.A.	2007	0	1	21,2	1,063	0,131	0,096	0,109	1,718	1,099	0,111	1,736	(0,210)	0,457	1,400	36,900	
Média	9998	0	0	21,1	0,853	0,316	0,060	0,078	1,780	1,159	2,171	(1,877)	0,034	(0,208)	4,700	24,933	
Mediana	9999	9990	9991	21,2	1,063	0,131	0,059	0,071	1,718	1,099	0,111	(0,461)	(0,061)	(0,051)	1,400	27,200	
Braskem S.A.	2003	2003	0	1	23,4	1,575	0,102	0,016	0,163	1,922	0,882	0,133	1,156	0,094	(0,331)	1,500	2,100
Braskem S.A.	2004	0	1	23,4	1,203	0,165	0,046	0,208	2,564	1,165	0,499	1,608	(0,023)	0,112	1,300	5,700	
Braskem S.A.	2005	0	1	23,5	1,072	0,138	0,040	0,166	1,413	0,834	0,083	(0,169)	(0,017)	(0,233)	1,600	4,800	
Braskem S.A.	2006	0	1	23,5	0,994	0,024	0,006	0,127	1,180	0,788	(0,033)	(0,838)	(0,009)	(0,202)	0,400	0,800	

Braskem S.A.	2007	0	1	23,8	1,361	0,095	0,026	0,142	1,103	0,791	0,098	4,043	0,270	0,336	2,400	3,100	
Média	9998	0	1	23,5	1,241	0,105	0,027	0,161	1,636	0,892	0,156	1,160	0,063	(0,064)	1,440	3,300	
Mediana	9999	9990	9991	23,5	1,203	0,102	0,026	0,163	1,413	0,834	0,098	1,156	(0,009)	(0,202)	1,500	3,100	
Brasmotor S.A.	2002	0	0	22,0	1,211	0,061	0,012	0,228	0,614	0,351	0,042	5,911	0,211	0,745	1,329	1,100	
Brasmotor S.A.	2003	0	0	22,1	1,054	0,038	0,007	0,131	0,559	0,359	0,049	(0,342)	0,054	(0,383)	0,800	0,700	
Brasmotor S.A.	2004	0	0	22,2	1,227	0,009	0,002	0,117	0,742	0,398	0,026	(0,757)	0,227	0,020	0,300	0,100	
Brasmotor S.A.	2005	0	0	22,1	0,956	0,039	0,008	0,136	0,459	0,244	0,048	3,500	(0,044)	0,007	1,000	0,700	
Brasmotor S.A.	2006	0	0	20,7	0,017	0,165	0,156	0,003	0,911	0,844	0,141	2,061	(0,061)	(2,153)	1,100	3,272	
Brasmotor S.A.	2007	0	0	20,6	0,642	0,267	0,262	0,005	3,340	3,279	(0,112)	0,433	(0,061)	(0,238)	1,100	3,272	
Média	9998	0	0	21,6	0,851	0,097	0,075	0,103	1,104	0,913	0,032	1,801	0,054	(0,334)	0,938	1,524	
Mediana	9999	9990	9990	22,1	1,005	0,050	0,010	0,124	0,678	0,379	0,045	1,247	0,005	(0,115)	1,050	0,900	
Buettner S.A. Industria e Comercio	2002	1	0	18,7	1,167	0,250	0,004	0,176	0,501	0,513	(0,046)	(1,808)	0,167	0,232	(1,748)	0,300	
Buettner S.A. Industria e Comercio	2003	1	0	18,8	1,136	2,908	0,010	0,138	73,856	1,030	(0,737)	(2,061)	0,136	(0,084)	(25,200)	0,800	
Buettner S.A. Industria e Comercio	2004	1	0	18,8	1,118	0,251	0,021	0,133	4,200	0,981	22,741	(1,046)	0,118	(0,076)	(2,300)	1,600	
Buettner S.A. Industria e Comercio	2005	1	0	18,9	0,835	1,087	0,040	0,019	0,501	0,513	(0,812)	0,101	(0,645)	(0,936)	666,200	3,900	
Buettner S.A. Industria e Comercio	2006	1	0	18,8	0,870	1,371	0,145	0,013	7,171	1,649	(3,718)	(2,102)	(0,214)	(0,402)	(195,000)	15,500	
Buettner S.A. Industria e Comercio	2007	1	0	18,8	0,956	0,465	0,099	0,047	3,750	1,812	(1,027)	0,313	(0,044)	2,705	21,000	11,100	
Média	9998	1	0	18,8	1,014	1,055	0,053	0,088	14,997	1,083	2,733	(1,100)	(0,080)	0,240	77,159	5,533	
Mediana	9999	9991	9990	18,8	1,037	0,776	0,031	0,090	3,975	1,005	(0,775)	(1,427)	0,037	(0,080)	(2,024)	2,750	
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	2002	1	0	18,5	1,494	0,299	1,941	0,001	0,002	7,394	(0,426)	(0,692)	0,494	0,502	(16,961)	1.013,000	
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	2003	1	0	18,5	1,219	0,200	1,662	0,030	0,001	9,186	(0,250)	0,162	0,219	(21,014)	(4,400)	697,000	
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	2004	1	0	18,5	0,878	0,180	1,069	0,025	0,016	6,708	0,282	0,355	(0,122)	0,162	(4,500)	512,200	
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	2005	1	0	18,4	1,194	0,121	0,846	0,017	0,005	7,904	(0,107)	0,253	0,194	0,372	(4,300)	320,300	
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	2006	1	0	18,4	0,843	0,126	1,006	0,029	0,006	8,951	(0,144)	(0,184)	(0,157)	(0,768)	(5,600)	449,900	
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	2007	1	0	18,4	1,004	0,143	1,370	0,042	0,006	10,595	(0,166)	(0,323)	0,004	(0,395)	(4,200)	592,900	
Média	9998	1	0	18,5	1,105	0,178	1,316	0,024	0,006	8,456	(0,135)	(0,072)	0,105	(3,524)	(6,660)	597,550	
Mediana	9999	9991	9990	18,5	1,099	0,161	1,220	0,027	0,005	8,427	(0,155)	(0,011)	0,099	(0,117)	(4,450)	552,550	
Camargo Correa Desenv. Imobiliario S.A.	2007	2005	1	0	18,9	0,024	0,129	0,016	0,012	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	5,600	3,300
Camargo Correa Desenv. Imobiliario S.A.	2006	1	0	20,5	1,578	0,019	0,003	0,010	0,501	0,513	1,639	(0,074)	0,617	3,137	3,300	1,900	
Camargo Correa Desenv. Imobiliario S.A.	2007	1	0	21,3	1,837	0,009	0,003	0,008	2,003	1,178	2,604	(0,234)	(0,448)	(1,570)	(0,800)	2,700	
Média	9998	1	0	20,2	1,146	0,053	0,007	0,010	1,002	0,735	1,242	(2,404)	0,036	0,179	2,700	2,633	

Mediana	9999	9991	9990	20,5	1,578	0,019	0,003	0,010	0,501	0,513	1,639	(0,234)	(0,061)	(1,031)	3,300	2,700
Cambuci S.A.	2002	1	0	18,3	1,071	1,086	0,728	0,046	0,110	1,441	(12,739)	(3,157)	0,071	18,329	(3,623)	59,100
Cambuci S.A.	2003	1	0	18,4	1,009	0,080	0,046	0,043	0,501	0,513	0,120	0,935	0,009	(1,945)	(0,900)	3,800
Cambuci S.A.	2004	1	0	18,4	1,080	0,393	0,273	0,081	0,501	0,513	(0,288)	(5,349)	0,080	(1,055)	(2,900)	22,200
Cambuci S.A.	2005	1	0	18,5	1,099	0,089	0,052	0,037	0,501	0,513	0,096	0,794	0,099	1,491	11,100	4,200
Cambuci S.A.	2006	1	0	18,7	0,990	0,047	0,019	0,012	0,501	0,513	0,179	0,565	(0,010)	(0,621)	(3,200)	1,800
Cambuci S.A.	2007	1	0	18,7	1,085	0,161	0,053	0,075	0,989	1,208	0,148	(1,899)	0,085	5,645	(33,100)	4,900
Média	9998	1	0	18,5	1,056	0,309	0,195	0,049	0,517	0,784	(2,081)	(1,352)	0,056	3,641	(5,437)	16,000
Mediana	9999	9991	9990	18,5	1,076	0,125	0,053	0,044	0,501	0,513	0,108	(0,667)	0,076	0,435	(3,050)	4,550
Caraiba Metais S.A.	2002	0	0	21,0	1,155	0,196	0,072	0,305	0,501	0,513	0,202	1,273	0,155	0,963	0,778	8,900
Caraiba Metais S.A.	2003	0	0	21,1	1,049	0,112	0,045	0,040	0,501	0,513	0,116	(0,363)	0,049	(0,866)	(31,100)	5,400
Caraiba Metais S.A.	2004	0	0	21,2	1,520	0,226	0,059	0,140	1,373	0,878	(0,227)	0,565	0,520	3,203	2,400	5,600
Caraiba Metais S.A.	2005	0	0	21,3	1,120	0,049	0,013	0,088	1,236	0,796	0,111	(0,760)	0,120	(0,306)	1,100	1,200
Caraiba Metais S.A.	2006	0	0	21,6	1,643	0,438	0,151	0,230	1,483	0,767	0,708	14,276	0,643	2,399	2,400	11,100
Caraiba Metais S.A.	2007	0	0	21,6	0,929	0,018	0,006	0,027	0,501	0,513	0,014	(0,959)	(0,071)	(0,887)	(27,100)	0,500
Média	9998	0	0	21,3	1,236	0,173	0,058	0,138	0,932	0,663	0,154	2,339	0,236	0,751	(8,587)	5,450
Mediana	9999	9990	9990	21,3	1,137	0,154	0,052	0,114	0,868	0,640	0,114	0,101	0,137	0,328	0,939	5,500
Celulose Irani S.A.	2002	1	0	18,9	1,399	0,067	0,028	0,204	0,501	0,513	(0,054)	(3,508)	0,399	(1,031)	(0,543)	2,600
Celulose Irani S.A.	2003	1	0	19,0	1,495	0,159	0,073	0,275	0,529	0,632	0,136	3,707	0,495	0,385	1,000	4,800
Celulose Irani S.A.	2004	1	0	19,2	1,082	0,188	0,082	0,229	0,897	0,821	0,163	0,375	0,082	0,023	1,300	6,100
Celulose Irani S.A.	2005	1	0	19,3	0,980	0,001	0,000	0,136	0,687	0,715	0,003	(0,997)	(0,020)	(0,294)	(18,457)	3,272
Celulose Irani S.A.	2006	1	0	19,6	1,072	0,008	0,003	0,105	0,465	0,645	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	0,200	0,300
Celulose Irani S.A.	2007	1	0	20,0	1,166	0,145	0,030	0,099	3,763	1,337	(0,322)	11,136	(0,056)	0,111	5,500	4,200
Média	9998	1	0	19,3	1,199	0,094	0,036	0,175	1,140	0,777	(0,099)	0,635	0,140	(0,306)	(1,833)	3,545
Mediana	9999	9991	9990	19,3	1,124	0,106	0,029	0,170	0,608	0,680	(0,026)	(0,311)	0,031	(0,135)	0,600	3,736
Ceramica Chiarelli S.A.	2002	1	0	17,7	1,321	0,041	0,021	0,128	0,109	0,083	0,043	2,142	0,321	0,375	0,642	1,800
Ceramica Chiarelli S.A.	2003	1	0	17,8	1,024	0,643	0,184	0,024	0,501	0,513	(0,391)	(10,465)	0,024	(1,204)	9,400	16,700
Ceramica Chiarelli S.A.	2004	1	0	17,7	1,022	0,887	0,138	0,025	0,901	0,643	(0,470)	0,269	0,022	2,028	17,200	11,900
Ceramica Chiarelli S.A.	2005	1	0	17,6	0,852	0,493	0,505	0,208	0,501	0,513	(6,865)	(2,257)	(0,148)	(8,319)	(1,800)	45,500
Ceramica Chiarelli S.A.	2006	1	0	17,7	0,709	0,413	0,501	0,134	0,093	2,196	(0,237)	(0,037)	(0,291)	0,324	(1,600)	66,600
Ceramica Chiarelli S.A.	2007	1	0	17,6	1,172	0,193	0,320	0,034	0,271	2,991	(0,238)	0,423	0,172	1,227	(11,400)	32,800

Média		9998	1	0	17,7	1,017	0,445	0,278	0,092	0,396	1,157	(1,360)	(1,654)	0,017	(0,928)	2,074	29,217
Mediana		9999	9991	9990	17,7	1,023	0,453	0,252	0,081	0,386	0,578	(0,315)	0,116	0,023	0,349	(0,479)	24,750
Cia Cacique Cafe Soluvel		2002	1	0	19,6	1,064	0,127	0,051	0,128	0,405	0,189	0,104	0,045	0,064	0,128	1,297	7,300
Cia Cacique Cafe Soluvel		2003	1	0	19,3	1,341	0,141	0,088	0,121	0,549	0,242	0,112	0,232	0,341	(0,326)	2,800	6,700
Cia Cacique Cafe Soluvel		2004	1	0	19,4	1,144	0,143	0,092	0,157	0,853	0,441	0,115	0,132	0,144	0,407	1,400	6,600
Cia Cacique Cafe Soluvel		2005	1	0	19,4	1,152	0,098	0,071	0,142	0,781	0,388	0,123	(0,227)	0,152	(0,087)	1,800	4,400
Cia Cacique Cafe Soluvel		2006	1	0	19,4	0,865	0,043	0,030	0,072	0,818	0,431	0,033	(0,553)	(0,135)	(0,462)	2,100	2,300
Cia Cacique Cafe Soluvel		2007	1	0	19,6	1,091	0,015	0,009	0,021	1,347	0,774	0,009	(0,655)	0,091	(0,658)	(0,500)	0,700
Média		9998	1	0	19,5	1,109	0,094	0,057	0,107	0,792	0,411	0,083	(0,171)	0,109	(0,167)	1,483	4,667
Mediana		9999	9991	9990	19,4	1,117	0,113	0,061	0,124	0,800	0,409	0,108	(0,091)	0,117	(0,207)	1,600	5,500
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa		2002	0	0	19,6	1,359	0,163	0,130	0,237	0,598	0,166	0,211	0,148	0,359	0,059	1,616	17,700
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa		2003	0	0	19,8	1,514	0,228	0,190	0,321	0,961	0,462	0,330	0,869	0,514	0,720	1,500	21,900
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa		2004	0	0	20,1	1,317	0,215	0,180	0,304	0,948	0,565	0,297	0,223	0,317	0,226	1,400	20,300
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa		2005	0	0	20,1	0,893	0,089	0,080	0,142	0,631	0,354	0,100	(0,546)	(0,107)	(0,522)	1,800	10,300
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa		2006	0	0	20,2	0,932	0,061	0,056	0,096	0,592	0,243	0,062	(0,275)	(0,068)	(0,298)	2,100	8,000
Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa		2007	0	0	20,3	1,122	0,100	0,088	0,124	0,943	0,552	0,092	0,794	0,122	0,459	1,800	12,800
Média		9998	0	0	20,0	1,190	0,143	0,121	0,204	0,779	0,391	0,182	0,202	0,190	0,107	1,703	15,167
Mediana		9999	9990	9990	20,1	1,219	0,131	0,109	0,190	0,787	0,408	0,156	0,186	0,219	0,143	1,708	15,250
Cia Hering	2002	2002	1	1	20,4	0,924	17,602	0,174	0,094	12,458	0,935	(0,919)	(1,165)	(0,076)	0,142	(239,000)	40,600
Cia Hering		2003	1	1	20,3	0,952	0,617	0,017	0,066	6,872	0,987	1,611	1,092	(0,048)	(0,357)	12,800	3,900
Cia Hering		2004	1	1	20,3	1,122	16,674	0,026	0,051	59,639	0,890	(0,943)	(2,529)	0,123	(0,197)	(521,000)	5,300
Cia Hering		2005	1	1	20,0	0,958	0,967	0,063	0,047	2,856	0,844	29,108	2,746	(0,042)	(0,337)	(39,800)	9,700
Cia Hering		2006	1	1	20,0	1,030	0,320	0,035	0,109	3,005	0,973	0,675	(0,445)	0,030	1,264	3,800	5,200
Cia Hering		2007	1	1	20,3	1,119	0,068	0,027	0,043	2,061	0,994	2,142	(0,152)	(0,128)	(0,560)	1,300	5,100
Média		9998	1	1	20,2	1,018	6,041	0,057	0,068	14,482	0,937	5,279	(0,076)	(0,023)	(0,008)	(130,317)	11,633
Mediana		9999	9991	9991	20,3	0,994	0,792	0,031	0,058	4,939	0,954	1,143	(0,299)	(0,045)	(0,267)	(19,250)	5,250
Cia Indl Schlosser S.A.		2002	1	0	18,2	1,045	2,282	0,160	0,049	0,501	0,513	(0,695)	(4,289)	0,045	(0,161)	264,068	33,000
Cia Indl Schlosser S.A.		2003	1	0	18,0	0,934	2,251	0,154	0,022	0,403	1,079	(1,799)	0,212	(0,066)	(0,641)	(82,900)	27,800
Cia Indl Schlosser S.A.		2004	1	0	17,9	0,994	0,786	0,280	0,025	0,132	1,376	(3,668)	(0,629)	(0,006)	(2,043)	(8,400)	45,700
Cia Indl Schlosser S.A.		2005	1	0	17,8	0,937	0,487	0,384	0,055	0,049	1,788	(0,951)	(0,210)	(0,063)	(0,921)	(3,200)	58,900
Cia Indl Schlosser S.A.		2006	1	0	17,8	0,947	0,280	0,307	0,061	0,027	2,069	(0,390)	0,201	(0,053)	(0,115)	(2,700)	49,800

Cia Indl Schlosser S.A.	2007	1	0	17,6	0,988	0,297	0,539	0,068	0,087	2,902	(0,422)	(0,506)	(0,012)	0,050	(1,300)	75,800
Média	9998	1	0	17,9	0,974	1,064	0,304	0,047	0,200	1,621	(1,321)	(0,870)	(0,026)	(0,638)	27,595	48,500
Mediana	9999	9991	9990	17,9	0,968	0,637	0,293	0,052	0,110	1,582	(0,823)	(0,358)	(0,032)	(0,401)	(2,950)	47,750
Cia Leco de Prods Alimenticios	2002	1	0	19,1	1,195	0,014	0,007	0,084	0,181	0,374	0,007	(0,831)	0,195	0,913	0,327	0,700
Cia Leco de Prods Alimenticios	2003	1	0	19,2	1,261	0,115	0,053	0,157	0,256	0,384	0,088	7,914	0,261	1,115	0,900	4,700
Cia Leco de Prods Alimenticios	2004	1	0	19,2	1,096	0,005	0,002	0,090	0,501	0,513	0,001	(0,960)	0,096	(0,453)	0,100	0,200
Cia Leco de Prods Alimenticios	2005	1	0	19,4	1,088	0,034	0,019	0,090	0,450	0,475	0,420	9,556	0,088	0,211	0,600	1,700
Cia Leco de Prods Alimenticios	2006	1	0	19,3	0,847	0,039	0,022	0,040	0,759	0,660	(0,037)	(2,085)	(0,153)	(0,570)	(1,800)	2,100
Cia Leco de Prods Alimenticios	2007	1	0	19,3	1,119	0,010	0,005	0,029	1,119	0,863	(0,155)	0,775	0,119	(0,294)	(0,600)	0,400
Média	9998	1	0	19,3	1,101	0,036	0,018	0,082	0,544	0,545	0,054	2,395	0,101	0,154	(0,079)	1,633
Mediana	9999	9991	9990	19,3	1,107	0,024	0,013	0,087	0,476	0,494	0,004	(0,028)	0,107	(0,041)	0,214	1,200
Cia Melhoramentos de São Paulo S.A.	2002	0	0	19,9	1,166	0,107	0,020	0,107	0,501	0,513	(0,093)	(0,183)	0,166	1,871	1,307	3,300
Cia Melhoramentos de São Paulo S.A.	2003	0	0	20,6	1,312	0,023	0,005	0,069	0,501	0,513	3,622	1,554	0,312	0,322	0,400	1,400
Cia Melhoramentos de São Paulo S.A.	2004	0	0	20,6	1,052	0,012	0,003	0,062	0,090	0,367	0,017	(0,448)	0,052	(0,083)	0,300	0,700
Cia Melhoramentos de São Paulo S.A.	2005	0	0	20,7	1,044	0,233	0,045	0,017	0,076	0,398	(0,182)	(16,548)	0,044	(0,712)	(753,000)	10,800
Cia Melhoramentos de São Paulo S.A.	2006	0	0	20,7	1,082	0,005	0,001	0,058	0,603	0,487	0,016	1,024	0,082	2,360	0,100	0,200
Cia Melhoramentos de São Paulo S.A.	2007	0	0	20,7	1,120	0,068	0,012	0,061	2,597	0,839	(0,059)	(12,678)	0,120	0,091	(2,500)	2,500
Média	9998	0	0	20,5	1,129	0,075	0,014	0,062	0,728	0,519	0,554	(4,546)	0,129	0,641	(125,566)	3,150
Mediana	9999	9990	9990	20,7	1,101	0,045	0,009	0,062	0,501	0,500	(0,021)	(0,315)	0,101	0,206	0,200	1,950
Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	2002	1	0	21,2	1,239	0,128	0,092	0,158	1,235	0,881	0,144	0,845	0,290	0,333	1,688	17,100
Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	2003	1	0	21,4	1,241	0,121	0,088	0,188	0,882	0,592	0,150	0,042	0,191	0,290	1,100	15,000
Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	2004	1	0	21,5	1,271	0,110	0,078	0,177	1,077	0,741	0,151	0,050	0,271	0,122	1,100	12,400
Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	2005	1	0	21,8	0,956	0,060	0,036	0,106	0,700	0,399	0,071	(0,420)	(0,044)	(0,237)	1,200	7,500
Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	2006	1	0	22,2	2,626	0,027	0,011	0,032	0,851	0,453	0,062	(0,519)	1,702	(0,522)	0,900	1,300
Cia Tecidos Norte de Minas - Coteminas	2007	1	0	22,1	1,057	0,174	0,066	0,008	0,806	0,369	(0,148)	(6,469)	0,070	(1,229)	5,900	6,800
Média	9998	1	0	21,7	1,398	0,103	0,062	0,112	0,925	0,573	0,072	(1,078)	0,414	(0,207)	1,981	10,017
Mediana	9999	9991	9990	21,7	1,240	0,116	0,072	0,132	0,867	0,523	0,108	(0,189)	0,231	(0,058)	1,150	9,950
Cia. Industrial Cataguases	2002	1	0	18,8	1,180	0,031	0,017	0,108	0,501	0,513	(0,008)	(2,493)	0,180	(0,067)	(0,779)	2,600
Cia. Industrial Cataguases	2003	1	0	18,9	1,236	0,013	0,007	0,111	0,501	0,513	0,006	1,426	0,236	0,131	0,400	0,900
Cia. Industrial Cataguases	2004	1	0	18,9	1,239	0,079	0,041	0,148	0,501	0,513	0,032	5,157	0,239	0,339	1,400	4,400
Cia. Industrial Cataguases	2005	1	0	18,9	0,962	0,119	0,062	0,130	0,501	0,513	0,026	0,538	(0,038)	(0,112)	2,700	7,100

Cia. Industrial Cataguases	2006	1	0	19,2	0,986	0,119	0,051	0,102	0,501	0,513	0,122	0,129	(0,014)	0,083	2,300	8,100	
Cia. Industrial Cataguases	2007	1	0	19,3	1,031	0,122	0,054	0,099	0,501	0,513	0,080	0,101	0,031	0,003	3,000	8,700	
Média	9998	1	0	19,0	1,106	0,080	0,039	0,116	0,501	.	0,043	0,810	0,106	0,063	1,504	5,300	
Mediana	9999	9991	9990	18,9	1,106	0,099	0,046	0,109	0,501	.	0,029	0,334	0,106	0,043	1,850	5,750	
Cia. Providencia Ind e Comercio	2007	2004	0	0	20,1	0,071	0,266	0,225	0,055	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	1,300	24,300
Cia. Providencia Ind e Comercio	2005	0	0	20,1	1,037	0,201	0,191	0,055	0,501	0,513	0,181	(0,107)	0,037	(1,031)	1,100	20,900	
Cia. Providencia Ind e Comercio	2006	0	0	20,2	0,955	0,163	0,156	0,220	0,501	0,513	0,118	(0,092)	(0,045)	(1,031)	1,400	19,900	
Cia. Providencia Ind e Comercio	2007	0	0	20,7	0,915	0,011	0,006	0,076	1,843	0,995	(0,692)	(0,972)	(0,538)	(0,728)	0,300	1,200	
Média	9998	0	0	20,3	0,745	0,160	0,144	0,101	0,837	0,634	(0,227)	(2,019)	(0,151)	(0,955)	1,025	16,575	
Mediana	9999	9990	9990	20,2	0,935	0,182	0,173	0,065	0,501	0,513	(0,200)	(0,540)	(0,053)	(1,031)	1,200	20,400	
Cia. Siderurgica Nacional	2002	1	0	23,5	1,297	0,040	0,013	0,056	0,750	0,684	(0,044)	(1,649)	0,297	(1,752)	0,713	3,800	
Cia. Siderurgica Nacional	2003	1	0	23,8	1,351	0,139	0,046	0,123	1,515	0,908	0,516	6,296	0,351	4,211	1,500	14,800	
Cia. Siderurgica Nacional	2004	1	0	23,9	1,404	0,298	0,080	0,187	2,113	1,040	(0,071)	0,935	0,414	0,674	2,500	20,200	
Cia. Siderurgica Nacional	2005	1	0	23,9	1,024	0,310	0,082	0,189	2,006	1,010	0,043	0,061	0,074	0,051	2,700	20,000	
Cia. Siderurgica Nacional	2006	1	0	23,9	0,901	0,191	0,047	0,144	2,711	1,199	(0,051)	(0,386)	(0,050)	(0,174)	2,300	12,900	
Cia. Siderurgica Nacional	2007	1	0	24,0	1,266	0,387	0,108	0,174	5,360	1,994	0,236	1,512	0,270	0,309	4,000	25,500	
Média	9998	1	0	23,8	1,207	0,227	0,063	0,146	2,409	1,139	0,105	1,128	0,226	0,553	2,286	16,200	
Mediana	9999	9991	9990	23,9	1,281	0,244	0,063	0,159	2,060	1,025	(0,000)	0,498	0,283	0,180	2,400	17,400	
Cia. Tecidos Santanense	2002	1	0	19,1	1,129	0,174	0,073	0,073	0,501	0,513	(0,142)	(1,671)	0,100	4,215	(5,112)	9,100	
Cia. Tecidos Santanense	2003	1	0	18,9	1,211	0,750	0,208	0,035	0,317	0,543	(0,428)	(1,473)	0,213	(0,582)	8,000	18,600	
Cia. Tecidos Santanense	2004	1	0	19,1	1,214	0,198	0,100	0,222	0,297	0,306	(0,148)	1,332	(0,317)	3,395	1,200	9,000	
Cia. Tecidos Santanense	2005	1	0	19,3	0,993	0,281	0,166	0,255	1,163	0,783	0,327	0,278	(0,326)	(0,118)	1,600	17,100	
Cia. Tecidos Santanense	2006	1	0	19,3	1,066	0,042	0,024	0,097	1,059	0,631	0,037	(0,844)	0,066	(0,586)	0,700	2,500	
Cia. Tecidos Santanense	2007	1	0	19,3	1,037	0,036	0,022	0,118	0,577	0,368	0,032	(0,125)	0,037	0,134	0,500	2,100	
Média	9998	1	0	19,2	1,108	0,247	0,099	0,133	0,652	0,524	(0,054)	(0,417)	(0,038)	1,076	1,148	9,733	
Mediana	9999	9991	9990	19,2	1,097	0,186	0,086	0,107	0,539	0,528	(0,055)	(0,484)	0,052	0,008	0,950	9,050	
Cia. Brasileira de Distribuicao	2003	2003	1	1	22,9	1,143	0,060	0,025	0,096	2,119	1,217	0,047	(0,081)	0,142	0,208	1,300	2,100
Cia. Brasileira de Distribuicao	2004	1	1	23,1	1,163	0,091	0,035	0,094	1,925	1,096	0,074	0,635	0,160	0,142	1,400	2,900	
Cia. Brasileira de Distribuicao	2005	1	1	23,1	1,068	0,060	0,024	0,101	2,056	1,037	0,048	(0,305)	0,067	0,125	1,300	1,900	
Cia. Brasileira de Distribuicao	2006	1	1	23,2	1,035	0,018	0,007	0,099	1,782	1,001	0,138	(0,668)	0,033	0,042	0,700	0,600	
Cia. Brasileira de Distribuicao	2007	1	1	23,3	1,074	0,042	0,017	0,081	1,551	0,933	0,033	1,464	0,073	(0,113)	1,300	1,400	

Média		9998	1	1	23,1	1,096	0,054	0,022	0,094	1,887	1,057	0,068	0,209	0,095	0,081	1,200	1,780
Mediana		9999	9991	9991	23,1	1,074	0,060	0,024	0,096	1,925	1,037	0,048	(0,081)	0,073	0,125	1,300	1,900
Cia. de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira	2003	2003	1	1	19,7	1,060	0,072	0,032	0,112	0,473	0,485	0,039	(0,071)	0,060	(0,227)	1,700	3,600
Cia. de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira		2004	1	1	19,7	1,283	0,142	0,073	0,191	0,599	0,548	0,112	1,174	0,283	0,598	1,500	6,100
Cia. de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira		2005	1	1	19,8	0,885	0,137	0,069	0,140	0,706	0,597	0,104	0,064	(0,115)	(0,172)	1,500	7,300
Cia. de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira		2006	1	1	19,8	0,838	0,112	0,051	0,034	0,698	0,650	(0,106)	(1,736)	(0,162)	(1,237)	1,900	6,400
Cia. de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira		2007	1	1	19,7	1,144	0,029	0,013	0,071	0,650	0,619	(0,028)	0,753	0,144	3,021	(5,000)	1,400
Média		9998	1	1	19,7	1,042	0,098	0,048	0,110	0,625	0,580	0,024	0,037	0,042	0,396	0,320	4,960
Mediana		9999	9991	9991	19,7	1,060	0,112	0,051	0,112	0,650	0,597	0,039	0,064	0,060	(0,172)	1,500	6,100
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel		2002	0	0	19,3	1,391	0,264	0,144	0,243	0,501	0,513	0,203	0,958	0,391	0,699	1,560	12,800
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel		2003	0	0	19,3	1,055	0,269	0,192	0,257	1,052	0,640	0,220	0,242	0,055	(0,010)	2,600	15,100
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel		2004	0	0	19,5	1,249	0,128	0,075	0,116	0,883	0,602	0,067	(0,494)	0,249	(0,421)	2,900	6,100
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel		2005	0	0	19,8	1,227	0,012	0,005	0,023	0,842	0,586	(0,043)	(0,911)	0,227	(0,744)	(1,100)	0,400
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel		2006	0	0	19,8	1,014	0,088	0,040	0,085	0,742	0,567	0,034	6,667	0,014	2,704	4,000	3,400
Cia. Iguacu de Cafe Soluvel		2007	0	0	19,8	1,052	0,137	0,064	0,074	1,793	1,069	0,084	0,677	0,052	(0,091)	(11,400)	5,400
Média		9998	0	0	19,6	1,165	0,150	0,087	0,133	0,969	0,663	0,094	1,190	0,165	0,356	(0,240)	7,200
Mediana		9999	9990	9990	19,7	1,141	0,132	0,070	0,100	0,862	0,594	0,076	0,460	0,141	(0,050)	2,080	5,750
Cimob Participacoes S.A.		2002	0	0	19,7	1,121	1,168	0,042	0,048	0,501	0,513	(0,610)	0,723	0,121	1,799	(20,928)	11,500
Cimob Participacoes S.A.		2003	0	0	19,6	0,668	1,494	0,044	0,023	0,501	0,513	(1,715)	0,086	(0,332)	(0,574)	24,700	15,700
Cimob Participacoes S.A.		2004	0	0	19,5	1,009	0,682	0,061	0,021	0,033	0,493	(1,784)	(0,270)	0,009	(0,192)	53,600	19,800
Cimob Participacoes S.A.		2005	0	0	18,7	0,092	0,380	0,112	0,124	0,501	0,513	(0,502)	0,162	(0,908)	(3,730)	(30,900)	180,000
Cimob Participacoes S.A.		2006	0	0	18,4	0,477	0,145	0,063	0,037	0,501	0,513	(0,127)	0,570	(0,523)	0,770	(2,500)	162,100
Cimob Participacoes S.A.		2007	0	0	18,4	0,584	0,279	0,157	0,190	0,501	0,513	(0,228)	(1,363)	(0,416)	(3,821)	(1,400)	655,900
Média		9998	0	0	19,1	0,658	0,691	0,080	0,074	0,423	0,510	(0,828)	(0,015)	(0,342)	(0,958)	3,762	174,167
Mediana		9999	9990	9990	19,1	0,626	0,531	0,062	0,043	0,501	0,513	(0,556)	0,124	(0,374)	(0,383)	(1,950)	90,950
Company S.A.	2005	2005	0	1	19,0	1,411	0,214	0,059	0,112	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	2,300	7,000
Company S.A.		2006	0	1	20,2	1,929	0,156	0,075	0,096	3,089	1,449	2,823	1,946	0,303	0,974	1,900	15,800
Company S.A.		2007	0	1	20,4	1,414	0,166	0,075	0,101	3,832	1,772	0,145	0,149	0,337	0,218	2,000	13,500
Média		9998	0	0	19,9	1,585	0,179	0,069	0,103	2,474	1,245	0,817	(1,603)	0,193	0,054	2,067	12,100
Mediana		9999	9990	9991	20,2	1,414	0,166	0,075	0,101	3,089	1,449	0,145	0,149	0,303	0,218	2,000	13,500
Confab Industrial S.A.	2003	2003	0	1	20,8	0,680	0,048	0,018	0,067	1,357	0,610	(0,068)	(0,880)	(0,320)	(0,721)	1,700	2,100

Confab Industrial S.A.	2004	0	1	20,9	0,892	0,041	0,014	0,075	2,449	1,066	(0,009)	(0,146)	(0,108)	0,225	1,200	2,000
Confab Industrial S.A.	2005	0	1	20,8	2,009	0,434	0,246	0,413	1,776	0,970	0,495	14,812	1,009	4,092	1,700	15,500
Confab Industrial S.A.	2006	0	1	21,2	0,578	0,125	0,057	0,110	2,500	1,270	0,098	(0,683)	(0,422)	(0,635)	1,900	8,500
Confab Industrial S.A.	2007	0	1	21,3	1,755	0,287	0,145	0,224	2,468	1,247	0,239	1,837	0,755	1,260	1,900	13,800
Média	9998	0	1	21,0	1,183	0,187	0,096	0,178	2,110	1,033	0,151	2,988	0,183	0,844	1,680	8,380
Mediana	9999	9990	9991	20,9	0,892	0,125	0,057	0,110	2,449	1,066	0,098	(0,146)	(0,108)	0,225	1,700	8,500
Conservas Oderich S.A.	2002	1	0	18,2	0,990	0,064	0,023	0,055	0,501	0,513	0,799	(0,477)	(0,028)	(1,031)	1,000	1,900
Conservas Oderich S.A.	2003	1	0	18,2	1,244	0,044	0,016	0,055	0,501	0,513	0,017	(0,401)	0,065	(1,031)	1,300	1,000
Conservas Oderich S.A.	2004	1	0	18,3	1,096	0,152	0,054	0,055	0,501	0,513	0,131	2,912	0,089	(1,031)	2,000	3,800
Conservas Oderich S.A.	2005	1	0	18,9	1,091	0,029	0,013	0,015	0,501	0,513	0,471	(1,435)	0,082	(1,031)	9,300	1,500
Conservas Oderich S.A.	2006	1	0	19,2	1,319	0,055	0,025	0,064	0,501	0,513	0,356	(0,639)	(0,153)	2,742	(3,100)	2,900
Conservas Oderich S.A.	2007	1	0	19,2	1,032	0,005	0,002	0,062	0,501	0,513	(0,001)	0,913	0,032	(0,041)	(1,000)	0,200
Média	9998	1	0	18,7	1,129	0,058	0,022	0,051	0,501	0,513	0,295	0,145	0,014	(0,237)	1,583	1,883
Mediana	9999	9991	9990	18,6	1,093	0,050	0,019	0,055	0,501	0,513	0,243	(0,439)	0,049	(1,031)	1,150	1,700
Const Adolpho Lindenberg S.A.	2002	1	0	17,5	1,120	0,006	0,001	0,042	0,501	0,513	0,006	(0,981)	0,120	(0,487)	5,818	0,200
Const Adolpho Lindenberg S.A.	2003	1	0	17,7	0,924	0,045	0,005	0,021	3,643	0,809	(0,049)	(7,943)	(0,076)	(0,400)	(7,300)	1,800
Const Adolpho Lindenberg S.A.	2004	1	0	18,2	1,069	0,222	0,013	0,025	0,937	0,608	(0,182)	(3,045)	0,069	(2,841)	36,600	6,700
Const Adolpho Lindenberg S.A.	2005	1	0	18,2	1,611	0,038	0,002	0,017	0,501	0,513	0,039	1,176	0,611	1,683	3,300	0,700
Const Adolpho Lindenberg S.A.	2006	1	0	19,0	1,536	0,562	0,030	0,029	6,031	0,895	0,992	28,717	0,536	2,722	10,700	14,100
Const Adolpho Lindenberg S.A.	2007	1	0	17,8	0,459	3,942	0,233	0,153	0,501	0,513	(1,340)	(3,385)	(0,541)	(2,627)	(25,600)	73,100
Média	9998	1	0	18,1	1,120	0,802	0,047	0,048	2,019	0,642	(0,089)	2,423	0,120	(0,325)	3,920	16,100
Mediana	9999	9991	9990	18,0	1,094	0,134	0,009	0,027	0,719	0,561	(0,021)	(2,013)	0,094	(0,444)	4,559	4,250
Const Lix da Cunha S.A.	2002	1	0	19,2	1,585	0,192	0,050	0,011	0,368	0,106	0,168	0,255	0,585	(3,351)	(16,277)	19,200
Const Lix da Cunha S.A.	2003	1	0	19,3	0,368	0,001	0,000	0,021	0,387	0,072	0,040	(0,995)	(0,632)	(1,032)	(0,100)	0,300
Const Lix da Cunha S.A.	2004	1	0	19,3	1,082	0,046	0,011	0,001	0,286	0,072	(0,044)	(47,052)	0,082	0,926	16,100	11,500
Const Lix da Cunha S.A.	2005	1	0	19,4	0,215	0,009	0,002	0,013	0,228	0,082	0,042	1,196	(0,785)	(8,756)	(0,600)	10,500
Const Lix da Cunha S.A.	2006	1	0	19,5	1,064	0,012	0,003	0,004	0,294	0,055	0,020	0,403	0,064	0,646	(3,400)	13,800
Const Lix da Cunha S.A.	2007	1	0	19,5	0,690	0,036	0,008	0,013	0,670	0,032	0,038	2,180	(0,310)	(2,095)	(2,800)	63,700
Média	9998	1	0	19,4	0,834	0,049	0,012	0,011	0,372	0,070	0,044	(7,335)	(0,166)	(2,277)	(1,180)	19,833
Mediana	9999	9991	9990	19,4	0,877	0,024	0,005	0,012	0,331	0,072	0,039	0,329	(0,123)	(1,563)	(1,700)	12,650
Const Sultepa S.A.	2002	1	0	20,3	0,858	0,195	0,055	0,041	0,030	0,159	(0,160)	(15,017)	(0,142)	(0,291)	23,801	20,500

Const Sultepa S.A.	2003	1	0	20,3	0,700	0,003	0,001	0,026	0,050	0,039	0,030	1,016	(0,300)	(0,372)	(0,100)	0,500	
Const Sultepa S.A.	2004	1	0	20,4	0,954	0,031	0,008	0,011	0,053	0,578	(0,064)	(10,732)	(0,046)	(1,436)	(3,200)	4,800	
Const Sultepa S.A.	2005	1	0	20,4	1,350	0,024	0,006	0,027	0,043	0,642	(0,022)	0,241	0,350	3,607	21,700	2,700	
Const Sultepa S.A.	2006	1	0	20,6	1,364	0,053	0,013	0,006	0,357	0,653	0,190	3,586	0,364	(1,288)	1,500	5,100	
Const Sultepa S.A.	2007	1	0	20,4	0,667	0,034	0,010	0,013	0,366	0,691	0,032	(0,342)	(0,333)	2,650	(17,800)	5,100	
Média	9998	1	0	20,4	0,982	0,057	0,015	0,021	0,150	0,460	0,001	(3,541)	(0,018)	0,478	4,317	6,450	
Mediana	9999	9991	9990	20,4	0,906	0,033	0,009	0,019	0,052	0,610	0,004	(0,050)	(0,094)	(0,331)	0,700	4,950	
Construtora Beter S.A.	2002	1	0	18,0	1,401	0,147	0,094	0,027	0,045	0,214	0,120	24,491	0,401	(1,697)	(3,827)	8,900	
Construtora Beter S.A.	2003	1	0	17,9	1,400	0,015	0,010	0,014	0,270	0,023	(0,035)	(0,900)	0,400	1,456	8,400	0,600	
Construtora Beter S.A.	2004	1	0	17,9	0,983	0,071	0,050	0,077	0,142	0,136	0,046	3,872	(0,017)	4,686	7,000	3,200	
Construtora Beter S.A.	2005	1	0	18,0	1,220	0,082	0,054	0,108	0,484	0,107	0,021	0,172	0,220	0,533	1,000	3,000	
Construtora Beter S.A.	2006	1	0	18,0	0,659	0,088	0,053	0,020	0,501	0,513	(0,079)	(1,989)	(0,341)	(1,190)	2,000	4,500	
Construtora Beter S.A.	2007	1	0	17,9	0,560	1,066	0,350	0,396	0,784	0,410	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	3,100	47,700	
Média	9998	1	0	18,0	1,037	0,245	0,102	0,107	0,371	0,234	(0,074)	3,124	0,100	0,460	2,946	11,317	
Mediana	9999	9991	9990	18,0	1,102	0,085	0,053	0,052	0,377	0,175	(0,007)	(0,364)	0,102	(0,249)	2,550	3,850	
Cremer S.A.	2007	2005	0	0	19,2	0,001	0,012	0,006	0,168	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	(0,500)	0,600
Cremer S.A.	2006	0	0	19,2	1,183	0,037	0,019	0,138	0,501	0,513	0,012	4,188	0,183	(0,197)	3,700	1,700	
Cremer S.A.	2007	0	0	19,8	1,142	0,014	0,012	0,004	1,721	0,979	0,827	(1,795)	(0,179)	(0,966)	0,300	1,700	
Média	9998	0	0	19,4	0,775	0,021	0,012	0,103	0,908	0,669	0,107	(1,504)	(0,019)	(0,731)	1,167	1,333	
Mediana	9999	9990	9990	19,2	1,142	0,014	0,012	0,138	0,501	0,513	0,012	(1,795)	(0,061)	(0,966)	0,300	1,700	
Cyrela Brazil Realty S.A. Emprs e Parts	2004	2004	0	1	20,4	1,659	0,143	0,064	0,086	1,107	0,674	0,084	0,386	0,659	0,415	2,200	21,200
Cyrela Brazil Realty S.A. Emprs e Parts	2005	0	1	21,3	3,173	0,125	0,072	0,089	4,671	2,829	0,696	1,016	1,299	0,870	1,800	18,600	
Cyrela Brazil Realty S.A. Emprs e Parts	2006	0	1	21,8	1,621	0,124	0,080	0,083	3,709	2,307	0,605	0,284	0,098	0,087	2,000	21,700	
Cyrela Brazil Realty S.A. Emprs e Parts	2007	0	1	22,3	1,529	0,204	0,089	0,104	4,156	2,065	0,191	0,795	0,575	0,998	2,400	24,700	
Média	9998	0	1	21,5	1,996	0,149	0,076	0,090	3,411	1,969	0,394	0,620	0,658	0,592	2,100	21,550	
Mediana	9999	9990	9991	21,6	1,640	0,134	0,076	0,087	3,933	2,186	0,398	0,590	0,617	0,642	2,100	21,450	
DHB Ind e Comercio S.A.	2002	1	0	18,5	1,135	0,244	0,633	0,134	0,002	3,395	(0,321)	(0,286)	0,135	(0,289)	2,246	47,900	
DHB Ind e Comercio S.A.	2003	1	0	18,7	1,061	0,222	0,551	0,103	0,501	0,513	(0,286)	(0,172)	0,061	0,040	2,600	52,900	
DHB Ind e Comercio S.A.	2004	1	0	18,9	1,408	0,184	0,449	0,207	0,501	0,513	(0,193)	0,011	0,408	1,436	1,200	37,200	
DHB Ind e Comercio S.A.	2005	1	0	19,0	1,448	0,091	0,240	0,227	0,501	0,513	(0,127)	0,444	0,449	0,141	0,200	14,300	
DHB Ind e Comercio S.A.	2006	1	0	18,9	0,829	0,194	0,698	0,092	0,035	4,390	(0,217)	(1,594)	(0,171)	(0,639)	1,800	44,600	

DHB Ind e Comercio S.A.	2007	1	0	19,1	1,208	0,038	0,091	0,128	0,221	3,548	0,176	0,831	0,178	0,805	0,300	6,400	
Média	9998	1	0	18,9	1,182	0,162	0,444	0,149	0,293	2,146	(0,161)	(0,128)	0,177	0,249	1,391	33,883	
Mediana	9999	9991	9990	18,9	1,172	0,189	0,500	0,131	0,361	1,954	(0,205)	(0,081)	0,157	0,091	1,500	40,900	
DIMED S.A. Distribuidora de Medicamentos	2002	0	0	18,8	1,074	0,070	0,043	0,106	0,521	0,239	0,041	(0,101)	0,088	(0,015)	0,830	1,300	
DIMED S.A. Distribuidora de Medicamentos	2003	0	0	19,0	1,110	0,107	0,058	0,147	0,949	0,530	0,073	0,639	0,121	0,663	0,900	1,900	
DIMED S.A. Distribuidora de Medicamentos	2004	0	0	19,0	1,088	0,115	0,064	0,160	0,973	0,573	0,082	0,160	0,101	0,153	0,900	2,000	
DIMED S.A. Distribuidora de Medicamentos	2005	0	0	19,2	1,117	0,118	0,059	0,059	0,865	0,465	0,088	0,121	0,128	(0,548)	3,900	2,000	
DIMED S.A. Distribuidora de Medicamentos	2006	0	0	19,3	1,133	0,122	0,061	0,105	1,281	0,695	0,092	0,136	0,141	0,912	1,800	2,000	
DIMED S.A. Distribuidora de Medicamentos	2007	0	0	19,4	1,135	0,113	0,056	0,108	2,378	1,268	0,073	(0,011)	0,141	0,123	1,400	1,700	
Média	9998	0	0	19,1	1,110	0,108	0,057	0,114	1,161	0,628	0,075	0,157	0,120	0,215	1,622	1,817	
Mediana	9999	9990	9990	19,1	1,114	0,114	0,058	0,107	0,961	0,551	0,077	0,129	0,124	0,138	1,150	1,950	
Dixie Toga S.A.	2002	0	0	20,6	1,095	0,059	0,012	0,111	0,501	0,513	0,040	1,222	0,112	8,043	1,405	1,700	
Dixie Toga S.A.	2003	0	0	20,4	1,201	0,168	0,046	0,172	1,430	0,658	0,130	2,145	0,207	0,282	1,600	4,400	
Dixie Toga S.A.	2004	0	0	20,5	1,246	0,180	0,054	0,253	2,542	0,959	0,153	0,259	0,286	0,605	1,900	4,300	
Dixie Toga S.A.	2005	0	0	20,6	1,114	0,180	0,049	0,245	1,479	0,596	0,098	0,063	0,164	0,122	2,300	3,900	
Dixie Toga S.A.	2006	0	0	20,8	0,972	0,177	0,046	0,171	1,847	0,712	0,155	0,178	0,009	(0,120)	3,500	4,600	
Dixie Toga S.A.	2007	0	0	20,8	0,980	0,128	0,038	0,135	2,813	0,971	0,109	(0,198)	(0,019)	(0,230)	6,000	3,700	
Média	9998	0	0	20,6	1,101	0,148	0,041	0,181	1,769	0,735	0,114	0,612	0,127	1,450	2,784	3,767	
Mediana	9999	9990	9990	20,6	1,104	0,173	0,046	0,172	1,663	0,685	0,119	0,219	0,138	0,202	2,100	4,100	
Döhler S.A.	2002	1	0	19,4	1,177	0,088	0,071	0,110	0,511	0,191	0,046	0,088	0,141	0,294	1,860	9,900	
Döhler S.A.	2003	1	0	19,6	1,187	0,069	0,050	0,091	0,804	0,397	0,040	(0,189)	0,154	(0,035)	1,500	6,900	
Döhler S.A.	2004	1	0	19,5	1,108	0,065	0,052	0,091	0,501	0,513	0,034	(0,023)	0,086	(0,073)	1,800	6,200	
Döhler S.A.	2005	1	0	19,5	0,814	0,014	0,011	0,019	0,359	0,042	(0,029)	(1,203)	(0,203)	(1,198)	0,200	1,600	
Döhler S.A.	2006	1	0	19,5	0,931	0,012	0,010	0,018	0,389	0,031	(0,012)	0,116	(0,082)	1,956	0,300	1,500	
Döhler S.A.	2007	1	0	19,5	0,999	0,003	0,003	0,011	0,845	0,352	0,010	1,274	0,006	(0,387)	(0,100)	0,400	
Média	9998	1	0	19,5	1,036	0,042	0,033	0,057	0,568	0,254	0,015	0,010	0,017	0,093	0,927	4,417	
Mediana	9999	9991	9990	19,5	1,054	0,040	0,030	0,055	0,506	0,271	0,022	0,032	0,046	(0,054)	0,900	3,900	
Drogasil S.A.	2007	2002	1	0	18,8	1,101	0,087	0,052	0,142	0,501	0,513	0,061	0,592	0,101	0,304	1,112	2,700
Drogasil S.A.	2003	1	0	18,9	1,139	0,072	0,042	0,139	0,501	0,513	0,048	(0,133)	0,139	0,059	0,900	2,000	
Drogasil S.A.	2004	1	0	19,1	1,239	0,078	0,041	0,122	0,447	0,438	0,048	0,143	0,239	0,035	1,000	1,900	
Drogasil S.A.	2005	1	0	19,2	1,263	0,091	0,043	0,104	0,363	0,385	0,056	0,223	0,263	(0,020)	1,700	1,800	

Drogasil S.A.	2006	1	0	19,5	1,251	0,171	0,070	0,128	1,926	1,033	0,133	1,138	0,251	0,634	2,200	3,100	
Drogasil S.A.	2007	1	0	20,2	1,235	0,059	0,038	0,061	2,444	1,313	1,275	(0,018)	0,167	(0,147)	2,400	2,600	
Média	9998	1	0	19,3	1,205	0,093	0,048	0,116	1,030	0,699	0,270	0,324	0,193	0,144	1,552	2,350	
Mediana	9999	9991	9990	19,2	1,237	0,083	0,043	0,125	0,501	0,513	0,059	0,183	0,203	0,047	1,406	2,300	
Duratex S.A.	2004	2004	1	1	21,3	1,201	0,127	0,069	0,172	1,474	1,017	0,050	0,946	0,194	0,378	1,000	10,500
Duratex S.A.	2005	2005	1	1	21,4	1,069	0,130	0,070	0,186	1,497	0,982	0,064	0,080	0,056	0,150	1,000	10,800
Duratex S.A.	2006	2006	1	1	21,6	1,172	0,162	0,095	0,193	2,797	1,650	0,217	0,563	0,111	0,198	1,100	15,200
Duratex S.A.	2007	2007	1	1	21,7	1,122	0,208	0,121	0,212	3,501	2,058	0,091	0,358	0,079	0,172	1,300	19,100
Média	9998	1	1	21,5	1,168	0,134	0,074	0,167	1,800	1,153	0,125	0,409	0,139	0,181	1,226	10,042	
Mediana	9999	9991	9991	21,5	1,186	0,128	0,070	0,179	1,486	0,999	0,078	0,341	0,152	0,161	1,200	10,650	
Electro Aco Altona S.A.	2002	2002	1	0	17,6	1,179	0,214	0,375	0,096	0,501	0,513	(0,273)	(1,667)	0,179	(1,031)	(1,192)	33,200
Electro Aco Altona S.A.	2003	2003	1	0	17,8	1,369	0,076	0,117	0,209	0,501	0,513	(0,083)	0,614	0,369	1,719	0,600	9,400
Electro Aco Altona S.A.	2004	2004	1	0	18,0	1,622	0,019	0,024	0,281	0,054	2,134	(0,019)	0,748	0,622	0,657	0,100	1,500
Electro Aco Altona S.A.	2005	2005	1	0	18,2	1,406	0,070	0,070	0,381	0,178	1,961	0,065	4,458	0,406	0,587	(0,300)	3,600
Electro Aco Altona S.A.	2006	2006	1	0	18,4	1,037	0,356	0,214	0,394	2,064	2,574	0,262	2,766	0,037	0,275	(1,100)	13,000
Electro Aco Altona S.A.	2007	2007	1	0	18,6	1,057	0,248	0,094	0,257	3,646	2,415	0,199	(0,441)	0,057	(0,170)	(1,500)	6,900
Média	9998	1	0	18,1	1,279	0,164	0,149	0,270	1,157	1,685	0,025	1,080	0,279	0,340	(0,565)	11,267	
Mediana	9999	9991	9990	18,1	1,274	0,145	0,105	0,269	0,501	2,048	0,023	0,681	0,274	0,431	(0,700)	8,150	
Elekeiroz S.A.	2002	2002	1	0	19,1	1,267	2,118	0,350	0,153	0,501	0,513	(0,679)	(33,299)	0,267	0,973	7,083	24,000
Elekeiroz S.A.	2003	2003	1	0	19,9	1,584	0,130	0,069	0,141	2,097	1,283	0,585	1,168	(0,418)	(0,216)	1,100	6,900
Elekeiroz S.A.	2004	2004	1	0	20,0	1,590	0,246	0,144	0,255	2,219	1,402	0,223	0,344	(0,078)	0,172	1,200	10,100
Elekeiroz S.A.	2005	2005	1	0	20,1	0,931	0,136	0,079	0,151	2,512	1,583	0,105	(0,391)	(0,069)	(0,344)	1,100	6,600
Elekeiroz S.A.	2006	2006	1	0	20,1	1,098	0,056	0,034	0,098	7,618	4,643	0,050	(0,563)	0,098	(0,336)	0,900	2,600
Elekeiroz S.A.	2007	2007	1	0	20,3	1,209	0,183	0,114	0,205	1,890	1,253	0,175	2,795	0,209	1,353	1,100	8,200
Média	9998	1	0	19,9	1,280	0,478	0,132	0,167	2,806	1,780	0,076	(4,991)	0,002	0,267	2,081	9,733	
Mediana	9999	9991	9990	20,1	1,238	0,159	0,096	0,152	2,158	1,342	0,140	(0,024)	0,015	(0,022)	1,100	7,550	
Eluma S.A. Industria e Comercio	2002	2002	0	0	19,4	0,952	0,169	0,075	0,161	0,689	0,650	(0,165)	(0,823)	(0,349)	(0,317)	(1,353)	8,200
Eluma S.A. Industria e Comercio	2003	2003	0	0	19,5	1,206	0,238	0,127	0,143	1,089	0,775	0,313	2,668	0,083	(0,130)	2,500	12,700
Eluma S.A. Industria e Comercio	2004	2004	0	0	19,8	1,443	0,195	0,084	0,176	2,544	1,292	0,105	(0,098)	0,443	0,673	1,900	7,900
Eluma S.A. Industria e Comercio	2005	2005	0	0	20,2	1,125	0,314	0,143	0,122	1,845	0,960	0,457	1,346	0,125	(0,035)	2,100	16,600
Eluma S.A. Industria e Comercio	2006	2006	0	0	20,5	1,471	0,244	0,109	0,112	0,501	0,513	0,323	0,030	0,471	0,234	2,200	11,600

Eluma S.A. Industria e Comercio	2007	0	0	20,6	1,076	0,085	0,037	0,038	0,501	0,513	0,093	(0,621)	0,076	(0,620)	20,200	4,100	
Média	9998	0	0	20,0	1,212	0,207	0,096	0,125	1,195	0,784	0,188	0,417	0,142	(0,033)	4,591	10,183	
Mediana	9999	9990	9990	20,0	1,166	0,217	0,096	0,132	0,889	0,712	0,209	(0,034)	0,104	(0,083)	2,150	9,900	
Empresa Nacional Com, Redito e Part. S.A.	2002	1	0	18,0	1,246	0,061	0,060	0,003	0,055	0,031	0,065	(6,904)	0,246	(0,568)	1,385	347,200	
Empresa Nacional Com, Redito e Part. S.A.	2003	1	0	18,1	1,354	0,044	0,044	0,008	0,111	0,079	0,046	(0,239)	0,354	2,178	1,800	195,200	
Empresa Nacional Com, Redito e Part. S.A.	2004	1	0	18,1	1,335	0,083	0,082	0,002	0,280	0,271	0,091	1,054	0,335	(0,711)	1,300	300,300	
Empresa Nacional Com, Redito e Part. S.A.	2005	1	0	18,3	1,098	0,173	0,158	0,003	0,344	0,371	0,111	1,301	0,098	(2,450)	1,300	629,200	
Empresa Nacional Com, Redito e Part. S.A.	2006	1	0	18,2	0,828	0,052	0,052	0,006	0,314	0,303	(0,050)	(1,288)	(0,172)	(1,116)	0,700	219,100	
Empresa Nacional Com, Redito e Part. S.A.	2007	1	0	18,2	1,176	0,002	0,002	0,001	0,934	0,905	(0,002)	0,962	0,176	0,807	0,100	7,000	
Média	9998	1	0	18,2	1,173	0,069	0,066	0,004	0,340	0,327	0,044	(0,852)	0,173	(0,310)	1,098	283,000	
Mediana	9999	9991	9990	18,2	1,211	0,057	0,056	0,003	0,297	0,287	0,056	0,362	0,211	(0,639)	1,300	259,700	
Eternit S. A.	2004	2004	0	1	19,6	1,160	0,137	0,102	0,248	1,070	0,616	0,015	0,189	0,161	0,648	1,200	9,500
Eternit S. A.	2005	0	1	19,6	0,991	0,149	0,108	0,231	0,956	0,551	(0,051)	0,027	(0,008)	(0,096)	1,000	9,800	
Eternit S. A.	2006	0	1	19,6	1,016	0,166	0,114	0,208	2,025	1,263	0,008	0,125	0,023	(0,045)	1,000	10,800	
Eternit S. A.	2007	0	1	19,7	1,131	0,188	0,125	0,201	2,200	1,373	0,014	0,147	0,135	0,013	1,100	10,900	
Média	9998	0	1	19,6	1,114	0,128	0,095	0,149	1,148	0,736	0,014	(0,000)	0,116	(0,072)	1,116	97,283	
Mediana	9999	9990	9991	19,6	1,146	0,143	0,105	0,204	1,013	0,584	0,015	0,136	0,148	(0,071)	1,099	10,850	
Eucatex S.A. Ind e Comercio	2002	1	0	20,5	1,113	0,124	0,042	0,094	0,501	0,513	(0,115)	0,574	0,113	0,699	(1,678)	8,000	
Eucatex S.A. Ind e Comercio	2003	1	0	20,5	1,119	0,230	0,059	0,047	0,211	0,624	(0,209)	(0,469)	0,119	(0,482)	(8,800)	10,600	
Eucatex S.A. Ind e Comercio	2004	1	0	20,6	1,160	0,233	0,045	0,083	0,501	0,513	(0,191)	0,182	0,160	0,885	(6,000)	7,400	
Eucatex S.A. Ind e Comercio	2005	1	0	20,5	1,036	1,368	0,124	0,070	1,200	0,818	(0,578)	(1,484)	0,036	(0,232)	14,000	17,900	
Eucatex S.A. Ind e Comercio	2006	1	0	20,7	1,022	0,069	0,028	0,065	0,432	0,590	4,167	1,279	0,014	0,148	0,600	4,900	
Eucatex S.A. Ind e Comercio	2007	1	0	20,7	1,094	0,145	0,067	0,111	1,749	1,210	0,169	1,293	0,021	0,634	2,100	11,000	
Média	9998	1	0	20,6	1,091	0,361	0,061	0,078	0,766	0,711	0,540	0,229	0,077	0,275	0,037	9,967	
Mediana	9999	9991	9990	20,6	1,104	0,187	0,052	0,076	0,501	0,607	(0,153)	0,378	0,075	0,391	(0,539)	9,300	
Even Construtora e Incorporadora S.A.	2007	2005	0	0	18,8	0,036	0,104	0,014	0,084	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	2,400	2,700
Even Construtora e Incorporadora S.A.	2006	0	0	19,8	2,780	0,181	0,054	0,080	0,501	0,513	0,681	2,413	(0,142)	(0,145)	3,000	10,900	
Even Construtora e Incorporadora S.A.	2007	0	0	20,8	2,085	0,046	0,027	0,048	3,629	2,095	2,461	(0,169)	0,291	(0,021)	1,700	7,000	
Média	9998	0	0	19,8	1,634	0,110	0,032	0,071	1,544	1,041	0,875	(1,554)	0,029	(0,399)	2,367	6,867	
Mediana	9999	9990	9990	19,8	2,085	0,104	0,027	0,080	0,501	0,513	0,681	(0,169)	(0,061)	(0,145)	2,400	7,000	
Excelsior Alimentos S.A.	2002	1	0	16,6	1,206	0,586	0,117	0,141	0,091	0,528	(0,347)	(0,830)	0,206	0,137	82,369	8,700	

Excelsior Alimentos S.A.	2003	1	0	16,8	1,493	0,068	0,013	0,180	0,501	0,513	0,126	1,131	0,493	0,517	0,500	0,800
Excelsior Alimentos S.A.	2004	1	0	16,8	1,133	0,083	0,018	0,130	0,504	0,497	0,122	0,358	0,133	(0,290)	0,900	0,900
Excelsior Alimentos S.A.	2005	1	0	16,7	0,962	0,028	0,007	0,126	0,501	0,513	0,055	(0,646)	(0,038)	(0,137)	0,400	0,300
Excelsior Alimentos S.A.	2006	1	0	16,9	0,913	0,106	0,027	0,047	0,501	0,513	0,324	(6,057)	(0,087)	(0,512)	(5,300)	1,900
Excelsior Alimentos S.A.	2007	1	0	17,1	1,245	0,193	0,038	0,026	2,557	1,028	(0,134)	(0,577)	0,245	(0,377)	(51,100)	2,400
Média	9998	1	0	16,8	1,159	0,177	0,037	0,108	0,776	0,599	0,024	(1,104)	0,159	(0,110)	4,628	2,500
Mediana	9999	9991	9990	16,8	1,169	0,094	0,023	0,128	0,501	0,513	0,089	(0,612)	0,169	(0,214)	0,450	1,400
Fab Tecidos Carlos Renaux S.A.	2002	1	0	18,0	1,015	3,062	0,277	0,055	0,867	0,712	(0,782)	(0,431)	(0,080)	(1,031)	116,412	28,900
Fab Tecidos Carlos Renaux S.A.	2003	1	0	18,0	1,220	1,468	0,053	0,100	0,501	0,513	(0,595)	0,834	0,041	(1,031)	(16,700)	4,600
Fab Tecidos Carlos Renaux S.A.	2004	1	0	18,8	1,021	0,888	0,205	0,061	0,501	0,513	12,847	(7,374)	0,021	(2,339)	10,800	37,800
Fab Tecidos Carlos Renaux S.A.	2005	1	0	18,8	0,857	0,676	0,096	0,028	0,501	0,513	(0,364)	0,516	(0,142)	0,525	7,500	21,400
Fab Tecidos Carlos Renaux S.A.	2006	1	0	18,7	0,931	4,950	0,201	0,030	1,073	1,028	(1,270)	(0,977)	(0,069)	(0,004)	(61,900)	45,300
Fab Tecidos Carlos Renaux S.A.	2007	1	0	18,7	1,080	0,872	0,229	0,037	0,464	1,338	(5,109)	(0,076)	0,080	(0,181)	(9,700)	45,200
Média	9998	1	0	18,5	1,021	1,986	0,177	0,052	0,651	0,770	0,788	(1,251)	(0,025)	(0,677)	7,735	30,533
Mediana	9999	9991	9990	18,7	1,018	1,178	0,203	0,046	0,501	0,612	(0,689)	(0,254)	(0,024)	(0,606)	(1,100)	33,350
Fertilizantes Fosfatados S.A. -Fosfertil	2002	0	0	21,3	1,230	0,470	0,144	0,291	1,883	0,881	0,019	0,911	0,246	0,379	2,416	18,300
Fertilizantes Fosfatados S.A. -Fosfertil	2003	0	0	21,4	1,329	0,415	0,169	0,285	2,971	1,423	0,436	0,270	0,332	0,062	2,300	17,400
Fertilizantes Fosfatados S.A. -Fosfertil	2004	0	0	21,6	1,198	0,475	0,194	0,322	3,438	1,669	0,204	0,380	0,198	0,362	2,300	20,100
Fertilizantes Fosfatados S.A. -Fosfertil	2005	0	0	21,5	0,902	0,249	0,118	0,210	2,703	1,613	0,121	(0,413)	(0,098)	(0,374)	1,900	13,100
Fertilizantes Fosfatados S.A. -Fosfertil	2006	0	0	21,4	1,018	0,183	0,119	0,234	2,898	2,087	0,181	(0,134)	0,019	(0,042)	1,400	11,100
Fertilizantes Fosfatados S.A. -Fosfertil	2007	0	0	21,7	1,175	0,309	0,174	0,286	5,887	3,389	0,147	0,942	0,177	0,622	2,100	18,300
Média	9998	0	0	21,5	1,142	0,350	0,153	0,271	3,296	1,844	0,185	0,326	0,146	0,168	2,069	16,383
Mediana	9999	9990	9990	21,5	1,186	0,362	0,157	0,286	2,934	1,641	0,164	0,325	0,187	0,212	2,200	17,850
Fiacao e Tecelagem Sao Jose S.A.	2002	1	0	18,5	1,254	0,165	0,082	0,025	0,501	0,513	0,228	0,282	0,254	(24,365)	3,849	12,400
Fiacao e Tecelagem Sao Jose S.A.	2003	1	0	18,3	0,662	1,128	0,326	0,021	0,168	0,592	(0,530)	(2,219)	(0,335)	0,311	5,000	59,800
Fiacao e Tecelagem Sao Jose S.A.	2004	1	0	18,3	0,985	0,728	0,126	0,022	0,299	0,703	(0,421)	0,626	(0,015)	2,013	12,800	22,700
Fiacao e Tecelagem Sao Jose S.A.	2005	1	0	18,2	1,210	1,838	0,124	0,033	0,727	0,837	(0,648)	0,110	0,210	(2,332)	20,700	16,700
Fiacao e Tecelagem Sao Jose S.A.	2006	1	0	18,1	0,989	1,782	0,130	0,026	0,855	0,937	(2,020)	0,011	(0,011)	1,750	(17,100)	16,700
Fiacao e Tecelagem Sao Jose S.A.	2007	1	0	18,0	0,597	0,706	0,227	0,030	0,614	1,310	(2,868)	(0,532)	(0,403)	(2,019)	(3,900)	42,800
Média	9998	1	0	18,2	0,949	1,058	0,169	0,026	0,527	0,816	(1,043)	(0,287)	(0,050)	(4,107)	3,558	28,517
Mediana	9999	9991	9990	18,3	0,987	0,928	0,128	0,026	0,558	0,770	(0,589)	0,060	(0,013)	(0,854)	4,425	19,700

Fibam Cia Industrial	2002	1	0	17,7	1,237	0,039	0,006	0,095	0,205	0,683	(0,006)	0,838	0,237	(1,031)	0,592	0,700	
Fibam Cia Industrial	2003	1	0	17,9	1,367	0,043	0,006	0,127	0,501	0,513	(0,002)	0,117	0,367	0,496	0,400	0,600	
Fibam Cia Industrial	2004	1	0	17,9	1,359	0,293	0,052	0,166	0,850	0,695	0,288	7,746	0,359	0,336	2,100	3,700	
Fibam Cia Industrial	2005	1	0	18,1	1,145	0,377	0,069	0,180	1,585	0,804	0,239	0,596	0,145	0,299	2,400	5,100	
Fibam Cia Industrial	2006	1	0	18,0	1,054	0,363	0,091	0,227	2,116	1,027	0,362	0,315	0,056	0,251	1,900	6,300	
Fibam Cia Industrial	2007	1	0	18,0	1,126	0,346	0,124	0,239	3,442	1,629	0,367	0,294	0,128	0,006	2,100	7,300	
Média	9998	1	0	17,9	1,214	0,243	0,058	0,172	1,450	0,892	0,208	1,651	0,215	0,060	1,582	3,950	
Mediana	9999	9991	9990	18,0	1,191	0,319	0,060	0,173	1,217	0,750	0,264	0,455	0,191	0,275	2,000	4,400	
Forjas Taurus S.A.	2002	1	0	19,7	1,171	0,160	0,080	0,055	0,948	0,489	0,095	0,015	0,171	(1,031)	1,498	11,600	
Forjas Taurus S.A.	2003	1	0	19,6	1,062	0,168	0,109	0,160	0,584	0,322	0,162	0,226	0,062	(1,031)	1,500	13,400	
Forjas Taurus S.A.	2004	1	0	19,7	0,968	0,104	0,064	0,104	0,530	0,357	0,086	(0,328)	(0,032)	(0,261)	1,500	9,300	
Forjas Taurus S.A.	2005	1	0	19,9	1,272	0,076	0,043	0,100	0,590	0,382	0,067	(0,219)	0,272	0,128	1,900	5,700	
Forjas Taurus S.A.	2006	1	0	20,0	1,284	0,117	0,060	0,115	1,348	0,728	0,090	0,666	0,284	0,368	1,700	7,400	
Forjas Taurus S.A.	2007	1	0	20,2	1,050	0,150	0,074	0,152	3,592	1,908	0,114	0,438	0,050	0,539	1,600	10,200	
Média	9998	1	0	19,9	1,134	0,129	0,072	0,114	1,265	0,698	0,102	0,133	0,134	(0,215)	1,616	9,600	
Mediana	9999	9991	9990	19,8	1,116	0,134	0,069	0,109	0,769	0,435	0,092	0,120	0,116	(0,067)	1,550	9,750	
Fras-Le S.A.	2004	2004	1	1	19,3	1,363	0,331	0,154	0,315	4,751	2,343	0,290	0,189	0,363	0,389	1,700	10,100
Fras-Le S.A.	2005	2005	1	1	19,5	0,996	0,243	0,114	0,203	3,090	1,519	0,192	(0,123)	(0,004)	(0,233)	2,200	8,900
Fras-Le S.A.	2006	2006	1	1	19,5	1,048	0,248	0,145	0,247	2,514	1,531	0,199	0,223	0,048	0,167	1,800	10,400
Fras-Le S.A.	2007	2007	1	1	19,7	1,072	0,214	0,112	0,199	2,456	1,320	0,168	0,005	0,072	0,047	2,000	9,800
Média	9998	1	1	19,5	1,120	0,259	0,131	0,241	3,203	1,678	0,212	0,074	0,120	0,093	1,925	9,800	
Mediana	9999	9991	9991	19,5	1,060	0,246	0,129	0,225	2,802	1,525	0,196	0,097	0,060	0,107	1,900	9,950	
Gafisa S.A.	2005	2005	0	1	20,7	1,060	0,091	0,028	0,062	0,501	0,513	0,305	0,115	(0,151)	(0,269)	1,600	5,600
Gafisa S.A.	2006	2006	0	1	21,1	1,344	0,057	0,031	0,033	4,056	2,048	0,938	0,199	(0,040)	(0,429)	1,500	6,900
Gafisa S.A.	2007	2007	0	1	21,8	1,766	0,074	0,039	0,053	2,807	1,518	0,501	1,010	0,439	1,614	2,200	9,700
Média	9998	0	1	21,2	1,390	0,074	0,032	0,049	2,454	1,360	0,582	0,442	0,083	0,305	1,767	7,400	
Mediana	9999	9990	9991	21,1	1,344	0,074	0,031	0,053	2,807	1,518	0,501	0,199	(0,040)	(0,269)	1,600	6,900	
Gazola S.A. Industria Metalurgica	2002	2002	1	0	17,7	1,015	0,423	0,027	0,055	0,501	0,513	(0,297)	0,117	0,015	(1,031)	(990,000)	7,300
Gazola S.A. Industria Metalurgica	2003	2003	1	0	17,8	0,851	0,709	0,063	0,055	1,171	0,968	0,636	(1,740)	(0,149)	(1,031)	19,900	23,400
Gazola S.A. Industria Metalurgica	2004	2004	1	0	17,0	1,124	1,114	1,644	0,055	0,165	2,573	(8,063)	(10,093)	0,124	(1,031)	(0,700)	230,700
Gazola S.A. Industria Metalurgica	2005	2005	1	0	16,9	0,621	0,456	1,343	1,058	0,033	3,872	(0,834)	0,250	(0,379)	(1,031)	(0,400)	278,700

Gazola S.A. Industria Metalurgica	2006	1	0	16,9	0,795	0,070	0,223	0,091	0,019	4,039	(0,071)	0,836	(0,206)	0,915	(0,900)	57,600	
Gazola S.A. Industria Metalurgica	2007	1	0	17,0	1,172	0,065	0,202	0,038	0,079	3,971	(0,069)	0,008	0,172	1,454	1,700	48,800	
Média	9998	1	0	17,2	0,930	0,473	0,584	0,225	0,328	2,656	(1,450)	(1,771)	(0,070)	(0,292)	(161,733)	107,750	
Mediana	9999	9991	9990	17,0	0,933	0,439	0,213	0,055	0,122	3,223	(0,184)	0,062	(0,067)	(1,031)	(0,550)	53,200	
Gerdau S.A.	2001	2002	1	1	23,4	1,556	0,243	0,055	0,149	1,044	0,714	0,219	0,716	0,551	0,642	1,863	8,700
Gerdau S.A.	2003	1	1	23,4	1,459	0,275	0,080	0,189	2,033	1,038	0,257	0,421	0,456	0,253	2,200	8,500	
Gerdau S.A.	2004	1	1	23,6	1,466	0,466	0,152	0,308	2,206	1,025	0,476	1,501	0,473	1,137	2,900	14,400	
Gerdau S.A.	2005	1	1	23,8	1,084	0,346	0,127	0,230	1,975	0,892	0,326	(0,016)	0,086	(0,121)	2,700	13,100	
Gerdau S.A.	2006	1	1	24,0	1,107	0,289	0,107	0,198	2,234	1,004	0,240	0,036	0,107	0,057	3,000	12,300	
Gerdau S.A.	2007	1	1	24,4	1,302	0,279	0,086	0,148	2,536	1,153	0,276	0,235	0,303	0,152	3,600	11,600	
Média	9998	1	1	23,8	1,329	0,316	0,101	0,204	2,005	0,971	0,299	0,482	0,329	0,354	2,711	11,433	
Mediana	9999	9991	9991	23,7	1,380	0,284	0,096	0,194	2,120	1,015	0,266	0,328	0,380	0,202	2,800	11,950	
Globex Utilidades S.A.	2002	0	0	21,1	1,001	0,064	0,024	0,081	1,088	0,593	(0,271)	(0,335)	(0,272)	(0,333)	1,087	1,500	
Globex Utilidades S.A.	2003	0	0	21,1	0,921	0,006	0,002	0,053	1,884	0,669	0,002	(0,909)	(0,100)	(0,364)	0,200	0,200	
Globex Utilidades S.A.	2004	0	0	21,3	1,175	0,087	0,030	0,132	1,727	0,718	0,062	14,560	0,175	1,843	0,800	2,000	
Globex Utilidades S.A.	2005	0	0	21,3	1,155	0,088	0,031	0,144	1,783	0,647	0,053	0,066	0,155	0,148	0,800	1,900	
Globex Utilidades S.A.	2006	0	0	21,6	1,086	0,117	0,034	0,078	2,557	0,801	0,079	0,432	0,086	(0,301)	1,500	2,500	
Globex Utilidades S.A.	2007	0	0	21,8	1,080	0,123	0,032	0,022	6,311	1,665	0,068	0,124	0,080	(0,655)	2,000	2,600	
Média	9998	0	0	21,4	1,070	0,081	0,025	0,085	2,558	0,849	(0,001)	2,323	0,021	0,056	1,065	1,783	
Mediana	9999	9990	9990	21,3	1,083	0,088	0,030	0,080	1,834	0,693	0,058	0,095	0,083	(0,317)	0,944	1,950	
Grazziotin S.A.	2002	1	0	18,4	0,919	0,069	0,049	0,071	0,340	0,046	0,077	(0,416)	(0,022)	(0,280)	2,457	4,100	
Grazziotin S.A.	2003	1	0	18,5	1,044	0,108	0,077	0,070	0,673	0,280	0,104	0,729	0,080	0,093	5,400	6,600	
Grazziotin S.A.	2004	1	0	18,6	1,090	0,188	0,132	0,138	0,839	0,378	0,111	0,971	0,117	1,262	1,600	11,600	
Grazziotin S.A.	2005	1	0	18,7	0,945	0,115	0,079	0,048	0,790	0,285	0,01852	(0,367)	(0,081)	(0,636)	1,800	8,000	
Grazziotin S.A.	2006	1	0	18,8	1,168	0,153	0,109	0,112	1,434	0,688	0,087	0,448	0,107	1,474	1,600	10,400	
Grazziotin S.A.	2007	1	0	19,0	1,252	0,190	0,135	0,160	3,233	1,965	0,180	0,445	0,221	0,674	1,700	12,300	
Média	9998	1	0	18,7	1,070	0,137	0,097	0,100	1,218	0,607	0,112	0,302	0,071	0,431	2,426	8,833	
Mediana	9999	9991	9990	18,7	1,067	0,134	0,094	0,091	0,815	0,332	0,104	0,446	0,093	0,384	1,750	9,200	
Grendene S.A.	2004	2003	1	1	20,6	0,017	0,293	0,220	0,305	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	1,100	19,200
Grendene S.A.	2004	1	1	20,8	1,142	0,092	0,064	0,189	4,272	2,591	(0,629)	(0,778)	(0,239)	(0,530)	0,700	5,600	
Grendene S.A.	2005	1	1	20,9	0,882	0,100	0,074	0,136	2,639	1,453	0,154	(0,340)	(0,539)	(0,586)	1,400	8,000	

Grendene S.A.	2006	1	1	21,1	1,033	0,138	0,095	0,148	2,344	1,131	0,150	0,581	0,033	0,337	1,700	12,200	
Grendene S.A.	2007	1	1	21,1	1,091	0,113	0,086	0,146	1,925	0,906	0,142	(0,066)	0,091	0,011	1,200	10,500	
Média	9998	1	1	20,9	0,833	0,147	0,108	0,185	2,336	1,319	(0,140)	(1,502)	(0,143)	(0,360)	1,220	11,100	
Mediana	9999	9991	9991	20,9	1,033	0,113	0,086	0,148	2,344	1,131	0,142	(0,340)	(0,061)	(0,530)	1,200	10,500	
Guararapes Confeccoes S.A.	2002	1	0	20,7	1,124	0,116	0,080	0,086	0,669	0,427	0,130	0,488	0,123	0,644	8,928	8,300	
Guararapes Confeccoes S.A.	2003	1	0	20,7	1,077	0,067	0,047	0,055	0,935	0,575	0,074	(0,378)	0,076	(1,031)	(6,200)	4,800	
Guararapes Confeccoes S.A.	2004	1	0	20,9	1,189	0,151	0,100	0,085	1,633	0,995	0,168	1,617	0,189	(1,031)	12,800	10,500	
Guararapes Confeccoes S.A.	2005	1	0	21,1	1,313	0,089	0,053	0,032	4,604	2,680	0,100	(0,351)	0,313	(0,540)	(1,700)	5,200	
Guararapes Confeccoes S.A.	2006	1	0	21,2	1,080	0,184	0,116	0,049	5,828	3,649	0,196	1,469	0,080	0,728	(3,900)	11,900	
Guararapes Confeccoes S.A.	2007	1	0	21,3	1,082	0,144	0,096	0,036	3,075	2,033	0,181	(0,078)	0,082	(0,178)	(2,700)	10,200	
Média	9998	1	0	21,0	1,144	0,125	0,082	0,057	2,791	1,726	0,141	0,461	0,144	(0,235)	1,205	8,483	
Mediana	9999	9991	9990	21,0	1,103	0,130	0,088	0,052	2,354	1,514	0,149	0,205	0,103	(0,359)	(2,200)	9,250	
HAGA S.A. Industria e Comercio	2002	0	0	16,3	1,158	0,087	0,547	0,055	0,003	7,022	(0,096)	0,085	0,158	(1,031)	0,996	44,000	
HAGA S.A. Industria e Comercio	2003	0	0	16,4	1,008	0,105	0,707	0,117	0,501	0,513	(0,117)	(0,344)	0,008	(1,031)	1,400	58,700	
HAGA S.A. Industria e Comercio	2004	0	0	16,5	1,083	0,096	0,633	0,071	0,002	7,226	(0,106)	(0,007)	0,083	(0,319)	2,300	54,600	
HAGA S.A. Industria e Comercio	2005	0	0	16,5	1,057	0,064	0,453	0,121	0,501	0,513	(0,068)	0,285	0,057	0,719	0,300	36,900	
HAGA S.A. Industria e Comercio	2006	0	0	16,5	1,068	0,081	0,598	0,061	0,002	8,017	(0,088)	(0,369)	0,068	(0,478)	3,300	47,300	
HAGA S.A. Industria e Comercio	2007	0	0	16,7	1,315	0,045	0,284	0,257	0,037	7,068	(0,047)	0,418	0,315	4,170	0,200	20,900	
Média	9998	0	0	16,5	1,115	0,080	0,537	0,114	0,174	5,060	(0,087)	0,011	0,115	0,338	1,416	43,733	
Mediana	9999	9990	9990	16,5	1,075	0,084	0,573	0,094	0,020	7,045	(0,092)	0,039	0,075	(0,399)	1,198	45,650	
Helbor Empreendimentos S.A.	2007	2005	1	0	19,2	1,145	0,149	0,041	0,108	0,501	0,513	0,154	(0,618)	0,145	(0,091)	3,100	7,400
Helbor Empreendimentos S.A.	2006	1	1	0	19,4	1,093	0,123	0,032	0,088	0,501	0,513	0,141	(0,057)	0,093	(0,038)	2,900	6,400
Helbor Empreendimentos S.A.	2007	1	1	0	20,4	1,830	0,019	0,009	0,046	1,746	0,800	1,882	(0,315)	0,607	0,267	2,400	2,700
Média	9998	1	0	19,7	1,356	0,097	0,027	0,081	0,916	0,609	0,726	(0,330)	0,281	0,046	2,800	5,500	
Mediana	9999	9991	9990	19,4	1,145	0,123	0,032	0,088	0,501	0,513	0,154	(0,315)	0,145	(0,038)	2,900	6,400	
Hercules S.A. - Fabrica de Talheres	2002	1	0	17,5	1,095	0,162	0,746	0,051	0,501	0,513	(0,194)	(0,108)	0,095	0,717	(2,276)	67,400	
Hercules S.A. - Fabrica de Talheres	2003	1	0	17,8	0,953	0,252	0,913	0,021	0,025	4,553	(0,048)	(0,627)	(0,047)	(1,551)	(0,900)	115,200	
Hercules S.A. - Fabrica de Talheres	2004	1	0	17,3	0,295	0,122	0,794	0,205	0,501	0,513	(0,152)	0,443	(0,705)	7,182	0,700	217,100	
Hercules S.A. - Fabrica de Talheres	2005	1	0	17,3	0,869	0,011	0,075	0,275	0,501	0,513	(0,041)	1,094	(0,131)	0,336	(18,457)	23,500	
Hercules S.A. - Fabrica de Talheres	2006	1	0	17,3	0,791	0,043	0,299	0,241	0,501	0,513	(0,046)	(5,095)	(0,209)	(0,095)	0,200	121,700	
Hercules S.A. - Fabrica de Talheres	2007	1	0	17,6	1,215	0,054	0,282	0,213	0,052	6,410	(0,026)	(0,277)	0,215	0,191	0,200	128,000	

Média	9998	1	0	17,5	0,870	0,107	0,518	0,168	0,347	2,169	(0,084)	(0,762)	(0,130)	1,130	(3,422)	112,150	
Mediana	9999	9991	9990	17,4	0,911	0,088	0,523	0,209	0,501	0,513	(0,047)	(0,193)	(0,089)	0,263	(0,350)	118,450	
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	2007	2005	1	0	19,9	0,040	0,068	0,045	0,125	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	0,700	19,300
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.		2006	1	0	20,0	1,042	0,115	0,061	0,145	0,501	0,513	(0,105)	0,522	0,042	0,298	1,300	28,100
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.		2007	1	0	21,0	1,269	0,062	0,037	0,074	2,186	1,280	1,147	0,186	(0,082)	(0,007)	3,300	36,400
Média	9998	1	0	20,3	0,784	0,081	0,048	0,114	1,063	0,769	0,175	(2,065)	(0,034)	(0,247)	1,767	27,933	
Mediana	9999	9991	9990	20,0	1,042	0,068	0,045	0,125	0,501	0,513	(0,105)	0,186	(0,061)	(0,007)	1,300	28,100	
Inds Arteb S.A.		2002	1	0	19,7	1,146	1,290	0,355	0,117	0,501	0,513	(4,451)	(3,656)	0,134	(0,284)	(7,670)	66,500
Inds Arteb S.A.		2003	1	0	19,4	1,063	0,107	0,065	0,330	0,501	0,513	(0,705)	0,859	0,063	1,178	0,500	8,900
Inds Arteb S.A.		2004	1	0	19,5	1,132	0,164	0,110	0,182	0,501	0,513	(0,196)	(0,827)	0,132	(0,404)	1,900	14,300
Inds Arteb S.A.		2005	1	0	19,5	1,282	0,188	0,222	0,223	0,501	0,513	(0,693)	(0,944)	0,282	0,184	1,600	21,700
Inds Arteb S.A.		2006	1	0	19,4	0,936	0,099	0,138	0,224	0,501	0,513	(0,113)	0,413	(0,064)	(0,056)	0,900	13,600
Inds Arteb S.A.		2007	1	0	19,4	1,045	0,054	0,077	0,207	0,501	0,513	(0,058)	0,424	0,045	(0,045)	0,500	7,500
Média	9998	1	0	19,5	1,101	0,317	0,161	0,214	0,501	0,513	(1,036)	(0,622)	0,099	0,095	(0,378)	22,083	
Mediana	9999	9991	9990	19,5	1,097	0,135	0,124	0,215	0,501	0,513	(0,444)	(0,207)	0,097	(0,051)	0,700	13,950	
Industrias Romi S.A.	2007	2002	1	0	19,5	1,034	0,103	0,078	0,135	0,406	0,252	0,071	0,365	0,056	(0,078)	1,233	9,900
Industrias Romi S.A.		2003	1	0	19,7	1,378	0,180	0,137	0,183	0,869	0,518	0,135	0,990	0,381	0,537	1,400	14,300
Industrias Romi S.A.		2004	1	0	20,0	1,332	0,220	0,149	0,192	1,237	0,838	0,183	0,450	0,332	0,400	1,600	15,600
Industrias Romi S.A.		2005	1	0	20,0	1,145	0,209	0,157	0,201	1,322	0,875	0,156	0,097	0,145	0,086	1,500	15,000
Industrias Romi S.A.		2006	1	0	20,6	1,075	0,243	0,091	0,122	2,926	1,369	(0,064)	0,086	0,075	0,144	3,100	15,100
Industrias Romi S.A.		2007	1	0	21,0	1,151	0,168	0,079	0,090	2,680	1,350	0,588	0,152	0,009	(0,019)	2,800	17,200
Média	9998	1	0	20,1	1,186	0,187	0,115	0,154	1,573	0,867	0,178	0,357	0,166	0,179	1,939	14,517	
Mediana	9999	9991	9990	20,0	1,148	0,195	0,114	0,159	1,279	0,857	0,145	0,258	0,110	0,115	1,550	15,050	
Inepar S.A. Ind e Construcoes		2002	1	0	21,2	0,861	4,422	0,143	0,042	0,611	0,695	(0,814)	(0,753)	(0,139)	0,389	242,105	32,100
Inepar S.A. Ind e Construcoes		2003	1	0	21,1	0,707	2,259	0,062	0,002	0,626	0,779	(1,794)	0,594	(0,293)	(1,055)	(63,800)	18,400
Inepar S.A. Ind e Construcoes		2004	1	0	21,2	1,040	0,592	0,024	0,043	1,674	0,610	2,684	1,441	0,040	20,807	8,600	7,800
Inepar S.A. Ind e Construcoes		2005	1	0	21,4	1,191	0,044	0,003	0,026	0,436	0,464	0,709	(1,128)	0,191	(0,278)	(1,100)	0,800
Inepar S.A. Ind e Construcoes		2006	1	0	21,5	1,125	0,075	0,005	0,032	0,606	0,677	0,025	2,841	0,045	0,246	2,600	1,500
Inepar S.A. Ind e Construcoes		2007	1	0	21,5	1,226	0,123	0,008	0,023	1,658	0,745	0,135	0,752	0,152	(0,291)	4,500	2,300
Média	9998	1	0	21,3	1,025	1,252	0,041	0,028	0,935	0,662	0,157	0,625	(0,001)	3,303	32,151	10,483	
Mediana	9999	9991	9990	21,3	1,083	0,357	0,016	0,029	0,619	0,686	0,080	0,673	0,042	(0,016)	3,550	5,050	

lochpe-Maxion S.A.	2004	2004	0	1	20,3	1,626	0,273	0,081	0,246	3,997	1,506	0,229	10,944	0,626	0,740	2,100	4,600
lochpe-Maxion S.A.		2005	0	1	20,3	1,360	0,314	0,107	0,303	3,916	1,649	0,235	0,419	0,360	0,317	1,900	4,800
lochpe-Maxion S.A.		2006	0	1	20,4	0,835	0,218	0,083	0,234	3,462	1,569	0,152	(0,199)	(0,165)	(0,205)	1,900	4,600
lochpe-Maxion S.A.		2007	0	1	20,6	1,033	0,233	0,084	0,193	6,743	2,690	0,172	0,253	0,033	0,018	2,400	5,600
Média		9998	0	1	20,4	1,214	0,259	0,089	0,244	4,530	1,854	0,197	2,854	0,214	0,217	2,075	4,900
Mediana		9999	9990	9991	20,4	1,197	0,253	0,084	0,240	3,956	1,609	0,201	0,336	0,197	0,168	2,000	4,700
Itautec S.A.-Grupo Itautec		2002	1	0	20,7	1,139	0,173	0,056	0,166	1,552	0,693	0,145	11,682	0,136	0,956	2,107	4,000
Itautec S.A.-Grupo Itautec		2003	1	0	20,7	0,956	0,033	0,011	0,099	1,920	0,733	0,014	(0,805)	(0,044)	(0,379)	1,100	0,800
Itautec S.A.-Grupo Itautec		2004	1	0	20,7	1,178	0,069	0,024	0,121	2,628	0,989	0,044	1,165	0,178	0,182	1,400	1,500
Itautec S.A.-Grupo Itautec		2005	1	0	20,4	0,988	0,149	0,064	0,162	1,641	0,683	(0,043)	1,064	(0,012)	0,019	1,800	3,100
Itautec S.A.-Grupo Itautec		2006	1	0	20,6	0,988	0,143	0,057	0,080	1,683	0,731	0,114	0,075	(0,014)	(0,404)	2,300	3,400
Itautec S.A.-Grupo Itautec		2007	1	0	20,8	1,039	0,238	0,094	0,111	1,606	0,763	0,210	1,007	0,038	0,700	2,400	6,600
Média		9998	1	0	20,7	1,048	0,134	0,051	0,123	1,838	0,765	0,081	2,365	0,047	0,179	1,851	3,233
Mediana		9999	9991	9990	20,7	1,014	0,146	0,057	0,116	1,662	0,732	0,079	1,036	0,013	0,100	1,954	3,250
JBS S.A. (Friboi)	2007	2005	1	0	21,5	1,060	0,213	0,039	0,055	0,501	0,513	0,146	(0,326)	0,060	(1,031)	1,400	2,300
JBS S.A. (Friboi)		2006	1	0	22,0	1,160	0,868	0,046	0,158	0,501	0,513	(0,537)	0,885	0,160	(1,031)	7,400	3,700
JBS S.A. (Friboi)		2007	1	0	22,9	3,287	0,054	0,020	0,062	2,116	1,020	9,842	(1,783)	1,479	(0,279)	(1,900)	1,200
Média		9998	1	0	22,1	1,836	0,378	0,035	0,092	1,039	0,682	3,150	(0,408)	0,566	(0,780)	2,300	2,400
Mediana		9999	9991	9990	22,0	1,160	0,213	0,039	0,062	0,501	0,513	0,146	(0,326)	0,160	(1,031)	1,400	2,300
Joao Fortes Engenharia S.A.		2002	0	0	19,6	1,093	0,066	0,015	0,026	0,344	0,086	0,014	0,208	0,093	(0,291)	4,316	4,600
Joao Fortes Engenharia S.A.		2003	0	0	19,6	0,660	0,051	0,012	0,004	0,447	0,141	0,025	(0,216)	(0,340)	(1,135)	(2,700)	5,500
Joao Fortes Engenharia S.A.		2004	0	0	19,6	1,069	0,027	0,006	0,004	0,501	0,367	0,021	(0,453)	0,069	(0,184)	(22,600)	2,800
Joao Fortes Engenharia S.A.		2005	0	0	19,6	1,089	0,055	0,014	0,014	0,404	0,285	0,049	1,136	0,089	4,307	5,100	5,500
Joao Fortes Engenharia S.A.		2006	0	0	19,7	1,269	0,104	0,025	0,027	1,111	0,459	0,086	1,047	0,269	1,204	5,300	8,900
Joao Fortes Engenharia S.A.		2007	0	0	19,7	0,775	0,016	0,003	0,055	9,706	2,576	(0,487)	(1,115)	(0,341)	(1,031)	(11,100)	1,600
Média		9998	0	0	19,6	0,993	0,053	0,013	0,021	2,085	0,652	(0,048)	0,101	(0,027)	0,478	(3,614)	4,817
Mediana		9999	9990	9990	19,6	1,079	0,053	0,013	0,020	0,474	0,326	0,023	(0,004)	0,079	(0,237)	0,808	5,050
Josapar- Joaquim Oliveira S.A. Particip		2002	1	0	19,5	0,921	0,577	0,063	0,060	0,501	0,513	(0,359)	(0,278)	(0,079)	(0,407)	(4,400)	4,800
Josapar- Joaquim Oliveira S.A. Particip		2003	1	0	19,8	1,299	0,125	0,031	0,160	0,501	0,513	1,870	1,624	0,299	2,417	1,300	2,300
Josapar- Joaquim Oliveira S.A. Particip		2004	1	0	19,8	1,080	0,211	0,062	0,167	0,501	0,513	0,223	1,056	0,080	0,054	1,900	4,400
Josapar- Joaquim Oliveira S.A. Particip		2005	1	0	19,9	0,874	0,225	0,063	0,151	0,882	0,378	0,049	0,116	(0,126)	(0,007)	2,400	5,600

Josapar- Joaquim Oliveira S.A. Particip	2006	1	0	19,9	1,037	0,160	0,051	0,149	0,501	0,513	0,134	(0,194)	0,037	(0,023)	2,100	4,400
Josapar- Joaquim Oliveira S.A. Particip	2007	1	0	19,8	1,097	0,138	0,053	0,154	1,973	0,760	0,116	(0,023)	0,075	(0,021)	1,900	4,000
Média	9998	1	0	19,8	1,051	0,239	0,054	0,140	0,810	0,532	0,339	0,383	0,048	0,336	0,867	4,250
Mediana	9999	9991	9990	19,8	1,059	0,185	0,058	0,152	0,501	0,513	0,125	0,046	0,056	(0,014)	1,900	4,400
Karsten S.A.	2002	1	0	19,3	1,166	0,178	0,065	0,251	0,461	0,458	0,144	2,360	0,166	0,693	1,069	5,700
Karsten S.A.	2003	1	0	19,3	1,070	0,106	0,041	0,178	0,634	0,527	0,087	(0,352)	0,070	(0,283)	0,900	3,400
Karsten S.A.	2004	1	0	19,4	1,051	0,115	0,048	0,150	0,546	0,460	0,102	0,193	0,051	(0,135)	1,300	3,900
Karsten S.A.	2005	1	0	19,4	0,947	0,030	0,013	0,111	0,422	0,341	0,039	(0,733)	(0,053)	(0,272)	0,500	1,100
Karsten S.A.	2006	1	0	19,2	0,985	0,260	0,111	0,014	0,390	0,288	(0,197)	(8,065)	(0,015)	(1,102)	2,800	7,900
Karsten S.A.	2007	1	0	19,2	0,906	0,113	0,052	0,144	1,311	0,603	0,071	1,466	(0,094)	11,515	1,200	4,100
Média	9998	1	0	19,3	1,021	0,134	0,055	0,141	0,627	0,446	0,041	(0,855)	0,021	1,736	1,295	4,350
Mediana	9999	9991	9990	19,3	1,018	0,114	0,050	0,147	0,503	0,459	0,079	(0,079)	0,018	(0,203)	1,135	4,000
Kepler Weber S.A.	2002	0	0	19,1	1,380	0,182	0,068	0,191	1,390	0,727	0,177	0,167	0,380	0,422	1,302	6,300
Kepler Weber S.A.	2003	0	0	19,3	1,393	0,216	0,089	0,184	2,949	1,344	0,211	0,435	0,393	0,068	1,800	6,500
Kepler Weber S.A.	2004	0	0	19,7	1,167	0,237	0,075	0,144	9,028	3,209	0,237	0,358	0,167	0,257	2,200	7,600
Kepler Weber S.A.	2005	0	0	20,0	0,944	0,585	0,091	0,006	13,000	2,503	(0,378)	(2,533)	(0,056)	(0,949)	204,200	12,400
Kepler Weber S.A.	2006	0	0	19,6	0,537	1,408	0,800	0,295	3,652	3,402	(3,451)	(4,902)	(0,463)	(35,097)	(2,700)	135,900
Kepler Weber S.A.	2007	0	0	19,8	0,826	0,055	0,024	0,040	2,532	1,433	1,075	0,993	(0,838)	0,967	(0,500)	6,200
Média	9998	0	0	19,6	1,041	0,447	0,191	0,143	5,425	2,103	(0,355)	(0,914)	(0,070)	(5,722)	34,384	29,150
Mediana	9999	9990	9990	19,7	1,055	0,227	0,082	0,164	3,300	1,968	0,194	0,263	0,055	0,162	1,551	7,050
Klabin S.A.	2002	1	1	22,3	3,694	0,192	0,044	0,206	0,872	0,803	(0,159)	(3,649)	2,693	3,161	(1,202)	7,400
Klabin S.A.	2003	1	1	22,1	1,055	0,551	0,262	0,263	1,898	1,103	0,678	5,805	0,056	0,026	1,500	33,700
Klabin S.A.	2004	1	1	22,2	0,919	0,216	0,104	0,224	2,234	1,178	0,159	(0,545)	(0,081)	(0,027)	1,500	16,700
Klabin S.A.	2005	1	1	22,3	0,992	0,138	0,066	0,158	1,661	0,876	0,065	(0,321)	(0,008)	(0,243)	1,400	11,400
Klabin S.A.	2006	1	1	22,5	1,002	0,192	0,077	0,113	2,324	1,046	0,103	0,534	0,004	(0,060)	3,500	17,500
Klabin S.A.	2007	1	1	22,8	1,031	0,227	0,078	0,091	3,493	1,497	0,125	0,328	0,043	0,057	6,600	22,200
Média	9998	1	1	22,4	1,449	0,253	0,105	0,176	2,080	1,084	0,162	0,359	0,451	0,486	2,216	18,150
Mediana	9999	9991	9991	22,3	1,017	0,204	0,077	0,182	2,066	1,074	0,114	0,003	0,024	(0,001)	1,500	17,100
Lojas Americanas S.A.	2002	0	0	21,1	1,092	0,472	0,069	0,096	2,780	0,606	0,012	0,820	0,101	0,599	5,227	6,500
Lojas Americanas S.A.	2003	0	0	21,3	1,229	0,549	0,063	0,119	9,096	1,306	(0,003)	0,167	0,276	0,582	6,100	6,000
Lojas Americanas S.A.	2004	0	0	21,4	1,175	0,340	0,031	0,133	15,488	1,769	(0,125)	(0,449)	0,171	0,258	3,600	2,800

Lojas Americanas S.A.	2005	0	0	21,7	1,215	0,596	0,064	0,120	17,276	2,194	0,558	1,714	0,200	0,190	4,800	6,400	
Lojas Americanas S.A.	2006	0	0	22,2	1,368	0,373	0,029	0,106	25,418	2,238	0,021	(0,333)	0,301	0,308	6,400	3,300	
Lojas Americanas S.A.	2007	0	0	22,3	1,515	0,356	0,020	0,142	40,270	2,696	(0,120)	(0,201)	0,451	0,515	3,800	1,800	
Média	9998	0	0	21,7	1,266	0,448	0,046	0,119	18,388	1,801	0,057	0,286	0,250	0,409	4,988	4,467	
Mediana	9999	9990	9990	21,6	1,222	0,422	0,047	0,119	16,382	1,982	0,005	(0,017)	0,238	0,412	5,014	4,650	
Lojas Hering S.A.	2002	1	0	16,4	1,083	0,509	0,108	0,027	0,705	1,338	(1,552)	(0,257)	0,083	0,696	(32,352)	133,100	
Lojas Hering S.A.	2003	1	0	16,3	1,157	0,166	0,044	0,025	1,961	1,767	(0,199)	0,608	0,157	(0,088)	3,100	45,000	
Lojas Hering S.A.	2004	1	0	16,3	1,074	0,135	0,072	0,040	0,501	0,513	(0,977)	(0,605)	0,074	0,547	15,900	67,300	
Lojas Hering S.A.	2005	1	0	16,3	1,142	0,073	0,043	0,051	0,501	0,513	(0,079)	0,416	0,142	0,255	3,500	34,400	
Lojas Hering S.A.	2006	1	0	15,9	0,949	0,333	0,429	0,048	0,501	0,513	(0,500)	(5,844)	(0,051)	(0,361)	(0,900)	248,200	
Lojas Hering S.A.	2007	1	0	15,9	1,008	0,036	0,050	0,045	0,501	0,513	(0,037)	0,887	0,008	(0,096)	41,500	27,700	
Média	9998	1	0	16,2	1,069	0,209	0,124	0,039	0,778	0,860	(0,557)	(0,799)	0,069	0,159	5,125	92,617	
Mediana	9999	9991	9990	16,3	1,079	0,151	0,061	0,042	0,501	0,513	(0,349)	0,080	0,079	0,083	3,300	56,150	
Lojas Renner S.A.	2005	2005	0	1	20,8	1,191	0,155	0,076	0,117	3,520	1,563	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	2,700	7,100
Lojas Renner S.A.	2006	0	1	20,9	1,264	0,182	0,082	0,154	6,862	3,018	0,050	(0,010)	0,016	0,202	2,100	6,900	
Lojas Renner S.A.	2007	0	1	21,0	1,345	0,267	0,113	0,207	7,509	3,128	0,072	0,576	0,343	0,549	2,200	8,100	
Média	9998	0	1	20,9	1,267	0,201	0,090	0,159	5,963	2,570	(0,132)	(2,113)	0,100	(0,093)	2,333	7,367	
Mediana	9999	9990	9991	20,9	1,264	0,182	0,082	0,154	6,862	3,018	0,050	(0,010)	0,016	0,202	2,200	7,100	
Lupatech S.A.	2005	2005	0	1	18,8	1,393	0,468	0,209	0,335	0,501	0,513	0,302	0,745	0,359	0,524	1,800	18,500
Lupatech S.A.	2006	0	1	20,2	1,291	0,097	0,042	0,084	5,942	2,630	1,857	-0,40256	0,038	(0,246)	2,100	10,600	
Lupatech S.A.	2007	0	1	20,8	1,731	0,193	0,045	0,079	11,086	2,966	0,005	(2,932)	0,607	0,694	(37,500)	12,800	
Média	9998	0	1	19,9	1,472	0,253	0,098	0,166	5,843	2,036	0,721	(1,094)	0,335	0,324	(11,200)	13,967	
Mediana	9999	9990	9991	20,2	1,393	0,193	0,045	0,084	5,942	2,630	0,302	(1,094)	0,359	0,524	1,800	12,800	
M Dias Branco S.A. Ind e Com de Alimentos	2005	2005	1	1	21,4	1,055	0,087	0,050	0,083	0,501	0,513	0,142	0,473	0,055	0,292	3,000	8,300
M Dias Branco S.A. Ind e Com de Alimentos	2006	1	1	21,2	1,099	0,135	0,072	0,151	3,317	1,949	(0,245)	0,163	0,099	0,453	2,400	8,700	
M Dias Branco S.A. Ind e Com de Alimentos	2007	1	1	21,2	1,131	0,084	0,048	0,122	2,960	1,814	0,115	(0,311)	0,131	(0,162)	2,000	5,300	
Média	9998	1	1	21,3	1,095	0,102	0,057	0,119	2,259	1,425	0,004	0,108	0,095	0,194	2,467	7,433	
Mediana	9999	9991	9991	21,2	1,099	0,087	0,050	0,122	2,960	1,814	0,115	0,163	0,099	0,292	2,400	8,300	
M&G Poliéster S.A.	2002	0	0	20,8	1,236	0,753	0,060	0,250	1,659	0,614	(0,429)	(8,314)	0,236	(1,031)	(3,760)	7,200	
M&G Poliéster S.A.	2003	0	0	20,9	1,106	0,325	0,073	0,055	1,620	0,786	2,073	2,326	0,106	(1,031)	5,700	8,600	
M&G Poliéster S.A.	2004	0	0	21,0	1,212	0,195	0,049	0,187	1,426	0,655	0,244	(0,254)	0,212	(1,031)	2,800	5,300	

M&G Poliéster S.A.	2005	0	0	20,9	0,892	0,074	0,020	0,120	0,999	0,594	(0,069)	(1,353)	(0,108)	(0,429)	(6,300)	2,100	
M&G Poliéster S.A.	2006	0	0	20,8	0,878	0,010	0,003	0,061	1,748	0,763	(0,010)	0,868	(0,122)	(0,541)	(0,600)	0,300	
M&G Poliéster S.A.	2007	0	0	21,3	1,387	0,189	0,048	0,005	3,615	1,325	(0,628)	(11,391)	(0,396)	(1,059)	4,100	6,500	
Média	9998	0	0	21,0	1,119	0,257	0,042	0,113	1,845	0,789	0,197	(3,020)	(0,012)	(0,854)	0,323	5,000	
Mediana	9999	9990	9990	20,9	1,159	0,192	0,049	0,091	1,640	0,709	(0,039)	(0,803)	(0,001)	(1,031)	1,100	5,900	
Mahle Metal Leve S.A.	2002	0	0	20,3	1,208	0,344	0,225	0,347	1,226	0,732	0,342	0,603	0,162	0,268	1,455	17,300	
Mahle Metal Leve S.A.	2003	0	0	20,6	1,371	0,313	0,203	0,386	1,642	1,054	0,288	0,152	0,34839	0,421	1,100	14,800	
Mahle Metal Leve S.A.	2004	0	0	20,7	1,271	0,316	0,183	0,366	2,713	1,640	0,016	0,026	0,271	0,077	1,200	11,900	
Mahle Metal Leve S.A.	2005	0	0	20,7	0,976	0,258	0,106	0,269	2,812	1,363	(0,311)	(0,438)	(0,024)	(0,283)	1,300	6,900	
Mahle Metal Leve S.A.	2006	0	0	20,7	1,019	0,227	0,100	0,248	2,574	1,296	0,127	(0,008)	0,019	(0,036)	1,600	6,700	
Mahle Metal Leve S.A.	2007	0	0	20,9	1,091	0,208	0,089	0,242	1,935	1,058	0,154	0,054	0,091	0,153	1,400	6,500	
Média	9998	0	0	20,7	1,156	0,278	0,151	0,310	2,150	1,191	0,103	0,065	0,104	0,100	1,343	10,683	
Mediana	9999	9990	9990	20,7	1,149	0,286	0,144	0,308	2,255	1,177	0,141	0,040	0,091	0,115	1,350	9,400	
Mangels Industrial S.A.	2003	2003	1	1	19,8	1,270	0,051	0,021	0,112	0,274	0,379	0,100	2,770	0,270	(0,078)	0,700	2,000
Mangels Industrial S.A.	2004	2004	1	1	19,9	1,279	0,112	0,042	0,142	0,556	0,482	0,091	1,419	0,279	0,521	1,200	3,800
Mangels Industrial S.A.	2005	2005	1	1	20,0	1,029	0,067	0,026	0,102	0,433	0,424	0,053	(0,369)	0,029	(0,267)	1,000	2,300
Mangels Industrial S.A.	2006	2006	1	1	20,3	1,100	0,029	0,009	0,062	0,406	0,257	0,035	(0,549)	0,100	(0,165)	1,000	1,000
Mangels Industrial S.A.	2007	2007	1	1	20,3	1,111	0,182	0,057	0,093	1,808	0,712	0,165	5,992	0,124	0,544	5,500	5,900
Média	9998	1	1	20,1	1,158	0,088	0,031	0,102	0,695	0,451	0,089	1,853	0,160	0,111	1,880	3,000	
Mediana	9999	9991	9991	20,0	1,111	0,067	0,026	0,102	0,433	0,424	0,091	1,419	0,124	(0,078)	1,000	2,300	
Manuf Brinqs Estrela S.A.	2002	2002	1	0	18,9	1,424	0,288	0,034	0,118	0,619	0,494	0,405	2,242	0,424	(0,129)	2,595	2,800
Manuf Brinqs Estrela S.A.	2003	2003	1	0	18,9	0,483	0,269	0,025	0,063	2,040	0,665	(0,212)	(1,735)	(0,517)	(0,466)	(5,300)	4,300
Manuf Brinqs Estrela S.A.	2004	2004	1	0	18,9	0,664	1,945	0,183	0,063	2,648	0,955	(2,058)	(6,660)	(0,336)	(2,034)	(23,700)	49,400
Manuf Brinqs Estrela S.A.	2005	2005	1	0	18,5	0,650	0,708	0,334	0,254	0,122	1,399	(2,419)	(0,244)	(0,350)	(1,754)	(3,100)	94,400
Manuf Brinqs Estrela S.A.	2006	2006	1	0	18,5	1,400	0,021	0,011	0,104	0,728	1,758	0,021	1,030	0,400	1,385	(0,200)	2,000
Manuf Brinqs Estrela S.A.	2007	2007	1	0	18,5	1,344	0,252	0,153	0,033	1,054	2,050	(0,336)	(16,706)	0,344	(0,659)	14,700	23,300
Média	9998	1	0	18,7	0,994	0,580	0,123	0,106	1,202	1,220	(0,767)	(3,679)	(0,006)	(0,610)	(2,501)	29,367	
Mediana	9999	9991	9990	18,7	1,004	0,278	0,093	0,084	0,891	1,177	(0,274)	(0,989)	0,004	(0,563)	(1,650)	13,800	
Marcopolo S.A.	2002	2002	0	1	20,8	1,402	0,158	0,051	0,225	1,371	0,490	0,170	0,229	0,285	0,818	0,951	3,600
Marcopolo S.A.	2003	2003	0	1	20,8	0,870	0,212	0,075	0,095	1,352	0,488	0,120	0,199	(0,307)	(0,656)	4,200	6,300
Marcopolo S.A.	2004	2004	0	1	20,9	1,246	0,199	0,072	0,123	1,712	0,657	0,123	0,050	0,24596	0,423	2,700	5,300

Marcopolo S.A.	2005	0	1	21,0	1,065	0,178	0,063	0,085	1,335	0,475	0,092	(0,029)	0,066	(0,243)	5,100	4,800	
Marcopolo S.A.	2006	0	1	21,1	1,024	0,225	0,084	0,113	2,308	0,807	0,152	0,485	0,037	0,491	3,900	6,900	
Marcopolo S.A.	2007	0	1	21,4	1,216	0,223	0,065	0,081	2,675	0,866	0,105	0,083	0,203	0,015	5,300	6,200	
Média	9998	0	1	21,0	1,137	0,199	0,068	0,120	1,792	0,630	0,127	0,169	0,057	0,141	3,692	5,517	
Mediana	9999	9990	9991	21,0	1,141	0,206	0,068	0,104	1,541	0,573	0,122	0,141	0,066	0,219	4,050	5,750	
Marfrig Frigoríficos e Com. Alimentos S.A.	2007	2004	1	0	19,6	0,031	0,405	0,074	0,055	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	2,400	1,900
Marfrig Frigoríficos e Com. Alimentos S.A.	2005	1	0	20,3	1,041	0,192	0,050	0,055	0,501	0,513	(0,576)	0,327	0,025	(1,031)	1,400	2,500	
Marfrig Frigoríficos e Com. Alimentos S.A.	2006	1	0	21,3	1,567	0,291	0,037	0,125	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	2,400	3,000	
Marfrig Frigoríficos e Com. Alimentos S.A.	2007	1	0	22,2	1,568	0,066	0,020	0,088	2,425	0,935	2,983	0,040	0,234	0,393	0,800	2,500	
Média	9998	1	0	20,9	1,052	0,238	0,045	0,081	0,982	0,619	0,343	(3,360)	0,034	(0,675)	1,750	2,475	
Mediana	9999	9991	9990	20,8	1,304	0,241	0,044	0,071	0,501	0,513	(0,517)	(3,432)	(0,018)	(1,031)	1,900	2,500	
Marisol S.A.	2002	1	0	19,4	0,925	0,017	0,009	0,115	0,737	0,330	(0,037)	(1,204)	(0,068)	(0,431)	(0,440)	1,000	
Marisol S.A.	2003	1	0	19,4	1,163	0,142	0,081	0,104	0,501	0,513	0,112	10,034	0,163	(0,066)	0,900	7,700	
Marisol S.A.	2004	1	0	19,5	1,157	0,215	0,124	0,183	0,960	0,526	0,150	0,738	0,157	0,994	1,000	11,600	
Marisol S.A.	2005	1	0	19,6	1,034	0,147	0,088	0,137	1,534	0,925	0,085	(0,255)	0,034	(0,218)	1,100	8,400	
Marisol S.A.	2006	1	0	19,7	1,030	0,131	0,077	0,096	2,102	1,250	0,123	0,001	0,030	(0,194)	1,600	8,100	
Marisol S.A.	2007	1	0	19,8	0,943	0,044	0,025	0,039	1,457	0,907	0,028	(0,658)	(0,057)	(0,572)	1,000	2,900	
Média	9998	1	0	19,6	1,042	0,116	0,067	0,112	1,215	0,742	0,077	1,443	0,043	(0,081)	0,860	6,617	
Mediana	9999	9991	9990	19,6	1,032	0,137	0,079	0,109	1,209	0,716	0,098	(0,127)	0,032	(0,206)	1,000	7,900	
Melpaper S.A.	2002	1	0	19,6	1,184	0,028	0,005	0,166	0,501	0,513	0,029	1,183	0,184	1,040	0,259	0,700	
Melpaper S.A.	2003	1	0	19,6	1,317	0,076	0,015	0,179	0,501	0,513	0,083	1,956	0,317	0,147	0,600	1,500	
Melpaper S.A.	2004	1	0	19,7	1,053	0,036	0,006	0,142	0,343	0,377	0,037	(0,513)	0,053	(0,135)	0,400	0,700	
Melpaper S.A.	2005	1	0	19,8	1,051	1,087	0,089	0,059	0,501	0,513	(0,521)	(15,533)	0,051	(0,561)	(465,000)	9,600	
Melpaper S.A.	2006	1	0	19,8	1,086	0,113	0,008	0,151	0,501	0,513	(0,101)	0,907	0,086	1,669	(1,500)	0,800	
Melpaper S.A.	2007	1	0	19,9	1,092	0,165	0,009	0,146	9,385	1,005	(0,142)	(0,259)	0,092	0,034	(2,400)	1,000	
Média	9998	1	0	19,7	1,130	0,251	0,022	0,141	1,955	0,573	(0,103)	(2,043)	0,130	0,366	(77,940)	2,383	
Mediana	9999	9991	9990	19,8	1,089	0,094	0,009	0,149	0,501	0,513	(0,036)	0,324	0,089	0,090	(0,621)	0,900	
Mendes Júnior Engenharia	2002	1	0	21,7	0,696	0,047	0,012	0,020	0,397	0,826	(0,045)	(7,111)	(0,304)	(0,530)	3,224	748,70	
Mendes Júnior Engenharia	2003	1	0	21,9	1,026	0,001	0,000	0,014	0,202	0,804	(0,001)	0,988	0,026	0,175	(18,457)	8,40	
Mendes Júnior Engenharia	2004	1	0	22,0	0,488	0,150	0,035	0,012	0,262	0,811	(0,595)	(222,071)	(0,673)	0,376	18,000	5.725,00	
Mendes Júnior Engenharia	2005	1	0	22,1	1,002	0,171	0,029	0,006	0,215	0,845	(0,146)	0,513	(0,498)	0,718	34,400	5.556,00	

Mendes Júnior Engenharia	2006	1	0	22,3	0,869	0,113	0,048	0,002	0,086	0,609	1,841	2,889	(0,131)	0,669	(4,300)	12.074,00	
Mendes Júnior Engenharia	2007	1	0	22,4	0,918	0,114	0,048	0,007	0,277	0,697	0,129	0,13634	(0,082)	6,056	(6,600)	14.954,00	
Média	9998	1	0	22,1	0,833	0,099	0,028	0,010	0,240	0,765	0,197	(44,959)	(0,277)	1,244	4,378	6.511,017	
Mediana	9999	9991	9990	22,1	0,893	0,114	0,032	0,010	0,239	0,808	(0,023)	0,513	(0,217)	0,522	(0,538)	5.640,500	
Metalgrafica Iguacu S.A.	2002	1	0	17,5	0,869	0,119	0,109	0,174	0,501	0,513	0,057	(0,273)	(0,131)	(0,253)	0,786	5,800	
Metalgrafica Iguacu S.A.	2003	1	0	17,8	1,312	0,220	0,158	0,228	0,501	0,513	0,135	1,109	0,312	0,897	1,000	9,300	
Metalgrafica Iguacu S.A.	2004	1	0	17,9	1,129	0,165	0,122	0,213	0,501	0,513	0,080	(0,192)	0,129	(0,018)	0,800	6,600	
Metalgrafica Iguacu S.A.	2005	1	0	18,0	0,839	0,033	0,022	0,076	5,932	4,060	0,016	(0,799)	(0,161)	(0,597)	1,000	1,600	
Metalgrafica Iguacu S.A.	2006	1	0	18,1	0,984	0,022	0,013	0,071	6,481	3,991	0,017	(0,320)	(0,016)	0,030	0,900	1,100	
Metalgrafica Iguacu S.A.	2007	1	0	18,1	0,785	0,014	0,009	0,034	7,992	4,895	0,011	(0,338)	(0,215)	(0,516)	(2,400)	0,900	
Média	9998	1	0	17,9	0,986	0,095	0,072	0,133	3,651	2,414	0,053	(0,135)	(0,014)	(0,076)	0,348	4,217	
Mediana	9999	9991	9990	18,0	0,927	0,076	0,065	0,125	3,216	2,252	0,037	(0,296)	(0,073)	(0,136)	0,850	3,700	
Metalurgica Duque S.A.	2002	1	0	18,2	1,154	0,105	0,066	0,138	0,591	0,453	0,074	0,147	0,229	0,041	1,046	7,300	
Metalurgica Duque S.A.	2003	1	0	18,2	1,125	0,103	0,068	0,150	0,489	0,418	0,049	0,052	0,143	0,109	1,200	6,700	
Metalurgica Duque S.A.	2004	1	0	18,3	1,229	0,089	0,056	0,162	0,559	0,542	0,062	(0,080)	0,229	0,211	0,900	5,000	
Metalurgica Duque S.A.	2005	1	0	18,3	0,935	0,040	0,026	0,107	0,580	0,555	0,027	(0,538)	(0,065)	(0,335)	0,700	2,500	
Metalurgica Duque S.A.	2006	1	0	18,3	0,977	0,036	0,023	0,085	0,519	0,535	0,016	(0,097)	(0,011)	(0,189)	0,600	2,300	
Metalurgica Duque S.A.	2007	1	0	18,3	1,102	0,083	0,049	0,095	1,520	1,102	0,007	1,294	0,125	0,187	1,000	4,600	
Média	9998	1	0	18,3	1,087	0,076	0,048	0,123	0,710	0,601	0,039	0,130	0,108	0,004	0,908	4,733	
Mediana	9999	9991	9990	18,3	1,113	0,086	0,053	0,122	0,569	0,539	0,038	(0,014)	0,134	0,075	0,950	4,800	
Metalurgica Gerdau S.A.	2003	2003	1	1	23,4	1,556	0,275	0,030	0,146	0,694	0,550	0,186	0,713	0,556	0,663	2,674	4,700
Metalurgica Gerdau S.A.	2003	1	1	23,4	1,459	0,292	0,040	0,185	1,314	0,628	0,255	0,325	0,459	0,252	3,500	4,300	
Metalurgica Gerdau S.A.	2004	1	1	23,7	1,466	0,485	0,076	0,303	1,790	0,576	0,509	1,516	0,476	1,157	5,800	7,300	
Metalurgica Gerdau S.A.	2005	1	1	23,8	1,084	0,331	0,058	0,229	1,533	0,426	0,308	(0,110)	0,087	(0,116)	5,900	6,000	
Metalurgica Gerdau S.A.	2006	1	1	24,0	1,108	0,283	0,050	0,196	1,663	0,467	0,238	0,059	0,113	0,063	8,000	5,700	
Metalurgica Gerdau S.A.	2007	1	1	24,5	1,300	0,291	0,044	0,146	2,065	0,681	0,317	0,360	0,304	0,153	8,400	6,000	
Média	9998	1	1	23,8	1,329	0,326	0,050	0,201	1,510	0,555	0,302	0,477	0,333	0,362	5,712	5,667	
Mediana	9999	9991	9991	23,8	1,380	0,292	0,047	0,191	1,598	0,563	0,282	0,343	0,381	0,203	5,850	5,850	
Metalurgica Riosulense S.A.	2002	1	0	17,1	1,343	0,048	0,009	0,238	0,256	0,699	0,057	(0,612)	0,343	0,481	0,328	0,800	
Metalurgica Riosulense S.A.	2003	1	0	17,4	1,410	0,166	0,026	0,224	0,812	0,797	0,135	2,918	0,410	0,293	1,000	2,300	
Metalurgica Riosulense S.A.	2004	1	0	17,8	1,466	0,240	0,030	0,177	0,936	0,805	0,234	0,778	0,466	0,201	1,900	2,800	

Metalurgica Riosulense S.A.	2005	1	0	18,0	1,244	0,225	0,028	0,200	0,501	0,513	0,212	0,138	0,244	0,379	1,500	2,500	
Metalurgica Riosulense S.A.	2006	1	0	18,1	1,157	0,121	0,016	0,239	0,501	0,513	0,104	(0,405)	0,157	0,243	0,700	1,300	
Metalurgica Riosulense S.A.	2007	1	0	18,3	1,209	0,281	0,039	0,228	6,914	1,576	0,271	1,945	0,209	0,158	1,800	3,200	
Média	9998	1	0	17,8	1,305	0,180	0,025	0,218	1,653	0,817	0,169	0,794	0,305	0,293	1,205	2,150	
Mediana	9999	9991	9990	17,9	1,294	0,196	0,027	0,226	0,657	0,748	0,174	0,458	0,294	0,268	1,250	2,400	
Metisa Metalurgica	2002	0	0	17,9	1,342	0,258	0,157	0,288	0,907	0,461	0,227	0,811	0,384	0,582	1,294	10,100	
Metisa Metalurgica	2003	0	0	17,8	1,411	0,230	0,171	0,055	1,144	0,668	0,187	0,057	0,411	(1,031)	0,900	7,600	
Metisa Metalurgica	2004	0	0	18,1	1,253	0,276	0,182	0,331	1,990	1,198	0,239	0,475	0,262	(1,031)	1,200	8,800	
Metisa Metalurgica	2005	0	0	18,2	0,987	0,162	0,117	0,226	2,033	1,236	0,126	(0,333)	(0,008)	(0,292)	1,000	5,900	
Metisa Metalurgica	2006	0	0	18,3	1,017	0,185	0,128	0,236	1,928	1,080	0,135	0,297	0,016	0,242	1,100	7,600	
Metisa Metalurgica	2007	0	0	18,6	1,206	0,228	0,150	0,260	3,256	1,896	0,190	0,469	0,206	0,376	1,300	9,200	
Média	9998	0	0	18,2	1,203	0,223	0,151	0,233	1,876	1,090	0,184	0,296	0,212	(0,192)	1,132	8,200	
Mediana	9999	9990	9990	18,2	1,230	0,229	0,154	0,248	1,959	1,139	0,189	0,383	0,234	(0,025)	1,150	8,200	
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	2002	0	0	19,9	1,160	0,160	0,112	0,230	0,293	0,295	0,229	0,692	0,160	0,437	1,221	17,100	
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	2003	0	0	20,0	1,053	0,126	0,099	0,196	0,547	0,474	0,163	(0,083)	0,053	(0,115)	1,200	14,900	
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	2004	0	0	20,1	1,101	0,141	0,111	0,196	0,819	0,610	0,116	0,246	0,101	0,108	1,300	16,900	
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	2005	0	0	20,0	0,932	0,116	0,094	0,136	0,706	0,570	(0,002)	(0,179)	(0,068)	(0,321)	0,700	14,900	
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	2006	0	0	20,1	0,928	0,039	0,032	0,081	0,564	0,458	0,033	(0,648)	(0,072)	(0,393)	0,900	5,600	
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	2007	0	0	20,0	0,997	0,026	0,022	0,060	0,690	0,570	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	1,000	3,600	
Média	9998	0	0	20,0	1,028	0,101	0,078	0,150	0,603	0,496	0,004	(1,146)	0,019	(0,219)	1,054	12,167	
Mediana	9999	9990	9990	20,0	1,025	0,121	0,096	0,166	0,627	0,522	0,075	(0,131)	(0,004)	(0,218)	1,100	14,900	
Minasmaquinas S.A.	2002	1	0	17,0	0,930	0,044	0,025	0,053	0,501	0,513	0,040	(0,047)	(0,070)	(0,150)	1,278	1,400	
Minasmaquinas S.A.	2003	1	0	17,2	1,183	0,099	0,053	0,083	0,529	0,257	0,094	1,457	0,183	0,782	1,900	3,000	
Minasmaquinas S.A.	2004	1	0	17,4	1,606	0,208	0,112	0,173	0,501	0,513	0,221	1,577	0,606	1,553	1,800	4,700	
Minasmaquinas S.A.	2005	1	0	17,5	0,992	0,189	0,112	0,179	0,501	0,513	0,196	0,085	(0,008)	0,131	1,800	5,200	
Minasmaquinas S.A.	2006	1	0	17,5	0,917	0,212	0,144	0,224	0,501	0,513	0,226	0,375	(0,083)	0,331	1,500	7,800	
Minasmaquinas S.A.	2007	1	0	17,9	1,317	0,200	0,117	0,153	0,501	0,513	0,210	0,140	0,317	(0,037)	2,100	6,700	
Média	9998	1	0	17,4	1,157	0,159	0,094	0,144	0,506	0,471	0,164	0,598	0,157	0,435	1,730	4,800	
Mediana	9999	9991	9990	17,5	1,087	0,195	0,112	0,163	0,501	0,513	0,203	0,258	0,087	0,231	1,800	4,950	
Minerva S.A.	2007	2004	1	0	19,9	0,016	17,479	0,013	0,055	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	(263,00)	0,700
Minerva S.A.	2005	1	0	20,2	1,146	0,231	0,025	0,055	0,501	0,513	200,935	1,638	0,14614	(1,031)	3,000	1,500	

Minerva S.A.	2006	1	0	20,6	1,268	0,285	0,060	0,135	0,501	0,513	2,043	2,76216	0,268	(1,031)	3,200	4,500	
Minerva S.A.	2007	1	0	21,0	1,227	0,066	0,025	0,059	1,555	0,668	(0,315)	(0,751)	(0,528)	(0,747)	2,600	2,400	
Média	9998	1	0	20,4	0,914	4,515	0,031	0,076	0,765	0,552	50,537	(2,006)	(0,107)	(0,960)	(63,55)	2,275	
Mediana	9999	9991	9990	20,4	1,186	0,258	0,025	0,057	0,501	0,513	0,864	(0,751)	(0,061)	(1,031)	2,800	1,950	
Minupar Participacoes S.A.	2002	1	0	18,0	0,879	0,961	0,629	0,215	0,036	1,490	(24,464)	(16,525)	(0,121)	(2,181)	(3,071)	34,500	
Minupar Participacoes S.A.	2003	1	0	18,0	0,503	0,151	0,117	0,120	0,088	1,608	(0,177)	0,816	(0,497)	1,553	14,000	12,600	
Minupar Participacoes S.A.	2004	1	0	17,9	1,306	0,206	0,224	0,157	0,036	1,970	(0,259)	(0,722)	0,306	0,179	3,800	16,700	
Minupar Participacoes S.A.	2005	1	0	17,9	1,137	0,189	0,239	0,092	0,016	2,047	(0,233)	(0,130)	0,137	(0,380)	8,400	16,600	
Minupar Participacoes S.A.	2006	1	0	19,1	1,033	1,698	0,237	0,563	0,117	0,754	0,629	4,335	0,033	19,557	(4,80)	53,500	
Minupar Participacoes S.A.	2007	1	0	18,9	1,160	0,382	0,079	0,007	3,565	1,429	0,095	(1,235)	0,071	(0,991)	(16,20)	11,700	
Média	9998	1	0	18,3	1,003	0,598	0,254	0,192	0,643	1,550	(4,068)	(2,243)	(0,012)	2,956	0,355	24,267	
Mediana	9999	9991	9990	18,0	1,085	0,294	0,231	0,138	0,062	1,549	(0,205)	(0,426)	0,052	(0,101)	0,365	16,650	
Mundial S.A. - Produtos de Consumo	2002	0	0	19,5	1,195	0,086	0,017	0,092	0,534	0,804	0,045	0,597	0,195	0,207	1,176	2,400	
Mundial S.A. - Produtos de Consumo	2003	0	0	20,2	1,225	0,699	0,117	0,046	0,532	0,817	(0,093)	(14,260)	0,088	(0,042)	9,400	29,000	
Mundial S.A. - Produtos de Consumo	2004	0	0	20,4	1,389	0,192	0,028	0,051	0,950	0,889	(0,018)	1,149	(0,231)	(0,304)	1,700	5,600	
Mundial S.A. - Produtos de Consumo	2005	0	0	20,4	0,775	0,252	0,037	0,069	0,760	0,840	0,029	(2,353)	(0,225)	0,390	(7,20)	9,800	
Mundial S.A. - Produtos de Consumo	2006	0	0	20,5	1,027	0,048	0,007	0,054	0,559	0,741	0,016	1,195	0,027	(0,155)	1,200	1,900	
Mundial S.A. - Produtos de Consumo	2007	0	0	20,6	1,013	0,020	0,004	0,057	0,582	0,734	0,553	(0,371)	0,013	0,156	1,000	1,200	
Média	9998	0	0	20,3	1,104	0,216	0,035	0,061	0,653	0,804	0,089	(2,340)	(0,022)	0,042	1,213	8,317	
Mediana	9999	9990	9990	20,4	1,111	0,139	0,023	0,055	0,571	0,811	0,023	0,113	0,020	0,057	1,188	4,000	
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	2002	1	0	19,0	1,104	0,049	0,034	0,124	0,501	0,513	0,035	(0,298)	0,104	0,002	1,084	3,900	
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	2003	1	0	19,1	1,164	0,051	0,034	0,122	0,501	0,513	0,030	0,053	0,164	0,016	1,000	3,500	
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	2004	1	0	19,2	1,125	0,112	0,070	0,166	0,501	0,513	0,070	1,367	0,125	0,579	1,000	7,400	
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	2005	1	0	19,3	1,068	0,048	0,031	0,130	0,501	0,513	0,030	(0,548)	0,004	(0,207)	0,700	3,400	
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	2006	1	0	19,4	1,019	0,091	0,060	0,158	0,501	0,513	0,058	0,950	(0,009)	0,247	1,000	6,600	
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	2007	1	0	19,5	1,132	0,103	0,062	0,148	0,501	0,513	0,079	0,226	0,132	0,113	1,200	7,200	
Média	9998	1	0	19,3	1,102	0,075	0,049	0,141	0,501	0,513	0,050	0,292	0,086	0,125	0,997	5,333	
Mediana	9999	9991	9990	19,3	1,114	0,071	0,047	0,139	0,501	0,513	0,046	0,140	0,114	0,064	1,000	5,250	
Natura Cosmeticos S.A.	2004	2003	0	1	20,4	0,001	0,527	0,088	0,406	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	4,100	4,800
Natura Cosmeticos S.A.	2004	2004	0	1	20,7	1,332	0,689	0,295	0,426	15,069	6,510	2,199	3,288	0,215	0,341	2,300	17,000
Natura Cosmeticos S.A.	2005	2005	0	1	21,0	1,290	0,761	0,290	0,413	16,790	6,450	0,193	0,289	0,258	0,275	2,700	17,400

Natura Cosméticos S.A.	2006	0	1	21,2	1,208	0,719	0,297	0,421	20,123	8,403	0,221	0,156	0,203	0,151	2,500	16,700	
Natura Cosméticos S.A.	2007	0	1	21,4	1,115	0,682	0,236	0,357	10,749	3,822	0,056	(0,002)	0,109	0,068	2,800	15,000	
Média	9998	0	1	20,9	0,989	0,675	0,241	0,405	12,646	5,140	0,430	(0,634)	0,145	(0,039)	2,880	14,180	
Mediana	9999	9990	9991	21,0	1,208	0,689	0,290	0,413	15,069	6,450	0,193	0,156	0,203	0,151	2,700	16,700	
Panatlantica S.A.	2002	1	0	18,0	1,052	0,131	0,046	0,236	0,409	0,406	0,069	0,517	0,052	0,530	0,810	2,400	
Panatlantica S.A.	2003	1	0	18,1	1,517	0,516	0,248	0,411	1,318	0,704	0,501	4,927	0,517	0,932	1,700	9,300	
Panatlantica S.A.	2004	1	0	18,5	1,257	0,410	0,249	0,429	1,373	0,768	0,393	0,374	0,156	0,427	1,500	11,000	
Panatlantica S.A.	2005	1	0	18,6	0,945	0,146	0,096	0,162	1,464	0,818	(0,082)	(0,708)	(0,326)	(0,713)	1,400	4,800	
Panatlantica S.A.	2006	1	0	18,7	0,922	0,085	0,056	0,100	0,912	0,429	0,013	(0,452)	(0,197)	(0,419)	1,800	3,300	
Panatlantica S.A.	2007	1	0	18,9	1,185	0,105	0,061	0,102	1,140	0,581	0,076	0,309	0,128	0,218	1,900	3,800	
Média	9998	1	0	18,5	1,146	0,232	0,126	0,240	1,103	0,618	0,162	0,828	0,055	0,163	1,518	5,767	
Mediana	9999	9991	9990	18,6	1,118	0,138	0,078	0,199	1,229	0,643	0,072	0,342	0,090	0,322	1,600	4,300	
Parapanema S.A.	2007	2002	0	0	21,4	0,950	0,172	0,008	0,216	1,181	0,736	0,327	1,106	(0,050)	0,533	0,948	1,100
Parapanema S.A.	2003	0	0	21,5	1,101	2,723	0,084	0,017	8,320	0,978	(1,647)	(11,416)	0,095	(0,921)	(28,60)	10,400	
Parapanema S.A.	2004	0	0	21,6	1,457	0,567	0,050	0,152	2,770	1,058	(2,352)	1,686	0,433	9,453	(6,10)	5,000	
Parapanema S.A.	2005	0	0	21,8	1,093	0,086	0,007	0,082	4,515	1,157	(0,094)	(1,165)	0,093	(0,385)	3,60	0,700	
Parapanema S.A.	2006	0	0	22,0	1,524	6,402	0,087	0,165	41,365	1,168	1,207	16,480	0,523	1,577	43,00	7,600	
Parapanema S.A.	2007	0	0	22,0	0,982	1,945	0,029	0,026	28,855	1,040	(2,143)	(1,347)	(0,019)	(0,838)	(323,000)	2,700	
Média	9998	0	0	21,7	1,185	1,982	0,044	0,110	14,501	1,023	(0,784)	0,891	0,179	1,570	(51,692)	4,583	
Mediana	9999	9990	9990	21,7	1,097	1,256	0,040	0,117	6,417	1,049	(0,870)	(0,030)	0,094	0,074	(2,576)	3,850	
Parmalat Brasil S.A. Ind.Alimentos	2002	0	0	21,2	1,153	0,279	0,117	0,055	0,501	0,513	(0,218)	(2,134)	0,153	(1,031)	7,869	11,700	
Parmalat Brasil S.A. Ind.Alimentos	2003	0	0	21,1	1,026	0,520	0,162	0,005	0,501	0,513	(0,342)	(0,228)	0,026	(1,031)	7,300	14,000	
Parmalat Brasil S.A. Ind.Alimentos	2004	0	0	20,9	0,376	1,016	0,189	0,036	0,501	0,513	(0,504)	0,032	(0,524)	(3,579)	9,500	35,900	
Parmalat Brasil S.A. Ind.Alimentos	2005	0	0	20,4	1,418	1,219	0,943	0,055	0,501	0,513	(3,433)	0,997	(0,999)	(1,031)	(1,500)	74,000	
Parmalat Brasil S.A. Ind.Alimentos	2006	0	0	20,4	0,918	1,949	0,141	0,055	0,501	0,513	1,002	(3,641)	26,099	(1,031)	39,800	12,700	
Parmalat Brasil S.A. Ind.Alimentos	2007	0	0	20,6	1,302	0,711	0,071	0,013	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	81,500	6,000	
Média	9998	0	0	20,8	1,032	0,949	0,271	0,036	0,501	0,513	(0,669)	(1,980)	4,116	(1,456)	24,078	25,717	
Mediana	9999	9990	9990	20,8	1,089	0,864	0,151	0,045	0,501	0,513	(0,423)	(1,181)	(0,017)	(1,031)	8,685	13,350	
Perdigao S.A.	2001	2002	0	1	21,8	1,199	0,012	0,003	0,098	0,804	0,534	0,004	-0,95107	0,199	(0,306)	0,161	0,300
Perdigao S.A.	2003	0	1	21,7	1,311	0,162	0,044	0,138	1,349	0,741	0,130	14,008	0,311	0,306	1,700	3,200	
Perdigao S.A.	2004	0	1	21,6	1,277	0,305	0,117	0,235	2,629	1,353	0,271	1,393	0,277	0,549	2,000	6,100	

Perdigao S.A.	2005	0	1	22,0	1,054	0,295	0,099	0,181	2,681	1,141	0,260	0,221	0,054	0,104	2,400	7,000
Perdigao S.A.	2006	0	1	22,3	1,013	0,056	0,024	0,074	2,343	1,141	0,389	(0,689)	(0,030)	(0,480)	1,100	2,300
Perdigao S.A.	2007	0	1	22,6	1,273	0,100	0,049	0,123	2,526	1,309	0,367	1,296	0,067	0,890	1,500	4,800
Média	9998	0	1	22,0	1,188	0,155	0,056	0,141	2,055	1,037	0,237	3,246	0,146	0,177	1,477	3,950
Mediana	9999	9990	9991	21,9	1,236	0,131	0,047	0,130	2,434	1,141	0,266	1,296	0,133	0,205	1,600	4,000
Petropar S.A.	2002	0	0	19,4	1,095	0,122	0,068	0,197	0,501	0,513	0,053	(0,026)	0,095	(1,031)	0,701	5,400
Petropar S.A.	2003	0	0	19,4	1,009	0,313	0,201	0,119	0,647	0,342	0,203	2,072	0,009	(0,370)	1,600	16,500
Petropar S.A.	2004	0	0	19,9	1,197	0,188	0,109	0,105	0,501	0,513	0,433	(0,140)	0,197	0,399	2,000	11,900
Petropar S.A.	2005	0	0	20,0	0,982	0,152	0,081	0,062	0,501	0,513	0,058	(0,142)	(0,018)	(0,318)	2,500	10,400
Petropar S.A.	2006	0	0	20,1	1,038	0,076	0,037	0,079	0,845	0,593	(0,020)	(0,509)	0,038	0,381	2,200	4,900
Petropar S.A.	2007	0	0	20,2	1,038	0,036	0,017	0,064	2,322	1,245	0,016	(0,523)	0,038	(0,159)	(3,000)	2,300
Média	9998	0	0	19,8	1,060	0,148	0,085	0,105	0,886	0,620	0,124	0,122	0,060	(0,183)	1,000	8,567
Mediana	9999	9990	9990	20,0	1,038	0,137	0,075	0,092	0,574	0,513	0,055	(0,141)	0,038	(0,239)	1,800	7,900
Petroquimica Uniao S.A.	2002	0	0	20,9	0,968	0,009	0,004	0,093	1,254	0,935	(0,144)	(0,939)	(0,032)	(0,393)	0,118	0,400
Petroquimica Uniao S.A.	2003	0	0	21,0	1,529	0,144	0,058	0,128	1,745	1,104	(0,019)	14,158	0,529	0,410	2,200	3,500
Petroquimica Uniao S.A.	2004	0	0	21,1	1,256	0,307	0,133	0,240	2,756	1,545	0,180	1,509	0,256	1,059	2,100	7,000
Petroquimica Uniao S.A.	2005	0	0	21,2	1,028	0,111	0,052	0,128	1,652	1,086	0,219	(0,558)	0,028	(0,402)	1,500	3,000
Petroquimica Uniao S.A.	2006	0	0	21,3	1,070	0,187	0,083	0,164	1,434	1,019	0,068	0,794	0,070	0,436	2,000	5,000
Petroquimica Uniao S.A.	2007	0	0	21,6	1,066	0,197	0,074	0,132	1,692	1,048	0,105	0,164	0,066	0,059	2,600	5,500
Média	9998	0	0	21,2	1,153	0,159	0,067	0,147	1,756	1,123	0,068	2,521	0,153	0,195	1,753	4,067
Mediana	9999	9990	9990	21,2	1,068	0,166	0,066	0,130	1,672	1,067	0,087	0,479	0,068	0,235	2,050	4,250
Pettenati S.A. Ind Textil (db: junho)	2002	1	0	18,9	0,969	0,197	0,097	0,112	0,234	0,367	(0,199)	(3,244)	(0,031)	(1,031)	4,877	25,300
Pettenati S.A. Ind Textil (db: junho)	2003	1	0	18,8	1,203	0,065	0,033	0,073	0,315	0,421	(0,011)	0,957	0,203	(1,031)	15,100	6,900
Pettenati S.A. Ind Textil (db: junho)	2004	1	0	18,9	1,046	0,000	0,000	0,110	0,405	0,428	(0,027)	3,996	0,046	(1,031)	(18,457)	3,272
Pettenati S.A. Ind Textil (db: junho)	2005	1	0	18,8	1,155	0,041	0,020	0,111	0,320	0,360	(0,039)	(2,076)	0,155	(1,031)	(18,000)	3,300
Pettenati S.A. Ind Textil (db: junho)	2006	1	0	18,9	1,517	0,128	0,066	0,126	0,551	0,400	0,194	6,487	0,517	(1,031)	1,700	8,300
Pettenati S.A. Ind Textil (db: junho)	2007	1	0	19,1	1,061	0,077	0,039	0,251	2,040	1,124	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	1,700	5,300
Média	9998	1	0	18,9	1,159	0,085	0,042	0,131	0,644	0,517	(0,100)	(0,131)	0,138	(1,031)	(2,180)	8,729
Mediana	9999	9991	9990	18,9	1,108	0,071	0,036	0,112	0,363	0,411	(0,033)	(0,560)	0,100	(1,031)	1,700	6,100
Plascar Participacoes Industriais S.A.	2002	0	0	18,8	0,918	6,017	0,296	0,002	0,842	0,899	(1,199)	(2,935)	(0,082)	(0,986)	(37,475)	21,100
Plascar Participacoes Industriais S.A.	2003	0	0	19,5	0,869	0,586	0,143	0,071	0,465	0,804	10,206	0,103	(0,131)	(66,862)	4,700	21,800

Plascar Participacoes Industriais S.A.	2004	0	0	19,7	1,445	0,949	0,101	0,003	1,681	0,927	(0,460)	0,127	0,445	1,055	17,300	13,200	
Plascar Participacoes Industriais S.A.	2005	0	0	19,7	1,411	0,070	0,007	0,111	2,225	0,972	0,041	0,923	0,411	36,447	(1,500)	0,700	
Plascar Participacoes Industriais S.A.	2006	0	0	19,8	1,143	0,201	0,117	0,166	4,890	3,100	2,715	14,214	(0,096)	0,238	1,300	10,600	
Plascar Participacoes Industriais S.A.	2007	0	0	20,0	1,160	0,191	0,100	0,155	5,846	3,363	0,174	(0,924)	(0,921)	(0,916)	1,300	10,200	
Média	9998	0	0	19,6	1,158	1,336	0,128	0,085	2,658	1,678	1,913	1,918	(0,062)	(5,171)	(2,396)	12,933	
Mediana	9999	9990	9990	19,7	1,151	0,393	0,109	0,091	1,953	0,950	0,108	0,115	(0,089)	(0,339)	1,300	11,900	
Portobello S.A.	2008	2002	1	0	19,7	1,349	0,794	0,094	0,055	0,659	0,705	(0,353)	(0,351)	(0,397)	(1,031)	(5,637)	8,200
Portobello S.A.	2003	1	0	19,7	1,067	0,003	0,000	0,055	1,945	0,854	0,003	1,004	0,067	(1,031)	(18,457)	3,272	
Portobello S.A.	2004	1	0	19,6	0,964	0,085	0,012	0,114	5,651	1,458	0,093	26,951	(0,036)	(1,031)	0,600	0,900	
Portobello S.A.	2005	1	0	19,6	1,041	0,531	0,059	0,107	7,054	1,487	(0,235)	(5,767)	0,041	(0,067)	(11,500)	4,300	
Portobello S.A.	2006	1	0	19,6	0,969	0,573	0,086	0,105	6,341	1,665	0,286	(0,509)	(0,043)	0,014	(19,600)	6,800	
Portobello S.A.	2007	1	0	19,8	0,914	1,674	0,097	0,030	19,503	1,894	(0,566)	(0,194)	(0,188)	(0,700)	32,400	10,000	
Média	9998	1	0	19,7	1,051	0,610	0,058	0,077	6,859	1,344	(0,128)	3,522	(0,093)	(0,641)	(3,699)	5,579	
Mediana	9999	9991	9990	19,7	1,005	0,552	0,072	0,080	5,996	1,473	(0,116)	(0,273)	(0,039)	(0,866)	(8,569)	5,550	
Positivo Informatica S.A.	2005	2005	1	1	19,4	0,000	0,135	0,062	0,145	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	1,600	3,100
Positivo Informatica S.A.	2006	1	1	20,2	1,904	0,066	0,036	0,079	6,321	3,242	1,473	0,235	0,900	0,159	1,100	2,000	
Positivo Informatica S.A.	2007	1	1	20,7	1,544	0,124	0,070	0,102	7,188	3,830	0,663	2,050	0,500	1,036	1,900	4,100	
Média	9998	1	1	20,1	1,150	0,108	0,056	0,109	4,670	2,529	0,539	(1,540)	0,446	0,055	1,533	3,067	
Mediana	9999	9991	9991	20,2	1,544	0,124	0,062	0,102	6,321	3,242	0,663	0,235	0,500	0,159	1,600	3,100	
Profarma Distrib. Produtos Farmaceuticos	2005	2005	1	1	19,9	0,000	0,204	0,038	0,118	0,501	0,513	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	1,900	1,100
Profarma Distrib. Produtos Farmaceuticos	2006	1	1	20,5	1,138	0,009	0,005	0,038	2,639	1,147	2,136	(1,196)	0,022	(0,467)	(0,300)	0,200	
Profarma Distrib. Produtos Farmaceuticos	2007	1	1	20,6	1,308	0,077	0,037	0,073	2,921	1,299	0,102	7,636	(0,098)	0,557	1,300	1,500	
Média	9998	1	1	20,3	0,815	0,096	0,027	0,076	2,020	0,987	0,574	(0,155)	(0,045)	(0,314)	0,967	0,933	
Mediana	9999	9991	9991	20,5	1,138	0,077	0,037	0,073	2,639	1,147	0,102	(1,196)	(0,061)	(0,467)	1,300	1,100	
Pronor Petroquimica S.A.	2002	1	0	19,9	0,233	0,303	0,129	0,111	0,161	0,481	(0,214)	(4,228)	(0,767)	(0,752)	5,817	29,300	
Pronor Petroquimica S.A.	2003	1	0	19,9	1,109	0,055	0,023	0,066	0,448	0,621	(0,036)	0,825	0,109	(0,415)	(2,100)	4,600	
Pronor Petroquimica S.A.	2004	1	0	20,0	1,125	0,222	0,103	0,106	0,901	0,715	0,195	5,815	0,125	0,747	1,800	19,800	
Pronor Petroquimica S.A.	2005	1	0	20,0	0,966	0,045	0,021	0,063	0,595	0,541	0,017	(0,793)	(0,034)	(0,394)	1,500	4,200	
Pronor Petroquimica S.A.	2006	1	0	19,9	0,998	0,329	0,122	0,043	0,576	0,547	(0,244)	(6,510)	(0,002)	(1,646)	3,000	23,400	
Pronor Petroquimica S.A.	2007	1	0	19,9	0,941	0,059	0,024	0,080	0,570	0,527	0,049	1,187	(0,060)	2,759	2,900	4,700	
Média	9998	1	0	19,9	0,895	0,169	0,070	0,078	0,542	0,572	(0,039)	(0,617)	(0,105)	0,050	2,153	14,333	

Mediana	9999	9991	9990	19,9	0,982	0,140	0,063	0,073	0,573	0,544	(0,009)	0,016	(0,018)	(0,405)	2,350	12,250	
Quattor Petroquimica S.A. (ex-Suzano Petrq.)	2004	2004	0	1	21,4	1,316	0,114	0,054	0,121	1,575	1,065	0,088	50,365	0,316	0,670	1,700	6,800
Quattor Petroquimica S.A. (ex-Suzano Petrq.)	2005	2005	0	1	21,9	1,190	0,016	0,005	0,063	1,121	0,843	0,011	(0,864)	0,162	(0,163)	0,600	0,800
Quattor Petroquimica S.A. (ex-Suzano Petrq.)	2006	2006	0	1	21,9	1,295	0,000	0,007	0,061	0,919	0,718	0,000	(0,999)	0,295	(0,018)	(18,457)	3,272
Quattor Petroquimica S.A. (ex-Suzano Petrq.)	2007	2007	0	1	21,6	1,010	0,139	0,057	0,114	2,184	1,096	0,079	9.028,063	0,010	0,401	4,700	5,800
Média	9998	0	1	21,7	1,203	0,067	0,031	0,090	1,450	0,931	0,045	2.269,141	0,196	0,222	(2,864)	4,168	
Mediana	9999	9990	9991	21,8	1,243	0,065	0,031	0,089	1,348	0,954	0,045	24,751	0,229	0,191	1,150	4,536	
Randon S.A. Implementos e Participacoes	2001	2002	1	1	20,2	1,219	0,118	0,023	0,206	1,586	0,560	0,039	1,818	0,219	0,096	1,081	1,600
Randon S.A. Implementos e Participacoes	2003	2003	1	1	20,4	1,366	0,419	0,098	0,241	2,502	0,765	0,431	4,117	0,366	0,426	3,200	6,200
Randon S.A. Implementos e Participacoes	2004	2004	1	1	20,7	1,437	0,492	0,129	0,319	4,309	1,275	0,518	0,775	0,433	0,777	3,400	7,600
Randon S.A. Implementos e Participacoes	2005	2005	1	1	20,9	1,183	0,354	0,101	0,220	3,368	1,052	0,318	(0,051)	0,183	(0,166)	3,400	6,100
Randon S.A. Implementos e Participacoes	2006	2006	1	1	21,1	1,044	0,254	0,096	0,212	2,784	1,054	0,463	0,070	(0,008)	0,086	2,700	6,600
Randon S.A. Implementos e Participacoes	2007	2007	1	1	21,3	1,252	0,278	0,096	0,216	4,292	1,527	0,195	0,280	0,233	0,298	2,900	6,900
Média	9998	1	1	20,8	1,250	0,319	0,090	0,236	3,140	1,039	0,327	1,168	0,238	0,253	2,780	5,833	
Mediana	9999	9991	9991	20,8	1,236	0,316	0,097	0,218	3,076	1,053	0,375	0,528	0,226	0,197	3,050	6,400	
Rasip Agro Pastoral S.A.	2002	2002	1	0	17,7	1,183	0,020	0,013	0,152	0,761	0,595	0,022	(0,597)	0,183	(0,120)	0,212	1,700
Rasip Agro Pastoral S.A.	2003	2003	1	0	17,8	0,975	0,004	0,003	0,114	0,997	0,697	0,001	(1,219)	(0,025)	(0,198)	(0,100)	0,400
Rasip Agro Pastoral S.A.	2004	2004	1	0	18,0	1,390	0,063	0,044	0,128	1,048	0,651	0,090	19,812	0,238	0,226	0,600	5,900
Rasip Agro Pastoral S.A.	2005	2005	1	0	18,0	0,893	0,023	0,016	0,079	0,800	0,565	(0,020)	(1,304)	(0,248)	(0,497)	(1,000)	2,400
Rasip Agro Pastoral S.A.	2006	2006	1	0	18,1	0,979	0,103	0,068	0,145	1,042	0,767	0,079	5,752	0,175	2,542	1,200	11,600
Rasip Agro Pastoral S.A.	2007	2007	1	0	18,3	1,268	0,062	0,035	0,110	2,656	1,587	0,035	(0,375)	0,268	(0,062)	1,100	5,700
Média	9998	1	0	18,0	1,115	0,046	0,030	0,121	1,217	0,810	0,035	3,678	0,098	0,315	0,335	4,617	
Mediana	9999	9991	9990	18,0	1,081	0,043	0,025	0,121	1,020	0,674	0,029	(0,486)	0,179	(0,091)	0,406	4,050	
Recrusul S.A.	2002	2002	1	0	17,8	0,951	2,335	0,430	0,131	0,857	0,619	(0,700)	(0,539)	(0,049)	0,238	8,542	39,400
Recrusul S.A.	2003	2003	1	0	17,7	0,826	1,607	0,379	0,119	0,484	0,971	(2,144)	0,213	(0,174)	0,185	(6,200)	37,500
Recrusul S.A.	2004	2004	1	0	17,5	0,506	0,610	0,477	0,172	0,128	1,623	(1,564)	0,027	(0,494)	(0,116)	(2,200)	72,200
Recrusul S.A.	2005	2005	1	0	17,1	0,689	0,289	0,439	0,347	0,031	2,465	(0,406)	0,335	(0,311)	(0,460)	(0,800)	69,800
Recrusul S.A.	2006	2006	1	0	17,0	0,039	0,297	0,700	0,514	0,034	3,393	(0,408)	(0,447)	(0,961)	(0,341)	(0,400)	2.565,000
Recrusul S.A.	2007	2007	1	0	17,1	8,035	0,174	0,424	0,199	0,238	3,899	(0,144)	0,328	7,035	0,572	(0,600)	214,500
Média	9998	1	0	17,4	1,841	0,885	0,475	0,247	0,295	2,162	(0,894)	(0,014)	0,841	0,013	(0,276)	499,733	

Mediana		9999	9991	9990	17,3	0,757	0,453	0,434	0,186	0,183	2,044	(0,554)	0,120	(0,243)	0,035	(0,700)	71,000
Renar Maçãs S.A.	2004	2004	1	1	17,8	1,423	0,038	0,018	0,113	0,501	0,513	(0,093)	(0,541)	0,331	(0,370)	0,400	2,200
Renar Maçãs S.A.		2005	1	1	17,9	1,058	0,222	0,126	0,017	0,940	0,749	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	4,800	15,700
Renar Maçãs S.A.		2006	1	1	18,3	0,643	0,004	0,003	0,045	0,513	0,549	0,786	1,029	(0,357)	4,860	0,100	0,700
Renar Maçãs S.A.		2007	1	1	18,3	1,012	0,143	0,087	0,058	1,697	1,296	(0,116)	(35,747)	0,012	(2,284)	2,300	24,400
Média		9998	1	1	18,1	1,034	0,102	0,058	0,058	0,913	0,777	0,015	(10,541)	(0,019)	0,294	1,900	10,750
Mediana		9999	9991	9991	18,1	1,035	0,091	0,052	0,051	0,726	0,649	(0,104)	(3,722)	(0,024)	(0,701)	1,350	8,950
Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.		2002	0	0	17,8	1,166	0,405	2,065	1,387	0,501	0,513	(0,816)	(0,084)	0,166	(3,579)	(0,302)	149,300
Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.		2003	0	0	18,0	1,395	0,114	0,563	0,058	0,020	5,869	(0,128)	0,683	0,395	1,048	(0,900)	33,900
Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.		2004	0	0	17,9	1,539	0,026	0,110	0,351	0,079	5,131	0,959	0,985	(0,872)	(0,535)	0,100	3,900
Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.		2005	0	0	18,4	1,253	0,124	0,291	0,249	0,057	2,952	0,110	3,665	(0,204)	(0,288)	(0,300)	13,200
Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.		2006	0	0	18,5	0,592	0,001	0,002	0,055	0,501	0,513	0,001	(0,993)	(0,408)	(1,031)	(18,457)	0,200
Rimet Empreend. Inds. e Comerciais S.A.		2007	0	0	18,7	1,393	0,029	0,048	0,055	0,354	2,641	(0,030)	(35,647)	0,393	(1,031)	0,300	3,800
Média		9998	0	0	18,2	1,223	0,116	0,513	0,359	0,252	2,937	0,016	(5,232)	(0,088)	(0,903)	(3,260)	34,050
Mediana		9999	9990	9990	18,2	1,323	0,071	0,200	0,153	0,216	2,797	(0,014)	0,300	(0,019)	(0,783)	(0,301)	8,550
Rossi Residencial S.A.	2003	2003	1	1	20,4	1,096	0,023	0,009	0,013	0,641	0,503	(0,674)	(1,516)	(0,598)	0,313	1,900	3,400
Rossi Residencial S.A.		2004	1	1	20,7	1,768	0,070	0,021	0,036	0,795	0,495	0,044	3,849	0,603	4,181	2,900	6,100
Rossi Residencial S.A.		2005	1	1	20,5	1,272	0,069	0,025	0,052	3,503	1,570	0,055	0,045	0,272	0,220	1,700	5,000
Rossi Residencial S.A.		2006	1	1	21,1	1,018	0,040	0,029	0,030	1,984	1,314	1,274	0,403	(0,340)	(0,300)	(5,600)	10,600
Rossi Residencial S.A.		2007	1	1	21,5	1,782	0,112	0,059	0,062	3,034	1,775	0,090	1,867	0,700	1,938	2,700	17,900
Média		9998	1	1	20,8	1,387	0,063	0,029	0,039	1,991	1,132	0,158	0,930	0,127	1,270	0,720	8,600
Mediana		9999	9991	9991	20,7	1,272	0,069	0,025	0,036	1,984	1,314	0,055	0,403	0,272	0,313	1,900	6,100
S.A. Fabrica Prods Alimcs Vigor	2001	2002	1	1	20,1	1,109	0,215	0,057	0,072	0,169	0,585	(0,177)	(1,583)	0,109	0,473	(2,469)	6,500
S.A. Fabrica Prods Alimcs Vigor		2003	1	1	20,2	1,180	0,019	0,005	0,111	0,333	0,600	0,014	1,090	0,180	0,614	0,300	0,500
S.A. Fabrica Prods Alimcs Vigor		2004	1	1	20,2	1,094	0,003	0,001	0,103	0,445	0,616	(0,002)	(0,853)	0,094	(0,059)	(18,457)	0,100
S.A. Fabrica Prods Alimcs Vigor		2005	1	1	20,4	1,266	0,038	0,012	0,122	0,323	0,549	0,515	19,206	0,266	0,396	0,400	1,100
S.A. Fabrica Prods Alimcs Vigor		2006	1	1	20,3	0,849	0,093	0,027	0,088	0,685	0,685	(0,141)	(3,137)	(0,151)	(0,295)	(1,400)	2,700
S.A. Fabrica Prods Alimcs Vigor		2007	1	1	20,3	1,095	0,017	0,004	0,118	2,837	1,206	(0,177)	1,147	0,095	0,295	0,300	0,400
Média		9998	1	1	20,3	1,099	0,064	0,018	0,102	0,799	0,707	0,005	2,645	0,099	0,237	(3,554)	1,883
Mediana		9999	9991	9991	20,3	1,102	0,028	0,009	0,107	0,389	0,608	(0,072)	0,119	0,102	0,345	(0,550)	0,800
Sadia S.A.	2001	2002	1	1	22,4	1,166	0,186	0,046	0,090	0,750	0,565	0,125	0,155	0,166	(0,243)	2,281	5,500

Sadia S.A.	2003	1	1	22,4	1,248	0,300	0,081	0,118	1,830	0,661	0,179	0,908	0,248	0,406	5,500	8,400	
Sadia S.A.	2004	1	1	22,5	1,205	0,247	0,077	0,128	2,170	0,851	0,195	(0,018)	0,205	0,129	3,000	6,900	
Sadia S.A.	2005	1	1	22,6	1,147	0,296	0,101	0,128	1,955	0,806	0,255	0,500	0,148	0,142	4,600	9,000	
Sadia S.A.	2006	1	1	22,7	0,940	0,153	0,050	0,081	1,973	0,843	0,111	(0,426)	(0,058)	(0,268)	3,700	5,500	
Sadia S.A.	2007	1	1	22,8	1,254	0,237	0,084	0,122	2,329	1,053	0,192	0,839	0,260	0,642	2,700	8,000	
Média	9998	1	1	22,6	1,160	0,236	0,073	0,111	1,834	0,797	0,176	0,326	0,162	0,135	3,630	7,217	
Mediana	9999	9991	9991	22,6	1,186	0,242	0,079	0,120	1,964	0,824	0,185	0,328	0,186	0,135	3,350	7,450	
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	2002	1	0	19,0	1,123	0,040	0,008	0,186	0,202	0,511	0,047	1,131	0,123	0,328	0,280	0,600	
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	2003	1	0	19,1	1,169	0,062	0,012	0,150	0,223	0,444	0,141	0,764	0,169	(0,095)	0,400	0,900	
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	2004	1	0	19,4	1,208	0,022	0,008	0,119	0,396	0,485	1,621	(0,073)	0,208	0,160	0,200	0,700	
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	2005	1	0	19,3	0,930	7,835	0,373	0,139	1,155	0,729	(0,887)	(41,686)	(0,070)	(1,970)	35,500	31,400	
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	2006	1	0	19,3	0,917	2,535	0,228	0,033	0,546	0,922	(2,922)	0,378	(0,083)	0,754	(25,200)	21,300	
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	2007	1	0	19,3	1,170	0,723	0,235	0,016	0,308	1,153	(2,611)	(0,030)	0,170	0,517	(8,900)	18,700	
Média	9998	1	0	19,2	1,086	1,870	0,144	0,107	0,472	0,707	(0,768)	(6,586)	0,086	(0,051)	0,380	12,267	
Mediana	9999	9991	9990	19,3	1,146	0,392	0,120	0,129	0,352	0,620	(0,420)	0,174	0,146	0,244	0,240	9,800	
Sao Paulo Alpargatas S.A.	2003	2003	1	1	20,6	1,178	0,163	0,089	0,116	0,754	0,404	0,125	0,741	0,178	0,183	3,200	7,600
Sao Paulo Alpargatas S.A.	2004	2004	1	1	20,8	1,135	0,169	0,090	0,117	1,157	0,579	0,124	0,169	0,135	0,153	2,200	7,900
Sao Paulo Alpargatas S.A.	2005	2005	1	1	20,9	1,139	0,252	0,145	0,184	1,994	1,046	0,204	0,766	0,143	0,731	1,900	12,200
Sao Paulo Alpargatas S.A.	2006	2006	1	1	20,8	1,001	0,167	0,120	0,203	3,026	1,921	0,193	(0,210)	0,032	0,057	1,600	9,300
Sao Paulo Alpargatas S.A.	2007	2007	1	1	21,0	0,949	0,137	0,090	0,094	2,966	1,910	0,176	(0,035)	(0,035)	(0,404)	1,800	9,300
Média	9998	1	1	20,8	1,080	0,178	0,107	0,143	1,979	1,172	0,164	0,286	0,090	0,144	2,140	9,260	
Mediana	9999	9991	9991	20,8	1,135	0,167	0,090	0,117	1,994	1,046	0,176	0,169	0,135	0,153	1,900	9,300	
Schulz S.A.	2002	2002	1	0	18,9	1,236	0,019	0,009	0,166	0,162	0,316	0,016	0,124	0,236	(1,031)	0,137	1,000
Schulz S.A.	2003	2003	1	0	18,9	1,296	0,051	0,023	0,131	0,297	0,391	0,040	1,750	0,296	(0,196)	1,300	2,100
Schulz S.A.	2004	2004	1	0	19,2	1,521	0,124	0,046	0,190	0,767	0,575	0,092	1,662	0,521	0,932	1,500	3,700
Schulz S.A.	2005	2005	1	0	19,3	1,172	0,120	0,047	0,212	0,501	0,513	0,132	0,088	0,172	0,181	1,100	3,400
Schulz S.A.	2006	2006	1	0	19,4	1,038	0,104	0,038	0,198	1,459	0,837	0,086	(0,054)	0,038	0,102	1,100	3,100
Schulz S.A.	2007	2007	1	0	19,7	1,164	0,231	0,081	0,214	3,185	1,448	0,214	1,690	0,164	0,359	2,000	7,100
Média	9998	1	0	19,2	1,238	0,108	0,041	0,185	1,062	0,680	0,097	0,876	0,238	0,058	1,190	3,400	
Mediana	9999	9991	9990	19,3	1,204	0,112	0,042	0,194	0,634	0,544	0,089	0,893	0,204	0,141	1,200	3,250	
Semp Toshiba S.A.	2002	2002	1	0	18,5	1,364	0,595	0,039	0,013	0,501	0,513	1,364	1,480	0,364	1,712	(150,000)	57,300

Semp Toshiba S.A.	2003	1	0	18,6	1,865	0,339	0,027	0,007	2,191	0,989	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	(15,500)	23,600
Semp Toshiba S.A.	2004	1	0	18,7	1,471	4,801	0,061	0,083	0,501	0,513	(0,828)	(3,439)	0,471	(12,291)	54,700	39,200
Semp Toshiba S.A.	2005	1	0	18,7	1,145	0,042	0,000	0,026	0,501	0,513	(0,040)	0,992	0,145	0,671	1,400	0,300
Semp Toshiba S.A.	2006	1	0	18,8	1,245	0,517	0,003	0,018	0,501	0,513	(0,341)	(7,203)	0,245	0,234	20,000	1,900
Semp Toshiba S.A.	2007	1	0	18,8	0,623	0,154	0,134	0,141	1,508	1,312	0,764	(1,021)	(0,966)	0,579	1,000	112,400
Média	9998	1	0	18,7	1,285	1,075	0,044	0,048	0,951	0,726	0,067	(2,683)	0,033	(1,688)	(14,733)	39,117
Mediana	9999	9991	9990	18,7	1,305	0,428	0,033	0,022	0,501	0,513	(0,190)	(2,230)	0,195	0,406	1,200	31,400
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	2002	1	0	18,2	1,416	0,012	0,009	0,067	0,501	0,513	0,006	(0,751)	0,416	0,054	0,166	1,200
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	2003	1	0	18,6	1,295	0,349	0,277	0,235	0,261	0,239	0,533	43,252	0,295	4,270	1,200	40,800
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	2004	1	0	18,7	0,338	0,050	0,040	0,017	0,283	0,266	0,053	(0,850)	(0,662)	(1,073)	4,000	18,100
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	2005	1	0	18,8	1,372	0,034	0,025	0,048	0,171	0,287	0,035	(0,284)	0,372	(2,388)	(2,300)	9,400
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	2006	1	0	18,9	0,382	0,019	0,012	0,008	0,290	0,118	(0,019)	(1,539)	(0,618)	0,824	1,000	13,300
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	2007	1	0	18,9	0,198	0,005	0,003	0,017	0,458	0,180	0,005	1,270	(0,802)	(1,277)	0,400	18,200
Média	9998	1	0	18,7	0,834	0,078	0,061	0,065	0,327	0,267	0,102	6,850	(0,166)	0,068	0,744	16,833
Mediana	9999	9991	9990	18,8	0,839	0,027	0,019	0,033	0,287	0,252	0,021	(0,518)	(0,161)	(0,510)	0,700	15,700
Siderurgica J Aliperti S.A.	2002	1	0	18,7	1,541	0,107	0,070	0,073	0,501	0,513	0,079	0,766	0,565	43,580	0,893	19,800
Siderurgica J Aliperti S.A.	2003	1	0	18,8	1,195	0,115	0,069	0,151	0,440	0,208	0,078	0,165	0,201	1,446	0,800	19,200
Siderurgica J Aliperti S.A.	2004	1	0	18,8	0,791	0,106	0,066	0,047	0,501	0,513	0,072	(0,018)	(0,209)	(0,678)	2,100	23,800
Siderurgica J Aliperti S.A.	2005	1	0	18,9	1,192	0,057	0,035	0,028	0,501	0,513	0,032	(0,440)	0,192	(0,387)	1,200	11,200
Siderurgica J Aliperti S.A.	2006	1	0	18,9	0,919	0,037	0,022	0,029	0,501	0,513	(0,063)	(1,609)	(0,081)	(2,017)	1,100	7,400
Siderurgica J Aliperti S.A.	2007	1	0	18,9	1,170	0,044	0,024	0,039	0,501	0,513	(0,022)	2,149	0,170	(0,392)	3,200	7,300
Média	9998	1	0	18,8	1,135	0,078	0,048	0,061	0,491	0,463	0,029	0,169	0,140	6,925	1,549	14,783
Mediana	9999	9991	9990	18,9	1,181	0,082	0,051	0,043	0,501	0,513	0,052	0,074	0,181	(0,389)	1,150	15,200
Springer S.A.	2002	1	0	18,6	1,031	0,155	0,119	0,028	0,624	0,230	(0,010)	0,617	(0,112)	(0,291)	3,816	36,500
Springer S.A.	2003	1	0	18,7	1,447	0,082	0,059	0,011	0,501	0,513	(0,025)	(0,511)	0,380	1,398	2,300	12,900
Springer S.A.	2004	1	0	18,9	1,991	0,103	0,072	0,075	1,068	0,665	0,086	0,410	0,885	6,652	1,800	9,700
Springer S.A.	2005	1	0	18,7	1,214	0,058	0,042	0,052	0,756	0,430	(0,067)	(1,512)	0,184	(0,388)	1,400	4,200
Springer S.A.	2006	1	0	19,1	0,764	0,013	0,007	0,016	0,556	0,277	0,079	1,238	(0,236)	(0,558)	49,600	1,300
Springer S.A.	2007	1	0	19,2	2,277	0,030	0,014	0,064	0,989	0,468	(0,029)	(3,271)	1,277	3,560	1,000	1,300
Média	9998	1	0	18,9	1,454	0,073	0,052	0,041	0,749	0,430	0,006	(0,505)	0,396	1,729	9,986	10,983
Mediana	9999	9991	9990	18,8	1,330	0,070	0,051	0,040	0,690	0,449	(0,018)	(0,050)	0,282	0,553	2,050	6,950

Suzano Papel e Celulose S.A.	2003	2003	1	1	22,5	1,198	0,253	0,098	0,167	1,497	0,858	0,249	8,481	0,067	0,059	3,000	23,700
Suzano Papel e Celulose S.A.		2004	1	1	22,5	1,065	0,220	0,101	0,173	1,418	0,891	0,141	(0,041)	(0,006)	(0,031)	2,000	22,800
Suzano Papel e Celulose S.A.		2005	1	1	22,7	1,056	0,161	0,068	0,124	1,075	0,766	0,132	(0,186)	0,037	(0,137)	2,500	17,900
Suzano Papel e Celulose S.A.		2006	1	1	23,0	1,112	0,111	0,044	0,102	1,654	1,022	0,171	(0,164)	0,047	0,072	2,300	14,300
Suzano Papel e Celulose S.A.		2007	1	1	23,2	1,100	0,123	0,047	0,100	2,068	1,198	0,094	0,171	0,060	0,062	4,900	15,800
Média		9998	1	1	22,8	1,106	0,173	0,071	0,133	1,542	0,947	0,157	1,652	0,041	0,005	2,940	18,900
Mediana		9999	9991	9991	22,7	1,100	0,161	0,068	0,124	1,497	0,891	0,141	(0,041)	0,047	0,059	2,500	17,900
Tec Toy S.A.		2002	0	0	16,8	1,222	0,326	0,635	0,271	0,145	2,815	(0,484)	(0,359)	0,222	3,200	1,634	28,600
Tec Toy S.A.		2003	0	0	16,7	0,779	0,198	0,442	0,244	0,242	3,353	0,202	0,367	(0,263)	(1,820)	(0,600)	24,600
Tec Toy S.A.		2004	0	0	16,7	1,310	0,065	0,162	0,047	0,376	4,116	(0,069)	0,732	(0,000)	0,860	(0,900)	6,600
Tec Toy S.A.		2005	0	0	16,7	1,199	0,008	0,021	0,209	0,393	4,322	(0,008)	0,874	0,199	5,279	(18,457)	0,700
Tec Toy S.A.		2006	0	0	16,6	0,744	0,061	0,182	0,205	1,067	6,895	(0,065)	(6,929)	(0,256)	(1,909)	(0,300)	7,400
Tec Toy S.A.		2007	0	0	17,4	1,032	0,245	0,046	0,011	13,443	3,047	0,910	0,581	(0,234)	0,911	(6,700)	4,000
Média		9998	0	0	16,8	1,048	0,150	0,248	0,164	2,611	4,091	0,081	(0,789)	(0,055)	1,087	(4,220)	11,983
Mediana		9999	9990	9990	16,7	1,116	0,131	0,172	0,207	0,385	3,734	(0,036)	0,474	(0,117)	0,885	(0,750)	7,000
Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.		2002	1	0	17,4	0,834	0,037	0,014	0,055	0,501	0,513	0,088	0,729	(0,265)	(1,031)	4,743	61,400
Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.		2003	1	0	17,4	0,620	0,179	0,057	0,011	0,501	0,513	(0,151)	(3,114)	(0,380)	(1,031)	14,300	407,400
Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.		2004	1	0	17,5	1,179	0,213	0,059	0,006	0,501	0,513	(0,102)	(0,068)	0,179	0,462	26,800	369,000
Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.		2005	1	0	17,5	1,063	0,539	0,096	0,012	0,501	0,513	(0,350)	(0,641)	0,063	(1,124)	38,300	569,700
Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.		2006	1	0	17,4	0,949	0,195	0,080	0,018	0,238	0,687	(0,100)	0,671	(0,619)	0,395	8,700	491,800
Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.		2007	1	0	17,4	0,913	0,512	0,147	0,017	1,625	1,176	(0,338)	(0,721)	(0,094)	0,089	5,800	934,400
Média		9998	1	0	17,4	0,926	0,279	0,075	0,020	0,645	0,653	(0,159)	(0,524)	(0,186)	(0,373)	16,441	472,283
Mediana		9999	9991	9990	17,4	0,931	0,204	0,069	0,015	0,501	0,513	(0,126)	(0,354)	(0,180)	(0,471)	11,500	449,600
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.		2002	1	0	19,8	1,034	1,995	0,122	0,126	0,937	0,831	(0,666)	(7,072)	0,034	(0,322)	(21,823)	12,300
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.		2003	1	0	20,1	0,622	6,006	0,267	0,046	0,908	0,892	(0,012)	(1,974)	(0,378)	(1,500)	42,000	58,900
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.		2004	1	0	20,2	0,881	1,322	0,180	0,088	0,370	1,093	(4,104)	0,317	(0,119)	(0,924)	(29,200)	45,600
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.		2005	1	0	20,1	1,164	0,506	0,142	0,034	0,190	1,245	(1,030)	0,223	0,164	1,383	131,200	30,500
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.		2006	1	0	20,1	1,111	0,387	0,187	0,034	0,067	1,436	(0,631)	(0,246)	0,111	(0,066)	(34,700)	34,200
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.		2007	1	0	20,1	1,032	0,258	0,172	0,043	0,118	1,685	(0,349)	0,099	0,032	0,252	112,400	29,900
Média		9998	1	0	20,1	0,974	1,746	0,178	0,062	0,432	1,197	(1,132)	(1,442)	(0,026)	(0,196)	33,313	35,233
Mediana		9999	9991	9990	20,1	1,033	0,914	0,176	0,045	0,280	1,169	(0,648)	(0,073)	0,033	(0,194)	10,089	32,350

Tekno S.A. Industria e Comercio	2002	1	0	18,4	1,102	0,263	0,212	0,259	0,536	0,025	0,224	0,573	0,102	0,368	1,156	19,000
Tekno S.A. Industria e Comercio	2003	1	0	18,5	1,200	0,266	0,217	0,215	0,683	0,109	0,207	0,220	0,200	(0,007)	1,800	19,300
Tekno S.A. Industria e Comercio	2004	1	0	18,7	0,984	0,217	0,180	0,216	0,841	0,301	0,152	(0,060)	(0,016)	0,140	1,700	18,400
Tekno S.A. Industria e Comercio	2005	1	0	18,7	1,059	0,177	0,149	0,159	0,790	0,208	0,098	(0,105)	0,059	(0,207)	2,000	15,600
Tekno S.A. Industria e Comercio	2006	1	0	18,9	1,090	0,199	0,167	0,185	1,260	0,525	0,136	0,279	0,090	0,332	1,800	18,300
Tekno S.A. Industria e Comercio	2007	1	0	19,0	1,031	0,248	0,214	0,135	1,394	0,608	0,220	0,520	0,031	(0,136)	1,600	26,900
Média	9998	1	0	18,7	1,078	0,228	0,190	0,195	0,917	0,296	0,173	0,238	0,078	0,082	1,676	19,583
Mediana	9999	9991	9990	18,7	1,075	0,233	0,196	0,200	0,816	0,254	0,180	0,250	0,075	0,067	1,750	18,700
Textil Renauxview S.A.	2002	1	0	18,2	1,029	6,062	0,289	0,060	1,432	0,684	(0,857)	(20,436)	0,033	(0,387)	(1.526,00)	30,300
Textil Renauxview S.A.	2003	1	0	18,1	1,009	1,184	0,048	0,094	0,501	0,513	(0,237)	0,848	0,031	0,428	(8,200)	4,500
Textil Renauxview S.A.	2004	1	0	18,3	1,156	0,021	0,001	0,136	2,480	0,889	0,157	0,979	0,156	0,676	(0,200)	0,100
Textil Renauxview S.A.	2005	1	0	18,1	0,863	1,479	0,937	0,293	0,104	1,662	(14,306)	(931,703)	(0,137)	(2,834)	(3,300)	86,300
Textil Renauxview S.A.	2006	1	0	18,1	0,761	0,443	0,513	0,087	0,060	2,137	(0,785)	0,465	(0,239)	0,711	(2,200)	60,700
Textil Renauxview S.A.	2007	1	0	18,2	1,179	0,261	0,358	0,005	0,103	2,301	(0,348)	0,207	0,179	0,940	(5,300)	40,800
Média	9998	1	0	18,2	0,999	1,575	0,358	0,112	0,780	1,365	(2,729)	(158,273)	0,004	(0,078)	(257,533)	37,117
Mediana	9999	9991	9990	18,2	1,019	0,814	0,323	0,090	0,303	1,276	(0,567)	0,336	0,032	0,552	(4,300)	35,550
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	2002	1	0	18,0	0,845	0,211	0,096	0,131	0,235	0,140	(0,168)	(0,698)	(0,397)	(0,492)	(8,885)	8,000
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	2003	1	0	17,9	0,823	0,275	0,139	0,074	0,957	0,654	(0,380)	(0,099)	(0,254)	(1,427)	2,400	11,800
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	2004	1	0	18,4	1,525	0,101	0,031	0,106	1,279	0,518	0,089	1,294	0,119	2,873	1,200	3,100
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	2005	1	0	18,6	1,433	0,050	0,012	0,095	1,230	0,384	(0,011)	(1,489)	0,433	0,102	(0,700)	1,100
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	2006	1	0	18,7	1,055	0,053	0,016	0,136	1,520	0,489	0,054	2,168	(0,098)	0,322	0,600	1,400
Trafo Equipamentos Eletricos S.A.	2007	1	0	18,6	1,069	0,112	0,047	0,057	2,077	0,976	0,150	1,387	(0,055)	(0,667)	1,500	3,500
Média	9998	1	0	18,4	1,125	0,134	0,057	0,100	1,217	0,527	(0,044)	0,427	(0,042)	0,119	(0,648)	4,817
Mediana	9999	9991	9990	18,5	1,062	0,106	0,039	0,101	1,255	0,504	0,022	0,597	(0,076)	(0,195)	0,900	3,300
Tupy S.A.	2002	0	0	20,9	1,442	0,411	0,043	0,160	1,784	0,896	(0,291)	(3,711)	0,442	0,688	(2,412)	6,300
Tupy S.A.	2003	0	0	21,1	1,334	0,067	0,006	0,123	1,033	0,759	0,063	1,173	0,334	(0,090)	2,000	0,800
Tupy S.A.	2004	0	0	21,2	1,319	0,096	0,010	0,140	1,520	0,750	0,097	0,586	0,273	0,182	1,200	1,000
Tupy S.A.	2005	0	0	21,3	1,141	0,583	0,072	0,002	0,958	0,744	0,431	(9,632)	0,130	(1,018)	111,700	7,800
Tupy S.A.	2006	0	0	21,3	0,962	0,137	0,019	0,131	1,852	0,862	0,132	1,266	(0,038)	58,901	1,900	2,200
Tupy S.A.	2007	0	0	21,3	0,991	0,176	0,065	0,123	1,434	0,909	0,211	1,828	(0,129)	(0,209)	1,800	7,000
Média	9998	0	0	21,2	1,198	0,245	0,036	0,113	1,430	0,820	0,107	(1,415)	0,169	9,742	19,365	4,183

Mediana		9999	9990	9990	21,3	1,230	0,157	0,031	0,127	1,477	0,811	0,114	0,879	0,201	0,046	1,850	4,250
Ultrapar Participacoes S.A.	2005	2005	1	1	22,0	0,981	0,167	0,082	0,150	1,473	0,758	0,102	(0,277)	(0,017)	(0,258)	1,900	6,400
Ultrapar Participacoes S.A.		2006	1	1	22,1	1,021	0,146	0,073	0,134	2,056	1,109	0,080	(0,072)	0,006	(0,069)	2,200	5,900
Ultrapar Participacoes S.A.		2007	1	1	22,9	4,155	0,040	0,020	0,085	1,106	0,500	1,392	(0,354)	3,165	0,527	1,200	0,900
Média		9998	1	1	22,3	2,053	0,118	0,058	0,123	1,545	0,789	0,524	(0,234)	1,051	0,067	1,767	4,400
Mediana		9999	9991	9991	22,1	1,021	0,146	0,073	0,134	1,473	0,758	0,102	(0,277)	0,006	(0,069)	1,900	5,900
Unipar- Uniao de Inds. Petroquimicas S.A.	2004	2004	0	1	21,5	1,403	0,216	0,090	0,196	2,180	1,267	0,173	1,015	0,403	0,586	1,900	9,400
Unipar- Uniao de Inds. Petroquimicas S.A.		2005	0	1	21,7	1,060	0,173	0,071	0,144	1,195	0,861	0,133	(0,090)	0,060	(0,148)	1,800	8,000
Unipar- Uniao de Inds. Petroquimicas S.A.		2006	0	1	21,8	1,101	0,080	0,031	0,117	1,063	0,813	0,053	(0,512)	0,101	(0,099)	1,300	3,600
Unipar- Uniao de Inds. Petroquimicas S.A.		2007	0	1	22,2	1,106	0,118	0,035	0,101	1,361	0,831	0,091	0,601	0,106	0,250	2,300	5,200
Média		9998	0	1	21,8	1,168	0,147	0,057	0,140	1,450	0,943	0,113	0,254	0,168	0,147	1,825	6,550
Mediana		9999	9990	9991	21,8	1,104	0,145	0,053	0,131	1,278	0,846	0,112	0,256	0,104	0,076	1,850	6,600
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.	2007	2002	0	0	23,5	1,359	0,107	0,021	0,155	0,457	0,730	(0,097)	(2,328)	0,359	0,716	(0,708)	4,900
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.		2003	0	0	23,5	1,305	0,327	0,084	0,197	1,598	0,966	0,293	5,022	0,305	0,275	2,400	15,100
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.		2004	0	0	23,6	1,412	0,507	0,178	0,324	1,914	1,052	0,488	1,266	0,385	0,759	2,300	24,700
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.		2005	0	0	23,6	1,066	0,448	0,215	0,299	1,309	0,918	0,471	0,298	0,066	(0,011)	1,800	30,000
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.		2006	0	0	23,7	0,952	0,241	0,133	0,224	1,832	1,186	0,190	(0,358)	(0,048)	(0,219)	1,600	20,300
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.		2007	0	0	23,8	1,114	0,254	0,153	0,249	2,170	1,397	0,197	0,261	0,114	0,216	1,700	22,900
Média		9998	0	0	23,6	1,201	0,314	0,131	0,241	1,547	1,042	0,257	0,694	0,197	0,289	1,515	19,650
Mediana		9999	9990	9990	23,6	1,209	0,290	0,143	0,237	1,715	1,009	0,245	0,279	0,209	0,245	1,750	21,600
Vicunha Textil S.A.		2002	1	0	21,0	0,913	0,180	0,065	0,166	0,141	0,410	(0,288)	0,423	(0,219)	0,172	(2,693)	6,500
Vicunha Textil S.A.		2003	1	0	21,2	1,091	0,041	0,015	0,126	0,290	0,423	(0,005)	1,233	(0,054)	(0,209)	0,400	1,600
Vicunha Textil S.A.		2004	1	0	21,2	1,114	0,021	0,007	0,136	0,362	0,436	0,028	(0,527)	0,002	(0,004)	0,200	0,800
Vicunha Textil S.A.		2005	1	0	21,2	0,863	0,205	0,061	0,096	0,389	0,534	(0,170)	(9,202)	(0,137)	(0,288)	(3,900)	7,200
Vicunha Textil S.A.		2006	1	0	21,2	0,929	0,716	0,241	0,010	0,501	0,513	(0,559)	(2,557)	(0,196)	(0,911)	12,500	31,600
Vicunha Textil S.A.		2007	1	0	21,2	0,965	0,000	0,000	0,080	0,501	0,513	0,000	1,000	(0,582)	2,521	(18,457)	3,272
Média		9998	1	0	21,2	0,979	0,194	0,065	0,102	0,364	0,472	(0,166)	(1,605)	(0,198)	0,214	(1,992)	8,495
Mediana		9999	9991	9990	21,2	0,947	0,110	0,038	0,111	0,376	0,475	(0,087)	(0,052)	(0,166)	(0,107)	(1,247)	4,886
Votorantim Celulose e Papel S.A.	2001	2002	1	1	22,7	1,326	0,101	0,039	0,124	1,638	1,109	0,072	(0,248)	0,324	0,280	1,955	13,700
Votorantim Celulose e Papel S.A.		2003	1	1	22,8	1,420	0,250	0,107	0,169	2,050	1,224	0,217	2,009	0,417	0,479	2,100	29,100

Votorantim Celulose e Papel S.A.	2004	1	1	22,8	1,163	0,202	0,103	0,209	2,116	1,432	0,148	(0,076)	0,161	0,184	1,700	23,200	
Votorantim Celulose e Papel S.A.	2005	1	1	23,0	1,004	0,132	0,057	0,128	1,328	0,932	0,068	(0,304)	0,006	(0,233)	2,000	16,100	
Votorantim Celulose e Papel S.A.	2006	1	1	23,0	1,110	0,128	0,064	0,146	1,659	1,087	0,147	0,160	0,079	0,187	2,000	17,300	
Votorantim Celulose e Papel S.A.	2007	1	1	23,2	0,846	0,149	0,071	0,086	1,964	1,143	0,101	0,231	(0,184)	(0,349)	8,300	26,100	
Média	9998	1	1	22,9	1,145	0,160	0,074	0,144	1,793	1,154	0,125	0,295	0,134	0,091	3,009	20,917	
Mediana	9999	9991	9991	22,9	1,137	0,140	0,068	0,137	1,812	1,126	0,124	0,042	0,120	0,185	2,000	20,250	
Vulcabras S.A.	2002	1	0	18,8	1,256	1,286	0,278	0,128	0,501	0,513	(1,654)	(327,195)	0,256	(0,273)	15,674	21,600	
Vulcabras S.A.	2003	1	0	19,1	1,248	6,165	0,038	0,154	0,501	0,513	1,042	0,798	0,248	0,776	(44,300)	3,500	
Vulcabras S.A.	2004	1	0	19,4	1,437	0,006	0,001	0,190	1,229	0,614	31,446	1,035	0,413	0,572	(18,457)	0,100	
Vulcabras S.A.	2005	1	0	19,6	1,066	0,119	0,043	0,207	0,501	0,513	1,397	42,468	(0,068)	0,138	0,800	4,000	
Vulcabras S.A.	2006	1	0	19,9	1,287	0,163	0,070	0,198	0,501	0,513	0,621	1,214	0,287	0,307	1,100	6,900	
Vulcabras S.A.	2007	1	0	21,1	2,236	0,056	0,009	0,122	5,722	1,229	0,161	(1,398)	1,236	0,954	(2,000)	1,200	
Média	9998	1	0	19,7	1,421	1,299	0,073	0,167	1,493	0,650	5,502	(47,180)	0,395	0,412	(7,864)	6,217	
Mediana	9999	9991	9990	19,5	1,271	0,141	0,041	0,172	0,501	0,513	0,832	0,916	0,271	0,439	(0,600)	3,750	
Weg S.A.	2001	2002	1	1	21,3	1,203	0,318	0,125	0,167	2,756	1,159	0,220	0,257	0,205	0,055	2,951	17,200
Weg S.A.	2003	1	1	21,4	1,321	0,357	0,160	0,200	3,452	1,646	0,252	0,411	0,335	0,319	2,700	18,200	
Weg S.A.	2004	1	1	21,6	1,301	0,347	0,163	0,194	3,795	1,832	0,327	0,309	0,302	0,246	2,400	18,300	
Weg S.A.	2005	1	1	21,9	1,141	0,273	0,113	0,142	3,423	1,425	0,180	(0,080)	0,127	(0,036)	3,000	14,900	
Weg S.A.	2006	1	1	22,0	1,197	0,324	0,134	0,167	5,644	2,279	0,132	0,341	0,197	0,336	2,900	16,700	
Weg S.A.	2007	1	1	22,3	1,246	0,314	0,118	0,174	8,509	3,176	0,178	0,143	0,246	0,351	2,800	15,300	
Média	9998	1	1	21,8	1,235	0,322	0,136	0,174	4,597	1,920	0,215	0,230	0,235	0,212	2,792	16,767	
Mediana	9999	9991	9991	21,8	1,224	0,321	0,130	0,170	3,624	1,739	0,200	0,283	0,226	0,283	2,850	16,950	
Wembley Sociedade Anonima	2002	1	0	21,3	1,238	0,207	0,036	0,140	0,501	0,513	0,623	0,424	0,273	0,254	7,151	7,100	
Wembley Sociedade Anonima	2003	1	0	21,4	1,240	0,174	0,033	0,177	0,501	0,513	0,210	0,792	1,185	1,491	3,300	5,800	
Wembley Sociedade Anonima	2004	1	0	21,6	1,271	0,166	0,030	0,167	0,501	0,513	0,166	0,114	0,271	0,121	3,600	5,100	
Wembley Sociedade Anonima	2005	1	0	21,8	0,956	0,113	0,018	0,100	0,501	0,513	0,106	(0,248)	(0,044)	(0,238)	4,000	4,000	
Wembley Sociedade Anonima	2006	1	0	22,2	2,623	0,059	0,007	0,031	0,501	0,513	0,065	(0,446)	1,623	(0,539)	2,600	0,800	
Wembley Sociedade Anonima	2007	1	0	22,1	1,057	0,127	0,015	0,008	0,501	0,513	(0,082)	(2,979)	0,057	(1,241)	(6,800)	1,600	
Média	9998	1	0	21,7	1,398	0,141	0,023	0,104	0,501	0,513	0,181	(0,391)	0,561	(0,025)	2,309	4,067	
Mediana	9999	9991	9990	21,7	1,239	0,146	0,024	0,120	0,501	0,513	0,136	(0,067)	0,272	(0,059)	3,450	4,550	
Wetzel S.A.	2002	1	0	18,2	1,139	0,149	0,011	0,205	1,315	0,841	12,463	0,335	0,139	0,711	1,092	1,000	

Wetzel S.A.	2003	1	0	18,1	1,277	0,152	0,099	0,102	0,317	1,612	(9,202)	(9,345)	0,277	(0,538)	2,800	6,600
Wetzel S.A.	2004	1	0	18,4	1,447	0,147	0,044	0,191	1,621	1,568	0,400	1,579	0,447	1,427	(1,100)	2,600
Wetzel S.A.	2005	1	0	18,5	1,031	0,039	0,010	0,147	0,978	1,229	0,055	(0,751)	0,031	(0,120)	(0,400)	0,600
Wetzel S.A.	2006	1	0	18,6	1,023	0,186	0,037	0,177	2,820	1,468	0,169	3,013	0,023	0,261	(1,700)	2,500
Wetzel S.A.	2007	1	0	18,7	1,127	0,289	0,038	0,176	10,196	2,219	0,236	0,184	0,127	0,121	(2,500)	2,600
Média	9998	1	0	18,4	1,174	0,160	0,040	0,166	2,874	1,489	0,687	(0,831)	0,174	0,311	(0,301)	2,650
Mediana	9999	9991	9990	18,5	1,133	0,151	0,038	0,176	1,468	1,518	0,203	0,260	0,133	0,191	(0,750)	2,550
Whirlpool S.A.	2002	0	0	22,0	1,219	0,086	0,031	0,174	0,900	0,558	0,053	14,832	0,219	0,201	1,301	2,800
Whirlpool S.A.	2003	0	0	22,1	1,046	0,046	0,016	0,138	0,781	0,529	0,039	(0,448)	0,046	(0,144)	0,800	1,500
Whirlpool S.A.	2004	0	0	22,2	1,217	0,005	0,002	0,117	0,743	0,510	0,011	(0,884)	0,217	(0,037)	0,200	0,100
Whirlpool S.A.	2005	0	0	22,1	0,960	0,038	0,014	0,142	0,571	0,371	0,035	6,468	(0,040)	0,062	0,800	1,100
Whirlpool S.A.	2006	0	0	22,1	1,018	0,173	0,083	0,161	1,625	0,880	0,154	4,524	(0,114)	0,038	1,400	6,800
Whirlpool S.A.	2007	0	0	22,1	1,107	0,275	0,125	0,229	3,390	1,679	(0,122)	0,336	0,062	0,257	1,700	8,500
Média	9998	0	0	22,1	1,095	0,104	0,045	0,160	1,335	0,755	0,028	4,138	0,065	0,063	1,034	3,467
Mediana	9999	9990	9990	22,1	1,077	0,066	0,023	0,152	0,840	0,544	0,037	2,430	0,054	0,050	1,051	2,150
Yara Brasil Fertilizantes S.A.	2002	0	0	19,7	1,318	0,304	0,123	0,144	1,443	0,907	0,273	6,988	(0,131)	(0,297)	2,061	6,400
Yara Brasil Fertilizantes S.A.	2003	0	0	19,9	1,619	0,400	0,180	0,324	2,583	1,407	0,397	0,838	0,619	1,825	1,500	7,300
Yara Brasil Fertilizantes S.A.	2004	0	0	20,3	1,362	0,493	0,143	0,232	3,293	1,323	(0,049)	0,172	0,362	0,055	2,800	6,200
Yara Brasil Fertilizantes S.A.	2005	0	0	20,2	0,775	0,019	0,006	0,065	1,659	0,847	(0,005)	(0,962)	(0,225)	(0,759)	0,500	0,300
Yara Brasil Fertilizantes S.A.	2006	0	0	20,2	0,879	0,032	0,010	0,033	2,535	1,123	(0,031)	(2,646)	(0,121)	(0,489)	(2,700)	0,600
Yara Brasil Fertilizantes S.A.	2007	0	0	21,1	2,015	0,156	0,058	0,039	5,382	2,371	(0,517)	(6,904)	(0,061)	(1,031)	3,000	4,100
Média	9998	0	0	20,2	1,328	0,234	0,087	0,139	2,816	1,330	0,011	(0,419)	0,074	(0,116)	1,194	4,150
Mediana	9999	9990	9990	20,2	1,340	0,230	0,091	0,105	2,559	1,223	(0,018)	(0,395)	(0,091)	(0,393)	1,781	5,150
Qt. Empresas Amostra.....	159	Familiares.....	105						Com Governança	39						
		Não Familiares.....	54						Sem Governança	120		Gov. após 2007			14	

APÊNDICE B – *Anovas Two Way* para todas as observações, médias e medianas

Tabela B.1 – Análise de Variância (*Two Way Anova*) – atributos Controle e Governança (todas as observações).

Causas de variação	Variável Dependente	Soma de Quadrados (<i>SQF / SQE</i>)	gl (<i>k-1</i>)	Quadrado Médio (<i>QMF / QME</i>)	<i>F</i>	Valor-p
Controle Familiar	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	1,462	1	1,462	1,00	0,317
	Retorno do Ativo	0,044	1	0,044	0,87	0,352
	Valor de Mercado	163,649	1	163,649	6,89	0,009
	Q de Tobin	16,032	1	16,032	9,64	0,002
Governança	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,015	1	0,015	0,01	0,919
	Retorno do Ativo	0,499	1	0,499	9,89	0,002
	Valor de Mercado	226,083	1	226,083	9,52	0,002
	Q de Tobin	0,863	1	0,863	0,52	0,472
Erro	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	995,337	682	1,459		
	Retorno do Ativo	34,380	682	0,050		
	Valor de Mercado	16.195,696	682	23,747		
	Q de Tobin	1.134,619	682	1,664		
Total	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	1.095,065	685			
	Retorno do Ativo	44,306	685			
	Valor de Mercado	19.927,331	685			
	Q de Tobin	2.179,904	685			

Fonte: Elaboração do autor (2009).

Nota:

SQF: Soma de Quadrados do Fator

QMF: Quadrado Médio do Fator

SQE: Soma dos Quadrados dos Erros

QME: Quadrado Médio dos Erros

Tabela B.2 – Análise de Variância (*Two Way Anova*) – atributos Controle e Governança (médias).

Causas de variação	Variável Dependente	Soma de Quadrados (<i>SQF / SQE</i>)	gl (<i>k-1</i>)	Quadrado Médio (<i>QMF / QME</i>)	F	Valor-p
Controle Familiar	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,706	1	0,706	1,43	0,233
	Retorno do Ativo	0,023	1	0,023	0,94	0,335
	Valor de Mercado	2,034	1	2,034	0,21	0,646
	Q de Tobin	2,178	1	2,178	1,49	0,223
Governança	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,085	1	0,085	0,17	0,678
	Retorno do Ativo	0,080	1	0,080	3,25	0,074
	Valor de Mercado	51,064	1	51,064	5,33	0,022
	Q de Tobin	0,959	1	0,959	0,66	0,418
Erro	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	73,980	150	0,493		
	Retorno do Ativo	3,679	150	0,025		
	Valor de Mercado	1437,585	150	9,584		
	Q de Tobin	218,507	150	1,457		
Total	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	97,483	153			
	Retorno do Ativo	5,664	153			
	Valor de Mercado	2249,339	153			
	Q de Tobin	466,891	153			

Fonte: Elaboração do autor (2009).

Nota:

SQF: Soma de Quadrados do Fator

QMF: Quadrado Médio do Fator

SQE: Soma dos Quadrados dos Erros

QME: Quadrado Médio dos Erros

Tabela B.3 – Análise de Variância (*Two Way Anova*), atributos Controle e Governança (medianas).

Causas de variação	Variável Dependente	Soma de Quadrados (<i>SQF / SQE</i>)	gl (<i>k-1</i>)	Quadrado Médio (<i>QMF / QME</i>)	F	Valor-p
Controle Familiar	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,013	1	0,013	0,29	0,592
	Retorno do Ativo	0,005	1	0,005	0,31	0,577
	Valor de Mercado	9,175	1	9,175	1,98	0,162
	Q de Tobin	1,811	1	1,811	1,22	0,271
Governança	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,035	1	0,035	0,81	0,369
	Retorno do Ativo	0,032	1	0,032	1,86	0,174
	Valor de Mercado	62,049	1	62,049	13,4	0,000
	Q de Tobin	1,428	1	1,428	0,96	0,329
Erro	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	6,548	150	0,044		
	Retorno do Ativo	2,576	150	0,017		
	Valor de Mercado	696,102	150	4,641		
	Q de Tobin	222,926	150	1,486		
Total	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	13,579	153			
	Retorno do Ativo	3,973	153			
	Valor de Mercado	1275,415	153			
	Q de Tobin	455,006	153			

Fonte: Elaboração do autor (2009).

Nota:

SQF: Soma de Quadrados do Fator

QMF: Quadrado Médio do Fator

SQE: Soma dos Quadrados dos Erros

QME: Quadrado Médio dos Erros

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](#)