

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

MATHEUS FERNANDES JUNIOR

O OLHO DO DONO ENGORDA O GADO? Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras

São Paulo

2010

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS

MATHEUS FERNANDES JUNIOR

O OLHO DO DONO ENGORDA O GADO? Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

ORIENTADOR: PROF. DR. LUCAS AYRES B. de C. BARROS

São Paulo

2010

F363

Fernandes Junior, Matheus

O olho do dono engorda o gado? : controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro de companhias abertas brasileiras / Matheus Fernandes Junior – 2010.

167 f.: il.; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2010.

Bibliografia: f. 128-133

1. Controle familiar 2. Desempenho Financeiro I. Título

CDD 658.15

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Professor Dr. Manasses Claudino Fonteles

Decano de Pesquisa de Pós-Graduação

Professora Dr^a. Sandra Maria Dotto Stump

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Professor Dr. Moises Ari Zilber

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

Professora Dr^a. Darcy Mitiko Mori Hanashiro

MATHEUS FERNANDES JUNIOR

O OLHO DO DONO ENGORDA O GADO? Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros – Orientador

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Universidade de São Paulo

Ao Sr. Matheus (*in memorian*) por, no campo da Administração Estratégica em Finanças, ter ajudado a definir minha taxa de desconto intertemporal. Item essencial para a minha educação e conforto financeiros.

E à minha esposa Luciana, pelo apoio, carinho, revisões minuciosas do texto e suporte “logístico” nos infindáveis finais de semana consumidos no programa de mestrado.

AGRADECIMENTOS

Tenho que começar pelas três pessoas que efetivamente viabilizaram este projeto no quesito operacional e financeiro: meu gerente imediato na Nokia Siemens Networks do Brasil, Jørgen Krenk e posteriormente o Daniel Mirabile e a gerente de Recursos Humanos para o Brasil Monika Sengberg. Sem o apoio deles - em particular num momento de enorme transição e desafios na empresa – sequer teria sido possível iniciar este trabalho¹.

Em seguida agradeço ao Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, que se por um lado não tem a idade, a sisudez e outros estereótipos diversos que inconscientemente atribuímos a um professor-doutor, por outro foi um orientador sensacional, representando exata e abundantemente o tal estereótipo: profundo conhecimento nos assuntos abordados, grande capacidade de orientação, excepcional cultura, paciência, prontidão e disponibilidade.

O programa de mestrado teve também diversos “consultores” pessoais, que mesmo sem saber que o eram, contribuíram para a caminhada e facilitaram minha vida: as conversas iniciais sobre um programa *strictu senso* com o Prof. Roberto Mineta, com o Prof. Dr. Eduardo Vasconcellos (FEA-USP), Prof. Rodrigo Vieira dos Santos (Mackenzie), Prof. Dr. Wilson Nakamura (Mackenzie) e a acolhida dos demais professores do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade. A visão extremamente positiva de todos com relação a um programa de mestrado foi essencial para minha decisão e engajamento em tal programa.

Agradeço ainda aos professores da banca de qualificação, além do Lucas e do Wilson já mencionados, ao Prof. Dr. Alexandre de Miceli (FEA-USP), pelas valiosas sugestões e críticas construtivas para este trabalho (em particular no direcionamento do foco do trabalho no aspecto do controle). De suma importância ainda foi o acesso à base de dados para o índice de governança corporativa (CGI), disponibilizada pelos autores André Carvalhal da Silva, Alexandre Di Miceli, Ricardo Leal e o próprio Lucas.

¹ I'll have to start this acknowledgement with three people who effectively made this project feasible from operational and financial point of view: my direct line manager at Nokia Siemens Networks do Brazil, Jørgen Krenk and lately Daniel Mirabile, and the Human Resources Manager for sub region Brazil Monika Sengberg. Without their support and understanding, this journey could not have even been started, particularly considering it happened in a period of monumental changes and challenges inside our company.

A dissertação também teve contribuições anônimas diversas: do Prof. Marcelo Campos – pelas dicas e sugestões de como realizar as pesquisas – que me salvaram dias de trabalho - e pelo permanente otimismo; do Prof. Dr. Diógenes Martin – que numa conversa informal de alguns minutos – coloca dezenas de novas idéias, essas que tomariam meses para o aluno descobrir por conta própria; também dos Prof. Dr. Leonardo Basso e Prof Dr. Eduardo Kayo que influenciaram várias seções desta dissertação. Também agradeço aos meus consultores jurídicos e filosóficos Dr. Hugo Luis Magalhães, Dr. Cid Nogueira e ao Rodrigo Christofolletti, que contribuíram com idéias diversas presentes nesta dissertação. Ainda à Jardelita e ao Tacízio pela consultoria e revisão de minhas traduções e versões. E não podemos esquecer também o Guilherme Mariño e o Cleri Inhauser, magos do Microsoft Excel, cuja consultoria nas fórmulas, nos perigosíssimos “vlookups” e conhecimento dos “macetes” do aplicativo evitaram erros graves e me pouparam dezenas de horas de trabalho.

Aos colegas do programa de mestrado do Mackenzie que de uma forma ou de outra ajudaram a manter a motivação pessoal e o foco no término do programa, em particular ao Paulo Roberto e o Felipe Namur. Juntamente com eles, eu ganharia mais dez quilos se o programa se estendesse mais, dados nossos fartos e freqüentes almoços para trocarmos idéias e opiniões sobre o andamento dos nossos trabalhos.

E, por fim, é claro, à Dagmar Döllinger da secretaria de pós-graduação, que nunca nos deixou perder nem o ritmo, nem os prazos.

RESUMO

As estruturas de controle e administração familiares são apontadas, por um lado, como eficientes e benéficas ao desempenho das empresas pelo seu potencial de redução de conflitos entre acionistas e administradores, menor miopia administrativa, reduzida assimetria de informação e possível influência social e política das famílias, entre outros fatores. Por outro, são apontadas como estruturas prejudiciais ao desempenho, por serem fonte de conflitos entre os acionistas majoritários e minoritários, estarem sujeitas ao nepotismo e particularismo, pela inibição de *takeovers*, por estenderem os conflitos familiares à empresa e assim por diante. As conclusões sobre a correlação (positiva, negativa ou inexistente) destes fatores com o desempenho das empresas seguem dúvidas. Este trabalho investigou esta questão, trazendo duas contribuições principais: o estudo da relação entre controle familiar ou individual, famílias fundadoras e administração do fundador no contexto nacional e o uso de um índice específico para a medida da governança corporativa como variável de controle, o qual usualmente é tratado pela literatura estrangeira através de *proxies*. Na análise empírica foi investigado o desempenho das 230 empresas mais líquidas listadas na BM&FBOVESPA, nos anos de 2006, 2007 e 2008 frente ao controle familiar, ao controle da família fundadora da empresa e ao fato do cargo de *CEO* ser ocupado pela pessoa que fundou a firma, comparando-as aos grupos de controle não familiares ou não geridos pelo fundador. Modelos econométricos indicaram que, sob o ponto de vista de mercado, não há evidências claras de diferenças de desempenho entre empresas cujo controle é familiar ou individual e das famílias fundadoras e as empresas em geral. Já as empresas administradas pelo fundador (*CEO* fundador) apresentaram desempenho de mercado (Valor de Mercado sobre o Valor Contábil e Q de Tobin) superior às demais. Por outro lado, o desempenho operacional, medido por critérios contábeis, foi menor para o controle familiar, da família fundadora e para administração do *CEO* fundador, comparado às empresas em geral. Os resultados referentes ao desempenho operacional diferem dos obtidos em estudos realizados nos Estados Unidos e Europa Ocidental que apontam relações positivas entre o desempenho – de mercado e operacional - e o controle e administração familiares.

Palavras-chave: controle familiar, desempenho financeiro, *CEO* fundador.

ABSTRACT

Family control and management can be considered efficient and beneficial to corporate performance by reducing conflicts between shareholders and managers, lowering administrative myopia, reducing information asymmetry and profiting from social and political family influence. On the other hand, they may also be inefficient and harmful to performance by bringing conflicts between majority and minority shareholders, by being subject to nepotism and particularism, by obstructing takeovers and by extending family conflicts into the firm. It ends in doubts about positive, negative or null correlation of family control and management and corporate performance. This study investigated this issue, bringing two main contributions: the analysis of family or individual control, founding family control and founder CEO administration and its relation with performance for the Brazilian environment, and the deployment of a specific measurement index for corporate governance, which is usually approached via proxies in existing literature. Empirical analysis evaluating the performance of 230 companies with higher liquidity (on the Sao Paulo stock exchange – BM&FBOVESPA) in the years of 2006, 2007 and 2008 and evaluated taking into consideration family control, founding family control and CEO position occupied by the person who founded the company (CEO founder). They were compared with control groups without such characteristics. Econometric models showed no evidence of different market performance for family or founding family control. However, CEO founder showed superior market performance compared with non CEO founder firms. Operational performance measured by accountancy parameters of family controlled, founding family controlled and founder CEO managed companies was lower than operational performance of other companies. Such results differ from the ones obtained in the US and Western Europe, which showed both superior market and operational performance for family, founding family control and founder CEO administration.

Keywords: family control, financial performance, founder CEO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CEO: Chief Executive Officer

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

DIVEXT: Sistema de Divulgação Externa da CVM

EA: Efeitos Fixos

EF: Efeitos Aleatórios

IAN: Informe Anual

IBOVESPA: Índice de Ações da BM&FBOVESPA

MQO: Mínimos Quadrados Ordinários

P&D: Pesquisa e Desenvolvimento

FBSI: Family Business Stock Index

FTSE: índice de ações da bolsa de valores de Londres

LUCFFSI: Loyola University of Chicago Family Firm Stock Index

SEBRAE: Serviço Brasileiro de Apoio a Micro e Pequena Empresa

S&P500: índice Standard & Poors, composto por quinhentos ativos da bolsa de Nova Iorque

NYSE: New York Stock Exchange

LAJIRDA ou *EBITDA*: Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

LISTA DE TABELAS E FIGURAS

Tabelas:

Tabela 1: Lista de grandes empresas familiares 21

Tabela 2: Fatores benéficos e prejudiciais ao desempenho da empresa familiar 32

Tabela 3: Características de empreendedores e administradores 34

Tabela 4: Fatores benéficos e prejudiciais ao desempenho da empresa administrada pelo fundador 38

Tabela 5: Trabalhos internacionais sobre a estrutura de propriedade em relação ao desempenho e valor 40

Tabela 6: Estudos sobre a propriedade e controle, fundadores e gestores familiares e o desempenho 47

Tabela 7: Classificação do segmento econômico de atuação das companhias 62

Tabela 8: Classificação da natureza do controle acionário 64

Tabela 9: Resumo das variáveis dependentes, independentes e de controle 66

Tabela 10: Composição acionária da Bematech 73

Tabela 11: Composição acionária da Positivo Informática 74

Tabela 12: Composição acionária da Lupatech 74

Tabela 13: Distribuição das companhias em relação ao total da indústria (inclui outliers) 79

Tabela 14: Distribuição das companhias em relação ao segmento econômico (inclui outliers) 80

Tabela 15: Distribuição das companhias em relação ao segmento econômico (inclui outliers) 81

Tabela 16: Estatísticas das variáveis (exclui outliers); n=504 82

Tabela 17: Teste de médias para companhias cujo controle é familiar e não familiar 83

Tabela 18: Teste de médias para companhias cujo controle é familiar majoritário e controle não familiar 84

Tabela 19: Teste de médias para companhias cujo controle é da família fundadora e controle não familiar 84

Tabela 20: Teste de médias para para companhias administradas pelo fundador e não administradas por ele 85

Tabela 21: Matriz de correlação entre as variáveis (exclui outliers) 88

Tabela 22 Resultados da regressão pelos MQO – desempenho da empresa cujo controle é familiar 91

Tabela 23 Resultados da regressão pelos MQO – desempenho da empresa cujo controle é da família fundadora 93

Tabela 24 Resultados da regressão pelos MQO – desempenho da empresa administrada pelo CEO fundador 95

Tabela 25 Testes para escolha do método ou estimador 99

Tabela 26 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa cujo controle é da família fundadora 101

Tabela 27 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa administrada pelo CEO fundador 103

Tabela 28 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos - desempenho da empresa cujo controle é familiar 107

Tabela 29 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos - desempenho da empresa cujo controle é da família fundadora 109

Tabela 30 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos - desempenho da empresa administrada pelo CEO fundador 111

Tabela 31 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos – desempenho da empresa cujo controle é familiar majoritário 114

Tabela 32 Resumo geral dos resultados obtidos (influência e significância) 123

Tabela 33: Resumo geral dos resultados obtidos (influência e significância) 124

Tabela 34 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa cujo controle é familiar 153

Tabela 35 Resultados da regressão pelos MQO - desempenho da empresa cujo controle é familiar e majoritário 155

Tabela 36 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa cujo controle é familiar e majoritário 157

Tabela 37 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios– subamostragem IBOVESPA – controle familiar 159

Tabela 38 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios– subamostragem IBOVESPA – controle família fundadora 161

Tabela 39 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios– subamostragem IBOVESPA – controle familiar majoritário 163

Tabela 40 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos – administração do CEO fundador (restrita a companhias com até 50 anos) 165

Figuras:

Figura 1: Relações entre o desempenho corporativo e a concentração de propriedade 20

Figura 2: Administração versus propriedade familiar 26

Figura 3: Fluxograma de decisão do controle familiar 55

Figura 4: Fluxograma de decisão do controle familiar majoritário 56

Figura 5: Fluxograma de decisão do controle da família fundadora 57

Figura 6: Fluxograma de decisão da administração pelo CEO fundador 58

Figura 7: Controle, fundação e gestão no universo das companhias 72

SUMÁRIO

1	O Problema de pesquisa	1
1.1	Introdução	1
1.2	Justificativa para o tema	3
1.3	Objetivo da pesquisa	4
1.4	Delimitação da pesquisa	5
1.5	Hipóteses de pesquisa.....	5
1.5.1	Desempenho financeiro e controle familiar	6
1.5.2	Desempenho financeiro e controle das famílias fundadoras.....	6
1.5.3	Desempenho financeiro e a administração formal do fundador.....	7
2	Fundamentação Teórica	8
2.1	A noção de propriedade	8
2.1.1	As estruturas de propriedade e o controle nas organizações.....	9
2.1.2	A questão da agência e da governança	12
2.1.3	Os proprietários ou controladores da empresas.....	14
2.2	Perspectivas teóricas relacionadas à propriedade e desempenho.....	17
2.3	As empresas familiares	20
2.3.1	A definição de empresa familiar	24
2.3.1.1	O poder: propriedade, governança e administração	27
2.3.1.2	Experiência: Geração no controle.....	27
2.3.1.3	Cultura: Família versus valores	28
2.3.2	Controle familiar e administração familiar	28
2.3.3	Aspectos que favorecem o desempenho da empresa familiar.....	29
2.3.4	Aspectos que prejudicam o desempenho da empresa familiar.....	30
2.4	A presença dos fundadores na administração	33

2.4.1	Aspectos que contribuem para o desempenho do <i>CEO</i> fundador.....	36
2.4.2	Aspectos que prejudicam o desempenho do <i>CEO</i> fundador.....	37
2.4.3	Fatores moderadores.....	37
2.5	Trabalhos empíricos relacionando estrutura de propriedade e performance.....	39
2.5.1	Estudos internacionais.....	40
2.5.2	Estudos no Brasil.....	42
2.5.3	Estudos focados no desempenho familiar e do fundador.....	44
3	Procedimento Metodológico.....	50
3.1	Definições teóricas e operacionais das variáveis.....	50
3.1.1	Variáveis Dependentes ou Explicadas: Desempenho Financeiro.....	51
3.1.1.1	Valor da Firma (<i>MTBV</i>):.....	52
3.1.1.2	Q de Tobin aproximado (<i>QTOB</i>):.....	52
3.1.1.3	Retorno sobre o ativo (<i>ROA_NI</i>).....	53
3.1.1.4	Retorno sobre o ativo (<i>ROA_EB</i>).....	53
3.1.2	Variáveis Independentes ou Explicativas.....	53
3.1.2.1	Companhias cujo controle é familiar (<i>FAMC</i>).....	54
3.1.2.2	Empresa cujo controle é familiar e majoritário (<i>FAMAJ</i>).....	56
3.1.2.3	Companhias da família fundadora (<i>FAFO</i>).....	57
3.1.2.4	<i>CEO</i> fundador da empresa (<i>COEF</i>).....	58
3.1.3	Variáveis de Controle.....	59
3.1.3.1	Concentração de votos do acionista controlador (<i>CON</i>).....	59
3.1.3.2	Concentração de propriedade (<i>OSHP</i>).....	59
3.1.3.3	Excesso de votos ou excesso do direito de voto (<i>EXC</i>).....	60
3.1.3.4	Tamanho da empresa (<i>SIZ</i> ou <i>LSIZ</i>).....	60
3.1.3.5	Segmento econômico de atuação da empresa (<i>SEC</i>).....	61
3.1.3.6	Idade da empresa (<i>AGE</i> ou <i>LAGE</i>).....	62

3.1.3.7	Volatilidade (<i>VOLAT</i>).....	63
3.1.3.8	Endividamento (<i>LEV</i>)	63
3.1.3.9	Tipo do controle (<i>OWN</i>)	63
3.1.3.10	Ano da observação (<i>YEAR</i>)	64
3.1.3.11	Índice de governança corporativa da empresa (<i>IGOV</i>).....	64
3.1.3.12	Tempo de permanência do <i>CEO</i> no período observado (<i>TEN</i>).....	65
3.2	Resumo das variáveis	66
3.3	Modelos Econométricos	67
3.3.1	Desempenho da empresa cujo controle é familiar.....	67
3.3.2	Desempenho da empresa controlada pela família fundadora.....	68
3.3.3	Desempenho da empresa administrada pelo fundador	68
3.4	Coleta de dados empíricos e composição da base de dados	69
3.5	Exemplos da construção de algumas variáveis	71
3.5.1	Controle familiar	72
3.5.2	Controle familiar majoritário	73
3.5.3	Controle pulverizado e controlador não identificável	74
3.5.4	Controle da família fundadora.....	75
3.5.5	<i>CEO</i> fundador	75
3.5.6	Variáveis de controle	76
3.6	Limitações da pesquisa	77
4	Resultados.....	78
4.1	Estatísticas descritivas	78
4.2	Testes de diferenças entre médias de grupos	82
4.3	Matriz de correlação entre as variáveis	85
4.4	Resultados pelo métodos dos MQO	89
4.4.1	Resultados do desempenho do controle familiar.....	89

4.4.2	Resultados do desempenho das famílias fundadoras.....	90
4.4.3	Resultados do desempenho do CEO fundador.....	90
4.5	Análise de robustez e sensibilidade.....	98
4.5.1	Efeitos aleatórios	100
4.5.2	Efeitos fixos	106
4.5.3	Desempenho para o controle familiar majoritário.....	113
4.5.4	Controle da liquidez das ações	116
4.5.5	Controle de companhias antigas para o <i>CEO</i> fundador.....	117
4.5.6	Multicolinearidade.....	117
4.6	Resumo dos resultados e conclusões.....	118
4.6.1	Desempenho financeiro e controle familiar	118
4.6.2	Desempenho financeiro e controle das famílias fundadoras.....	119
4.6.3	Desempenho financeiro e a administração do fundador.....	119
4.6.4	Resumo dos resultados.....	121
5	Considerações Finais.....	125
6	Bibliografia.....	128
	Apêndice A – Lista e classificação das empresas da amostra.....	134
	Apêndice B - Efeitos Aleatórios para controle familiar	153
	Apêndice D - MQO para controle familiar majoritário	155
	Apêndice E - Efeitos Aleatórios para controle familiar majoritário.....	157
	Apêndice F – Resultados para amostra IBOVESPA	159
	Apêndice G - Resultados para companhias até 50 anos	165

1 O Problema de pesquisa

1.1 Introdução

As empresas abertas controladas por famílias são comuns ao redor do mundo: Nos Estados Unidos um terço das empresas que compõem o índice S&P 500 podem ser classificadas como controladas por famílias (ANDERSON; REEB, 2003). Na Europa Ocidental a maioria das empresas listadas nas bolsas européias permanece sob controle familiar (MAURY, 2006). Na Ásia existem casos extremos nas Filipinas e Indonésia, onde conglomerados familiares representam entre 16 e 17% do valor total de mercado das empresas listadas em bolsa e estes conglomerados podem ser relacionados ao controle de uma única família em cada um dos países (CLAESSENS *et al.*, 1999).

No Brasil, considerando agora todo o universo das empresas e não apenas as abertas, existem cerca de 5 milhões de empresas registradas. Destas, as micro e pequenas empresas responderam, em 2002, por 99,2% do número total de empresas formais, por 57,2% dos empregos totais e por 26,0% da massa salarial (SEBRAE, 2005). Especificamente em relação às micro e pequenas empresas, tratam-se de firmas com o capital fechado, sendo razoável supor que são empresas administradas e controladas pelos proprietários ou suas respectivas famílias.

A despeito das controvérsias na definição conceitual de empresa familiar, observa-se que as empresas familiares, abertas ou fechadas, têm um peso econômico globalmente relevante.

Adicionalmente, existe o debate relacionado com o desempenho ou performance² financeira e o valor de tais empresas quando comparadas as empresas não familiares. Estudos empíricos nos Estados Unidos e Europa apontam desempenho superior nas empresas administradas por seus próprios fundadores ou membros da família fundadora. Este tipo de empresa tem a oportunidade de evitar alguns dos conflitos de agência apontados como possíveis fatores

² A palavra *performance* é estrangeira, oriunda do idioma inglês, podendo ser considerado um neologismo, apesar de seu uso corriqueiro nos textos publicados no Brasil nas áreas de negócios. O termo consta no Dicionário Houaiss de Língua Portuguesa e o Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa com o significado de atuação ou desempenho e é utilizado neste texto sem ressalvas.

relacionados aos problemas de desempenho. Por sua vez, o desempenho superior em empresas familiares, em geral confronta o senso comum, para o qual estas, muitas vezes prescindindo de uma “administração profissional” e criando um ambiente fértil para desentendimentos pessoais, estariam relegadas a uma posição secundária no quesito desempenho financeiro.

Nas empresas familiares, muitas vezes os criadores do empreendimento são os próprios gestores do negócio, numa situação onde o fundador é o *CEO*³ (*Chief Executive Officer*) da empresa. Nos estudos do empreendedorismo e aspectos das finanças comportamentais, o debate segue na direção dos empreendedores serem ou não motivados pela busca do lucro e se estes possuem comportamentos e atitudes que levam suas companhias consistentemente a um desempenho diferenciado.

Villalonga e Amit (2004) propõem que, para entender se as empresas familiares são negociadas com prêmio ou desconto em relação às não familiares, é necessário distinguir três de seus aspectos fundamentais: propriedade, controle e administração. Além disso, os autores propõem o entendimento do desempenho em função destes três fatores à luz da questão da agência: para cada um deles, os custos de agência são maiores ou menores, ou seja, eles são mitigados ou exasperados pelo fato da empresa ser familiar.

Mas, mesmo tratando os fatores a partir do mesmo enfoque da agência, as (poucas) proposições teóricas e os (vários) resultados empíricos são bastante conflitantes entre si.

Sob o ponto de vista empírico, os estudos buscam respostas a partir da comparação entre empresas com proprietários institucionais versus não institucionais, governamentais versus não governamentais, familiares versus não familiares e combinações destas estruturas, inclusive naquelas onde o *CEO* é o fundador da empresa.

Este trabalho tem a pretensão de trazer contribuições para o estudo do desempenho das empresas abertas listadas na BM&FBOVESPA, cujo controle ou a administração é familiar, a partir da revisão de trabalhos existentes sobre o tema para empresas européias, norte-americanas e asiáticas. Em seguida, estreita-se o foco nas companhias nacionais, observando ainda os ingredientes da propriedade familiar, das famílias fundadoras e da gestão empresarial

³ Utilizado neste texto com o significado de Diretor Presidente

pelo fundador da companhia, frente ao desempenho das empresas, tocando, portanto nos três fatores apontados por Villalonga e Amit (2004).

São discutidas inicialmente a questão da propriedade, seguindo do controle e as questões de agência e governança. Posteriormente são analisados trabalhos que relacionam o desempenho com a propriedade e controle, partindo-se então para as definições de empresas familiares e as perspectivas associadas ao seu desempenho, seja devido ao controle familiar ou à administração familiar.

Depois disso, são apresentados resultados de trabalhos empíricos neste campo, tanto para a estrutura de propriedade e controle *versus* o desempenho, e o controle familiar ou administração familiar e desempenho.

Ao final, para o estudo empírico, é definido o foco no controle familiar, visando contornar ausência de uma definição unânime da empresa familiar, inclusive evitando os parâmetros de difícil obtenção ou observação prática. A partir daí, são realizadas as análises dos dados empíricos comparando o desempenho das empresas cujo controle é familiar, das empresas controladas pela família fundadora e das empresas administradas pelo *CEO* fundador com as demais empresas.

1.2 Justificativa para o tema

As empresas familiares, de capital aberto ou não, têm um peso importante nas economias de diversos países, fazendo com que as avaliações de suas estruturas e características no que se refere à propriedade e a correlação com seu desempenho sejam, no mínimo, interessantes.

A existência de um número significativo de empresas familiares abertas listadas na bolsa também remete ao interesse em analisar se a empresa familiar é uma estrutura organizacional eficiente sob o ponto de vista financeiro, inclusive auxiliando a compreensão da existência de prejuízos ou benefícios aos demais acionistas, notadamente os minoritários.

No contexto nacional, existem estudos disponíveis no Brasil sobre a questão da estrutura de propriedade e o desempenho corporativo, entretanto, nenhum dos trabalhos aos quais se teve acesso trata especificamente da questão da família fundadora, do *CEO* fundador, nem tampouco tem foco específico na questão do controle familiar relacionado ao desempenho financeiro. Existe então a possibilidade de uma lacuna no tema que justifica o trabalho, na medida em que a identificação de estruturas ou configurações de gestão que possam resultar

em desempenho diferenciado das empresas são temas relevantes para a Administração Financeira.

As famílias que possuem uma empresa teriam interesse, capacidade e características próprias para fazer com que suas companhias consistentemente se diferenciasssem das demais empresas, sem expropriar os acionistas minoritários, resultando em maior valor da companhia? Será que o administrador familiar teria algum comportamento consistentemente diferente dos administradores “profissionais”, resultando em desempenho superior para sua empresa? O fato de uma empresa familiar cuja administração não está a cargo de um ente da própria família a tornaria “igual” a uma empresa não familiar? Estas questões serão o cerne deste trabalho, ainda que tratadas de forma indireta.

1.3 Objetivo da pesquisa

O objetivo deste trabalho é investigar se as companhias cujo controle é familiar ou individual têm desempenho superior as demais companhias de capital aberto nacionais, *ceteris paribus*, comparando as companhias cujo controle é pulverizado, o controle pertence a instituições financeiras, fundos de pensão ou fundos de investimentos ou ainda companhias cujo controle é governamental. Esta pesquisa visa também entender se as companhias fundadas por membros da família - e por eles controladas - e se as companhias administradas pelo seu próprio fundador se diferenciam das demais companhias, no que se refere a seu desempenho financeiro.

Assim, três questões de pesquisa são investigadas:

1. As companhias cujo controle é familiar ou individual têm desempenho distinto das demais companhias?
2. As companhias controladas pelas famílias ou indivíduos que as fundaram, incluindo seus sucessores, têm desempenho distinto das demais?
3. As companhias administradas pelo seu próprio fundador têm desempenho distinto das demais?

Há ainda um objetivo complementar deste estudo é proporcionar uma análise descritiva das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA no que se refere ao controle familiar e individual e dos fundadores.

O trabalho parte das discussões do que é propriedade, da questão do controle nas sociedades anônimas, de quem podem ser os proprietários, do caso específico do controle familiar e segue pelas relações entre controle e desempenho e as características e fatores das famílias, dos fundadores e do *CEO* que poderiam contribuir ou prejudicar o desempenho.

Após a revisão dos trabalhos já realizados em distintos países, é definida uma abordagem metodológica destinada a analisar os enfoques e pontos de vista teóricos a partir de modelos econométricos.

A variável dependente é o desempenho corporativo e, portanto, será discutido também como este desempenho é usualmente verificado em trabalhos já realizados sobre o tema e qual será a abordagem específica neste estudo.

1.4 Delimitação da pesquisa

Esta pesquisa utiliza dados públicos das companhias. Assim, são analisadas exclusivamente companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) – sujeitas às regras da Comissão de Valores Mobiliários para a disponibilização pública de informações financeiras e não financeiras. Ou seja, são abordadas as companhias de capital aberto cujo controle é familiar ou que são geridas pelo fundador e não companhias familiares em geral.

São também utilizadas informações de valor de mercado e diversos dados contábeis destas companhias abertas. Tais companhias têm tratamento e regras específicas quando se referem à instituições financeiras, dificultando ou inviabilizando a comparação com o restante da indústria e por isso elas são eliminadas da amostra.

Portanto, o escopo da pesquisa está restrito às companhias não financeiras, abertas, listadas na BM&FBOVESPA.

1.5 Hipóteses de pesquisa

Este trabalho é exploratório, na medida em que os argumentos que justificariam um ou outro resultado são contraditórios. Neste caso não é usual a apresentação de hipóteses, já que quaisquer dos resultados apontados pela literatura poderiam ser obtidos. Ainda assim, visando melhor clareza dos objetivos e do problema de pesquisa, são elencadas as hipóteses de pesquisa para os testes empíricos. Neste caso, as hipóteses não compõem a forma tradicional de uma hipótese nula e seu complemento, mas um conjunto completo para as relações entre as

variáveis dependentes e independentes. Em outras palavras, as hipóteses são a existência ou não de relação entre as variáveis e se esta relação é negativa ou positiva, representando o fato de que o controle ou a gestão familiar pode não ter influência alguma, beneficiar ou prejudicar o desempenho financeiro corporativo. As hipóteses são avaliadas na seção 4.2 por testes estatísticos simples e testadas na seção 4.4 por modelos econométricos.

As duas primeiras análises referem-se ao controle familiar e a terceira à gestão familiar, como apresentado a seguir.

1.5.1 Desempenho financeiro e controle familiar

Sobre o desempenho financeiro das companhias cujo controle é familiar, as seguintes hipóteses se apresentam:

Hipótese 1: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato destas serem controladas por famílias ou indivíduos, comparadas às demais.

Hipótese 1a: Existe relação e ela é positiva. O controle familiar contribui positivamente para o desempenho financeiro das companhias.

Hipótese 1b: Existe relação e ela é negativa. O controle familiar prejudica o desempenho financeiro das companhias.

Neste caso do desempenho associado ao controle familiar ou individual, são testadas ainda os casos onde o controle é majoritário, buscando obter maior robustez nos resultados.

1.5.2 Desempenho financeiro e controle das famílias fundadoras

Sobre o desempenho financeiro das companhias cujo controle é familiar e as famílias controladoras fundaram a empresa, têm-se as hipóteses:

Hipótese 2: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato delas serem controladas por famílias ou indivíduos que as fundaram, comparadas às demais.

Hipótese 2a: Existe relação e ela é positiva. O controle da família fundadora contribui positivamente para o desempenho financeiro das companhias

Hipótese 2b: Existe relação e ela é negativa. O controle da família fundadora prejudica o desempenho financeiro das companhias

1.5.3 Desempenho financeiro e a administração formal do fundador

Por sua vez, com relação ao desempenho do *CEO* fundador:

Hipótese 3: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato dela ser administrada pelo seu fundador, comparadas às demais.

Hipótese 3a: Existe relação e ela é positiva. O *CEO* fundador contribui positivamente para o desempenho financeiro das companhias

Hipótese 3b: Existe relação e ela é negativa. O *CEO* fundador prejudica o desempenho financeiro das companhias.

O desempenho financeiro é avaliado por critérios de valor de mercado e critérios de retorno financeiro contábil (descritos na seção 3.1.1).

2 Fundamentação Teórica

2.1 A noção de propriedade

No artigo “A tragédia dos comuns”, Hardin (1968) aponta que os recursos de uso comum (no sentido destes estarem disponíveis a todos) – como as pastagens nos campos ao redor das vilas medievais ou os peixes dos oceanos de hoje – serão utilizados à exaustão, uma vez que ninguém terá interesse e incentivos para proteger e investir na manutenção ou no desenvolvimento destes recursos. Ele descreve este fato como a tragédia dos comuns, onde os recursos com acesso irrestrito tenderão a ser usados de forma ineficiente, levando ao seu fim. Existem duas formas de evitar a extinção dos recursos: atribuir a propriedade do recurso a alguém, que então passará a ter interesse em sua exploração e uso, levando o proprietário a investir em sua manutenção, ou criar um método coercitivo de limitação do acesso ao bem comum⁴.

Cooter e Ulen (2008) descrevem as abordagens filosóficas da propriedade, a qual tende a ser vista como um instrumento para a busca de valores fundamentais. As correntes filosóficas da propriedade têm se concentrado em sua habilidade de promover valores como a utilidade, justiça, auto-expressão e evolução social.

Na abordagem utilitarista, o propósito da instituição da propriedade é maximizar a satisfação obtida de um produto ou recurso. Daí uma possível definição é que “a propriedade é nada mais que a base de uma expectativa de derivar vantagens de algo que somos ditos possuir...”. Esta abordagem também admite que a propriedade possa passar de um indivíduo a outro se os beneficiários da expropriação forem beneficiados por uma utilidade maior do que aqueles que perderam a propriedade, de modo que o valor total maior ocorra com esta transferência.

Outra abordagem é a de justiça distributiva, com a visão aristotélica de que cada sociedade atribui uma forma própria de distribuição ou alocação da propriedade por vias legais, que

⁴ Elinor Ostrom – prêmio Nobel de economia em 2009 – e Harini Nagendra, apontam que Hardin se refere à ausência total de propriedade ou acesso irrestrito aos recursos. As outras formas seriam a propriedade pública (governamental), propriedade privada e a propriedade comum ou comunitária. Todas estas poderiam permitir a sustentabilidade na exploração dos recursos. (OSTROM; NAGENDRA, 2008)

incluem o conceito de direito de propriedade, por exemplo, em favor de classes sociais específicas ou de uma distribuição igualitária de riqueza.

Por sua vez, a auto-expressão ou liberdade é outro valor que pode nortear a determinação de propriedade. Neste contexto, está o conceito central de propriedade privada, pré-condição para a existência de mercados, que por sua vez são uma forma descentralizada de alocação de recursos. Nesta corrente filosófica também aparece a questão do controle governamental versus o mercado operando sem interferências ou supervisão e também o aspecto hegeleiano de que as pessoas investem sua personalidade em seu trabalho, transformando a natureza numa expressão de sua própria personalidade e o direito de propriedade sobre sua criação deve ser reconhecido.

Ainda cabe mencionar um possível foco não na propriedade servindo aos valores, mas em suas origens e evolução. Esta corrente, denominada conservadorismo, idealiza a propriedade como sujeita a seleção natural, condenando as instituições de propriedade impostas por planejadores, políticos, engenheiros ou quaisquer legisladores, da mesma forma que os ambientalistas condenam qualquer intervenção no meio ambiente.

Sob o ponto de vista econômico a relevância não está no que a propriedade efetivamente é, mas como diferentes formas de propriedade podem ser mais ou menos eficientes e como estas afetam a distribuição da riqueza e da alocação de recursos (COOTER; ULEN, 2008).

Coase (1990) propõe que quando os custos de transação são zero, a alocação eficiente de recursos resulta das negociações (barganhas) entre as partes, independentemente da atribuição dos direitos de propriedade. Os custos de transação são – de uma forma simples – todos os custos que dificultam ou recaem sobre o processo de negociação direta entre as partes. Por sua vez, se os custos de transação são altos o suficiente para desestimular ou evitar a barganha, o uso eficiente dos recursos dependerá de como os direitos de propriedade são definidos⁵.

2.1.1 As estruturas de propriedade e o controle nas organizações

Jensen e Meckling (1976) mencionam a importância em reconhecer que uma organização é uma mera ficção legal – no sentido de tratar-se de um constructo artificial para permitir o

⁵ Esta proposta é denominada Teorema de Coase, termo cujo próprio autor afirma não ter sido cunhado por ele.

estabelecimento de relações contratuais entre indivíduos. Isso inclui as empresas “convencionais”, ou seja, que visam lucros, as instituições sem fins lucrativos, cooperativas, os organismos e empresas governamentais. Neste contexto, as relações contratuais são a essência da firma, não apenas entre a direção e os empregados, mas entre os fornecedores, clientes, e assim por diante. Por este lado, a empresa é uma maneira de integrar os objetivos conflitantes dos indivíduos, buscando o equilíbrio dentro de um contexto contratual legal. As relações contratuais no âmbito da firma contemplam necessariamente os direitos de propriedade, pelos quais são definidas as alocações dos custos e recompensas entre os participantes da firma. Um destes direitos contratuais é o direito residual de propriedade sobre os ativos e sobre os fluxos de caixa da empresa.

Nas companhias de capital aberto, foco deste trabalho, a ação representa um título de propriedade sobre uma parcela da empresa para o acionista detentor desta ação. O acionista exerce seu direito de propriedade recebendo sua proporção de dividendos e votando nos temas de interesse societário da empresa.

Brealey, Myers e Allen (2008) afirmam que nos Estados Unidos e Reino Unido os proprietários das companhias são efetivamente os acionistas. Uma única classe de ações garante o direito de um voto por ação. Alguns acionistas podem ter mais influência que outros sobre a empresa, simplesmente por deterem mais ações e, portanto mais votos. Por intermédio destes votos os acionistas exercem o controle.

Por outro lado, os administradores da empresa têm um dever fiduciário legal com o acionista, ou seja, de atuar em seu interesse. A idéia de que as companhias devem ser administradas segundo o interesse dos acionistas está então integrada a legislação norte-americana e do Reino Unido. Embora os acionistas sejam os proprietários da empresa, eles não a administram diretamente, elegendo para este fim um conselho de administração. Alguns conselheiros podem fazer parte dos quadros de gestão da empresa, mas outros não são funcionários da empresa. O conselho de administração é o órgão representativo dos acionistas e compete a este órgão nomear os principais administradores e assegurar a satisfação dos interesses dos acionistas. Ocorre então, nestas que são as sociedades anônimas, a separação entre propriedade e administração, garantindo a perenidade e manutenção da empresa mesmo com a troca, demissão ou falta dos acionistas ou administradores, cujas funções ou ações podem ser transferidas sem interrupção nas atividades da empresa (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

Brealey, Myers e Allen (2008) ainda apresentam diferenças nas leis e costumes relacionados a propriedade e controle das companhias em diferentes países, de modo que o caso americano e britânico não são exatamente replicados ao redor do mundo.

Deste modo, estes mesmos autores afirmam que não é uniforme, ao redor do mundo, aceitar a doutrina que afirma ser o direito de propriedade o direito de usar e de dispor das coisas de maneira absoluta. Por esta visão, o proprietário, por interesse ou por mero capricho, pode fazer o que quiser com o bem, inclusive deixá-lo improdutivo, desperdiçá-lo ou mesmo destruí-lo. Essa visão, transposta para a atividade econômica, se expressa pela doutrina de que a empresa “pertence” aos detentores de seu capital, os quais possuem direitos absolutos sobre o empreendimento, podendo fazer dele o que bem entenderem. Disso resulta que os dirigentes de uma companhia privada têm o dever de privilegiar a vontade e os interesses dos acionistas.

Os países continentais europeus possuem outros interessados representados nas companhias, em particular, e em maior ou menor grau, os funcionários e o governo. Por sua vez, no Japão os bancos são os grandes influenciadores (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

Para o caso brasileiro, Silva (2006), à luz da Lei das Sociedades por Ações⁶, aponta que a doutrina brasileira é alinhada com a norte americana e ressalta que “O conselho é o órgão responsável diante dos proprietários, que funciona com autoridade máxima e inicial numa empresa, portanto, o valor que ele agrega é de fazer com que os objetivos dos proprietários se realizem” (p. 101).

Este modelo implementa a separação entre propriedade e controle na empresa, o que leva a uma relação de agência.

⁶ Neste caso a sociedade se dá através do investimento inicial por parte dos sócios, onde cada parte do capital social injetado será convertida em ações, ou seja, não é uma sociedade de pessoas, e sim de capitais. O documento básico que disciplina a relação entre os sócios, também chamados acionistas, se denomina estatuto. As decisões tomadas pela companhia (outra forma de se referir às S/A) são feitas através de uma assembleia geral, contando com todos os acionistas, onde o sócio com maioria das ações com direito a voto é denominado acionista majoritário. Os rumos são definidos conforme a maioria das ações, e não dos votos, sendo que se um acionista possui mais de 50% das ações da empresa, ele poderá tomar as decisões por conta própria (BERTOLDI, 2003).

2.1.2 A questão da agência e da governança

Define-se uma relação de agência⁷ como um contrato entre uma ou mais pessoas, os *principals*, que delegam a administração e a autoridade para tomada de decisão aos *agents* (agentes). Na firma os agentes são os prepostos dos *principals* na administração. Se ambas as partes, *principals* e agentes, buscassem maximizar a utilidade no sentido econômico, cada um agiria em interesse próprio. Os *principals* podem limitar as divergências de interesse com os agentes, por um lado, estabelecendo incentivos adequados – sob seu ponto de vista – e por outro, incorrendo nos custos gerados por tais incentivos, destinados ao monitoramento do comportamento dos agentes, evitando comportamentos e ações que prejudiquem os *principals*. Os autores definem ainda como perda residual, o montante equivalente à perda do “bem estar” dos *principals* nas divergências entre eles e os agentes (JENSEN; MECKLING, 1976).

Então os custos de agência são definidos como a soma:

- Dos gastos com monitoramento dos agentes
- Dos incentivos pagos aos agentes
- Perdas residuais

Estes custos de agência surgem em qualquer situação envolvendo esforço cooperativo e a relação entre acionistas e administradores numa organização qualquer se enquadra na definição de relação de agência. Conseqüentemente, a separação entre controle e propriedade na companhias está intimamente associada com os problemas de agência e com seus respectivos custos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Ainda poderiam ser considerados nos itens acima os gastos incorridos pelos agentes para sinalizar aos principais os resultados do monitoramento e controle.

⁷ A relação de agência, aos olhos da legislação brasileira, trata da relação entre mandantes ou proponentes e mandatários ou agentes. O Código Civil brasileiro [Livro I, Título VI, Capítulos X (Do Mandato) e XII (Da Agência e Distribuição)] se refere a este tipo de contrato de agência. Na literatura financeira os termos *agent* e *principal* são difundidos, e foram mantidos no texto deste trabalho.

Villalonga e Amit (2004) apontam a questão clássica de agência como o conflito entre acionistas e gestores e colocam que ele pode ser mitigado pelo incentivo dos acionistas majoritários para monitorar os administradores da empresa.

Outro aspecto associado à questão da agência é o custo dos grandes investidores. O problema fundamental é que os grandes investidores (neste caso, os grandes acionistas) agirão de acordo com seus próprios interesses, que não estão necessariamente alinhados com os interesses dos acionistas minoritários, com os interesses dos funcionários e com os interesses dos administradores da empresa. Há evidências empíricas desta questão da expropriação dos acionistas minoritários em particular em países onde a legislação não está voltada para a proteção destes acionistas (SCHLEIFER; VISHNY, 1997). Neste caso, o conflito de agência se manifesta entre os próprios acionistas.

Se os acionistas majoritários são dispersos (ou seja, a propriedade está diluída), os benefícios privados do controle também estão diluídos entre diversos acionistas e as possibilidades de expropriação dos acionistas minoritários são menores. Entretanto, também são menores os incentivos para o controle dos administradores, de forma que se volta ao problema do conflito anterior entre os acionistas e os administradores (VILLALONGA; AMIT, 2004).

Há que se ressaltar neste ponto o tratamento de três aspectos distintos da empresa: a propriedade, o controle e a administração.

A concentração de propriedade representa a decisão entre o benefício da diversificação para aquele acionista que investe em diversos ativos, versus o benefício de investir muito em um único ativo, e então, materializar o benefício – privado - de controlar a empresa.

O controle por sua vez, representa a concentração de votos. A combinação entre alta concentração de votos e baixa concentração de propriedade (ou propriedade dispersa) ocorre quando a concentração das ações não está em um único acionista majoritário, mas em um bloco controlador.

Por sua vez, a administração, representada pelos executivos da empresa, poderá deter fatias maiores ou menores tanto da propriedade quanto do controle. Isso resulta no que Franks e Mayer (1995, *apud* BECHT; MAYER, 2002) chamam de *insider* e *outsider systems*, na medida em que o controle é maior dentro da própria empresa (administradores ou blocos de controle) ou de fora da empresa, por diversos acionistas que não fazem parte da administração ou controle majoritário da empresa.

As diferentes possibilidades de controle, propriedade e administração resultam em combinações com efeitos intrincados nas relações de agência acionista-acionista e acionista-administrador, cujo escopo está além deste trabalho.

Para Silveira *et al.* (2004), no Brasil o problema de agência associado a alta concentração de propriedade é o mais freqüente, e os acionistas, por terem muitos recursos investidos na empresa, estariam mais dispostos a coletar informações e monitorar os gestores. A concentração de propriedade tem relação com aspectos de governança que Shleifer e Vishny (1997) definem como sistemas para garantir que os investidores nas companhias consigam efetivamente receber o retorno pelo seu investimento.

A governança corporativa pode então ser entendida como um conjunto de regras ou sistemas que visam minimizar os custos de agência. Na definição de Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as companhias se asseguram que receberão o retorno sobre os seus investimentos, incluindo não apenas os acionistas, mas também os credores.

Adicionalmente, os proprietários da empresa podem ter diferentes “identidades” e características, como abordado a seguir.

2.1.3 Os proprietários ou controladores da empresas

A premissa usual nos estudos econômicos e estratégicos é de que as empresas visam maximizar o valor para os acionistas. Apesar de esta premissa ser suficiente para a maioria dos propósitos dos estudos financeiros, a rigor ela é uma aproximação de uma idéia mais genérica da maximização da utilidade que depende de outros fatores. Um destes fatores é o de que os acionistas não são “uniformes” e sua classificação (ou sua “identidade”) é relevante para compreensão da estrutura de propriedade das organizações e de seus desdobramentos (PEDERSEN; THOMSEN 2003).

Pedersen e Thomsen (2003) classificam os proprietários nas seguintes categorias e interesses:

- **Indivíduos e Famílias:** usualmente desempenham funções duplas nas empresas, como controladores, por deterem uma parcela significativa das ações e administradores da empresa. Neste caso, eles atuam diretamente como interessados no desempenho adequado da empresa.

- Instituições Financeiras: as instituições financeiras, representadas por bancos, companhias de seguro, fundos de pensão e companhias de investimento, podem ser encarados como investidores em uma carteira (*portfolio investors*) e que visam essencialmente maximizar o valor desta carteira. Existem exceções, na medida em que bancos podem estar interessados em prover empréstimos para as empresas que controla e fundos de pensão podem ter relações com sindicatos. Ainda assim, dado sua capacidade econômica, estes acionistas tendem à manutenção de porções significativas de participação nas empresas. A avaliação regular de seu desempenho pelos investidores que investem nestas instituições as faz muito atentas à maximização de valor para o acionista. Em consequência as instituições financeiras teriam grande incentivo para monitorar a qualidade da administração da empresa da qual são proprietários.
- Governo: A literatura estrangeira sugere (ver PEDERSEN; THOMSEN, 2003, p. 37) que os governos prestam especial atenção aos objetivos políticos como baixos preços, geração e manutenção de empregos e outros fatores externos – em sua maioria, negativamente correlacionados com a maximização do valor das empresas. Entretanto, as empresas governamentais podem se beneficiar de barreiras protecionistas e de menores custos de capital que as empresas privadas. Sob o ponto de vista da propriedade, governos ineficientes colocam mais ênfase em aspectos burocráticos e tendem a favorecer interesses de grupos específicos.

Estes três grupos seriam os proprietários das empresas de capital aberto segundo Pedersen e Thomsen (2003). Entretanto, para o estudo do tema na forma proposta neste trabalho, é relevante considerar uma ampliação ou o detalhamento das classificações acima. Desta forma, além do governo e instituições financeiras como os bancos, fundos de pensão e de investimentos, pode-se considerar como proprietários as famílias, os indivíduos e grupos de indivíduos – mesmo que não constituam famílias - famílias fundadoras da própria companhia e indivíduos que podem ser simultaneamente proprietários, fundadores e gestores da empresa. Esta divisão proporciona maior riqueza na análise dos resultados. Adicionalmente, posto que o foco está nas sociedades por ações, o interesse deste trabalho está no controle das empresas, representado por um (ou grupo de) acionistas controladores, de acordo com o estatuto da empresa.

Ainda sobre os controladores das empresas, é importante observar os artifícios de controle da propriedade mesmo quando o acionista não detém a maior parcela de lucros, dividendos e ativos. As referências aqui são as participações cruzadas, pirâmides e duas classes de ações.

Brealey, Myers e Allen (2008) descrevem as pirâmides como comuns em países asiáticos e europeus. Nela o controle é exercido via uma seqüência de posições de controle em várias camadas das empresas. A empresa operacional está na base da pirâmide e os níveis superiores são *holdings* (portanto, empresas cujo ativo é participação em outras empresas). Detendo a maioria da participação na camada superior e fazendo com que a *holding* de cada camada detenha a maior parcela da camada imediatamente inferior, uma pessoa, família ou grupo financeiro consegue controlar a empresa operacional com um investimento muito menor do que o necessário para o controle da empresa operacional sem a existência da estrutura piramidal. No caso das pirâmides, o direito de controle excede, portanto, o direito sobre o fluxo de caixa.

Os mesmos autores descrevem as duas classes de capital como freqüentes em diversos países, incluindo o Brasil, com nossas ações ordinárias e preferenciais. Estas últimas sem direito a voto. As ações de classes diferentes permitem que os acionistas detenham direitos de voto distintos, eventualmente controlando a empresa com um pequeno número de ações. Classes distintas de capital são proibidas em países como Bélgica, China, Japão, Cingapura e Espanha.

Shleifer e Vishny (1997) consideram os exemplos de pirâmides na Rússia e no passado dos Estados Unidos (ver Shleifer e Vishny p. 738 e 739) como elementos importantes de financiamento para as empresas.

Com relação as duas classes de ações, Silveira *et al.* (2004) mostram que se trata de uma característica importante no modelo de governança nas empresas brasileiras, onde há um índice elevado de emissões de ações sem direito a voto (preferenciais). Referindo-se a pesquisas anteriores, eles apresentam que apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, representando aproximadamente 46% de todo o capital total das empresas abertas. Neste sentido a governança se refere à manutenção do efetivo controle da empresa através da propriedade. Aos olhos de Shleifer e Vishny (1997), trata-se da busca de garantias de que os acionistas receberão o retorno de seus investimentos.

Em resumo, os aspectos relevantes para o desempenho corporativo em função de sua estrutura de propriedade estão intimamente associados ao tema da agência e governança corporativa.

Segue agora a discussão do desempenho como função ou em razão da estrutura de propriedade da empresas.

2.2 Perspectivas teóricas relacionadas à propriedade e desempenho

Talvez uma das primeiras análises sobre a relação entre o desempenho corporativo das organizações e a propriedade, ou ao menos uma das mais bem registradas remonta a 1776:

The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of the other's people money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honor, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company⁸ (SMITH, A. *apud* JENSEN; MECLINKG, 1976).

(Adam) Smith (*apud* JENSEN; MECLINKG 1976) argumenta, portanto, que a separação entre a administração e a propriedade levaria a uma baixa performance da organização.

Ponto de vista semelhante têm Berle e Means (1932), que afirmam que a separação entre controle e propriedade levam a uma condição onde os interesses dos proprietários e dos administradores podem divergir, e isso frequentemente ocorreria, implicando que os recursos da organização poderiam não ser integralmente empregados visando a maximização da lucratividade para os acionistas. Também, os mecanismos para controlar o abuso de poder pelos administradores poderiam desaparecer, permitindo que estes agissem em interesse próprio em detrimento dos interesses dos acionistas.

⁸ Tradução livre: “Os administradores de tais companhias (de sociedades por ações), entretanto, sendo gerentes que cuidam do dinheiro de outras pessoas ao invés do seu próprio, não administram esse negócio com a mesma preocupação e cautela esperada dos sócios de uma corporação privada cuidando de seus próprios interesses. Como os administradores dos negócios de um homem rico, eles estão aptos a dar mais atenção aos pequenos detalhes do que à reputação do patrão, e facilmente eles se isentam dessa preocupação. Negligência e extravagâncias, portanto, sempre prevalecem, em maior ou menor proporção na administração dos negócios de tais companhias.”

Mais recentemente, Pedersen e Thomsen (2003) resumem uma série de trabalhos indicando não apenas que a separação entre propriedade e controle pode ser prejudicial ao valor e desempenho da empresa, mas também que quanto maior for a concentração pior seria o desempenho corporativo. Neste caso, um argumento é de que os acionistas majoritários poderiam beneficiar-se da empresa em detrimento dos minoritários, por exemplo, beneficiando-se de informações internas (*insider information*) e estimulando despesas de acordo com suas próprias preferências e não necessariamente em benefício da empresa. No caso anterior, as preocupações de (Adam) Smith (1833) e Berle e Means (1932) estão voltadas às relações de agência entre acionistas e administradores. Já Pedersen e Thomsen (2003) referem-se aos problemas entre os próprios acionistas, mudando o enfoque para a questão de agência entre os próprios acionistas.

O outro argumento apontado por Pedersen e Thomsen (2003) para um desempenho inferior frente a alta concentração de propriedade é a hipótese de que os acionistas detentores de fatias muito grandes das empresas estariam menos diversificados, colocando-os numa situação de maior risco. A contrapartida seria o estímulo ao excesso de conservadorismo para os investimentos da empresa, já que estes acionistas tenderiam a rejeitar oportunidades de crescimento mais arriscadas.

Por sua vez, Demsetz e Lehn (1985) discordam deste ponto de vista. Eles se propuseram a explorar as forças que influenciam a estrutura de propriedade das corporações, e, posteriormente a fazer um estudo empírico com uma amostra de 511 empresas norte americanas de grande porte, aferindo as conjecturas propostas. A análise da estrutura de propriedade é realizada a partir das vantagens e desvantagens sob o ponto de vista do acionista em ter uma composição com maior ou menor diluição. Eles propõem os seguintes fatores determinantes da estrutura de propriedade das corporações em função da maximização da utilidade ou riqueza que eles proporcionam:

- o tamanho da empresa que maximiza o valor: quanto maior o tamanho de uma empresa, e este tamanho seria dependente do mercado e setor no qual a empresa atua, maior o valor de mercado de uma fatia de sua propriedade. Dentro deste raciocínio, se a empresa é grande, maior seu valor absoluto e menor a probabilidade de um único acionista possuir uma parcela significativa da empresa.
- o potencial de controle: o potencial de controle é entendido como a riqueza potencial obtida pelo retorno que a empresa proporciona como resultado do monitoramento

mais adequado da administração. Neste raciocínio, quanto maior o potencial de controle, maior o incentivo para a concentração de propriedade.

- o potencial de benefícios privados (não monetários) proporcionados pela firma: a maximização do valor da firma serve o interesse dos proprietários na medida em que permite a eles ampliar o seu consumo. Entretanto, pode haver benefícios não pecuniários proporcionados pela empresa – entendidos aqui como comodidades – oriundas do poder de influência dos proprietários sobre quais bens ou produtos a empresa pode produzir. Como consequência, a concentração de propriedade deveria ser maior em empresas sujeitas a este tipo de influências. Neste caso os autores apontam empresas de comunicação de massa e clubes de esporte profissional.

Cada um destes determinantes levaria a níveis próprios de concentração de propriedade para cada empresa. No que tange as consequências, inclusive sobre o desempenho corporativo, a conclusão empírica é de que não há relação estatisticamente significativa entre a concentração de propriedade e a lucratividade das corporações analisadas. Assim, o estudo não suporta as posições de (Adam) Smith (1983) e de Berle e Means (1932) e os autores acreditam não existir relação entre a estrutura de propriedade e desempenho, ou seja, o desempenho é invariante frente a alteração da concentração (ou diluição) da propriedade. Mais ainda, na abordagem de Demsetz e Lehn (1985), cada empresa teria um nível próprio de concentração ou diluição de propriedade, e neste caso, a estrutura de propriedade é uma variável endógena. Isto pode ser compreendido, por exemplo, pela hipótese - muito plausível - dos investidores decidirem investir apenas nas empresas com melhor desempenho, portanto, aumentando a concentração de propriedade justamente nas empresas com melhor desempenho.

Cada um destes determinantes levaria a níveis próprios de concentração de propriedade para cada empresa. No que tange as consequências, inclusive sobre o desempenho corporativo, a conclusão empírica é de que não há relação estatisticamente significativa entre a concentração de propriedade e a lucratividade das corporações analisadas.

Os enfoques apresentados até o momento, sejam de inexistência de relação entre concentração de propriedade e desempenho, relação favorável ou relação desfavorável descrevem relações monotônicas entre a concentração de propriedade e o desempenho das empresas.

Mais um ponto de vista é o de Morck, Schleifer e Vishny (1988) que buscam estabelecer a relação entre o desempenho e estrutura de propriedade. Eles ignoram o efeito da endogeneidade e analisam a relação entre as proporções de ações detidas pelos controladores

(*board of directors*) e o índice Q de Tobin. Eles observaram uma relação não monotônica entre as variáveis, crescente para uma concentração muito pequena de ações (até 5%), posteriormente decrescendo para a concentração de até 25%, onde atingiria o valor mínimo para o valor do índice Q e novamente passaria a ser crescente para concentrações maiores. Os autores atribuíram o comportamento não linear a efeitos conflitantes da estrutura de propriedade.

A Figura 1 apresenta relações entre a concentração e o desempenho para alguns dos autores e trabalhos realizados (ver Demsetz e Villalonga, 2001, p.233)

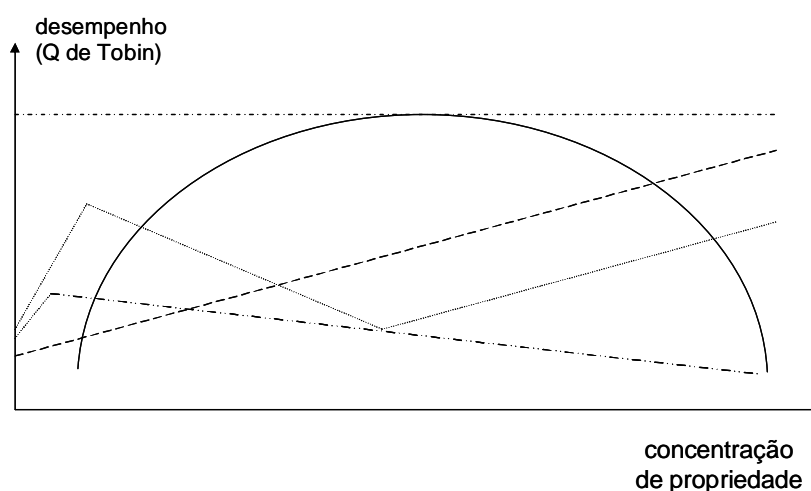


Figura 1: Relações entre o desempenho corporativo e a concentração de propriedade

Fonte: adaptado de Demsetz e Villalonga, 2001

Em resumo, a argumentação teórica, mesmo que suportados por estudos empíricos, relativa ao comportamento do desempenho frente à estrutura de propriedade segue ainda ambígua.

Mas, como exposto, existe um razoável consenso de que os fatores determinantes da relação entre a propriedade, ou mais ainda da concentração desta, e o desempenho são a governança e a relação de agência. Estes por sua vez estão intimamente ligados ao tipo da propriedade, potencialmente influenciando o desempenho. Um caso particular são as empresas familiares.

2.3 As empresas familiares

Um tipo particular de estrutura de propriedade da empresa é aquela onde a propriedade (e eventualmente a administração) pertence a uma família. Neste contexto está a idéia de que uma família influencia ou controla a empresa. As empresas familiares, quando tratadas a

partir do senso comum, muitas vezes nos remetem a idéia da microempresa conduzida por uma família empreendedora, onde reina o sentimentalismo, o paternalismo e a administração amadora. Muitas vezes as empresas familiares se confundem com pequenas e micro empresas (KLEIN *et al.* 2005).

Observando a lista das maiores empresas familiares existentes no mundo (Tabela 1), sob o ponto de vista de receitas, observa-se várias empresas que se contrapõem frontalmente à idéia da microempresa do bairro:

Tabela 1: Lista de grandes empresas familiares

Empresa	Ano de Fundação	Família proprietária e sede da empresa
Wal-Mart Stores Inc	1962	Walton (EUA)
Toyota Motor Corp.	1937	Toyoda (Japão)
Ford Motor Co	1903	Ford (EUA)
Koch Industries	1918	Koch (EUA)
Samsung Group	1938	Lee (Coreia do Sul)
ArcelorMittal	2006	Mittal (Luxemburgo) ⁹
Banco Santander ¹⁰	1857	Botín (Espanha)
PSA Peugeot Citroën S.A.	1976	Peugeot (França)
Cargill Inc	1865	Cargill and MacMillan (EUA)
SK Group	1953	Chey (Coreia do Sul)

Fonte: Adaptado de FAMILY BUSINESS (2009)

Nos Estados Unidos, um estudo conduzido por Astrachan e Shanker (2003) busca identificar a importância da empresa familiar na economia do país. Os autores apontam as dificuldades em obter dados precisos, e adotam alguns aspectos arbitrários para as definições de negócios familiares. Eles rotulam as empresas familiares a partir de perspectivas batizadas de: “ampla”, quando a família detém o estrito controle da empresa sob o ponto de vista estratégico, mas têm pouco envolvimento das operações da empresa; de “intermediário” quando existe o controle e alguma participação nas operações ou no “dia-a-dia” da empresa e

⁹ A família tem origem indiana

¹⁰ A publicação não especifica como é apurada a receita

de “estreito” quando existe total controle e envolvimento com a companhia. A importância das empresas familiares é então observada a partir dos impostos recolhidos, do impacto no produto interno bruto (PIB) e na geração de empregos. Correspondendo a definição de empresa familiar “intermediária” como acima, existiam em 2000, quase 11 milhões de empresas familiares, correspondendo a 59% do PIB e a 58% da força de trabalho (ou 77 milhões de pessoas empregadas nestas empresas).

Também na Europa existem trabalhos que ressaltam a importância e relevância das empresas familiares para a economia do continente.

Na Alemanha existe um setor denominado *Mittlestand* composto por uma grande quantidade de empresas médias e pequenas e uma longa história que se confunde com o processo de industrialização do país, e ao qual é atribuída a origem do poderio industrial alemão. Em 1999, o *Mittlestand* representava 99% do número de empresas do país e 69% dos empregos. Cabe ressaltar aqui que grandes empresas alemãs, como por exemplo, Siemens, Porsche (que em 2006 passou a fazer parte do grupo Volkswagen) e Continental – por serem grandes corporações - não fazem parte do *Mittlestand*, mas são ou surgiram como empresas familiares (BERGHOFF, 2006).

Com relação aos demais países europeus, Colli (2003), afirma, na mesma linha de Astrachan e Shanker (2003) que a quantidade de empresas familiares varia muito em função da definição de empresa familiar, mas ainda com esta imprecisão, ao final do século XX, na Itália entre 75 e 95% de todas as empresas registradas eram familiares. Na Espanha entre 70 e 80%, no Reino Unido 75%, na Suécia mais de 90%, na Suíça 85%, e nos Países Baixos entre 80 e 90%.

No que tange o continente asiático, em especial na região leste do continente (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Cingapura, Taiwan e Tailândia) o trabalho de Claessens *et al.*(1999), que reuniu pesquisadores do Banco Mundial e da universidade de Chicago apontou que as empresas familiares representavam 50% do total de empresas e muitas não se restringiam ao segmento de pequenas e médias empresas, mas eram efetivamente empresas de grande porte. Os autores ressaltam ainda que existiam casos extremos nas Filipinas e Indonésia, onde conglomerados familiares representavam entre 16 e 17% do valor total de mercado das empresas listadas em bolsa e estes conglomerados podiam ser relacionados ao controle de uma única família em cada um dos países.

Retornando aos Estados Unidos e as empresas de capital aberto, dada a existência de uma grande quantidade acessível de dados, há a oportunidade de resgatar mais algumas informações relevantes. Lá, existem dois índices que acompanham o valor das ações de empresas familiares de capital aberto: o *Family Business Stock Index (FBSI)*, que indica o desempenho de cerca de 200 das maiores empresas com controle familiar e o *Loyola University Chicago Family Firm Stock Index (LUCFFSI)*, que acompanha o desempenho de 38 empresas de capital aberto cujas sedes estão na região de Chicago (NELTON, 1996).

Porém, nas pesquisas realizadas para a elaboração deste trabalho não foram encontradas referências científicas para estes indicadores, apesar do *FBSI* ter sido definido em cooperação com o professor Robert Kleiman da Universidade de Oakland (NELTON, 1996). Assim estes indicadores são apresentados apenas como mera curiosidade. O *FBSI* quando medido num período de 20 anos (neste caso, findo em 1996), apresentou retorno anual de 16,6% comparado com 14% do S&P500 (*Standard & Poor's 500-stock index*).

No caso do Reino Unido, Poutziourios (2006), produziu um trabalho para o *Institute for Family Business*, onde compara a evolução do índice *FTSE*, composto por 673 empresas com um índice composto por 42 empresas familiares, neste caso com o critério de controle patrimonial familiar. No período de 1999 a 2005, ele constata um desempenho 40% superior para o índice das empresas familiares frente ao índice *FTSE*.

No Brasil, o último boletim estatístico do SEBRAE (SEBRAE, 2005), informa que “Em conjunto, as micro e pequenas empresas responderam, em 2002, por 99,2% do número total de empresas formais, por 57,2% dos empregos totais e por 26,0% da massa salarial”. Para o caso brasileiro, a classificação do porte da empresa está baseada na quantidade de empregados das empresas. Nesta taxonomia, as empresas industriais com até 19 pessoas ocupadas são denominadas microempresas, as com até 99 pequenas empresas, as com 499 empresas médias; mais de 500 empregados levam a empresa a ser considerada de grande porte. Para o setor de comércio e serviços, a classificação é de 9 empregados como microempresa e até 49 empregados pequena. Com 99 empregados a empresa média e acima de 100 pessoas ocupadas uma empresa grande.

Em números absolutos, do total de quase 5 milhões de empresas registradas no País, apenas 15 mil empresas são de grande porte (no ano de 2002) (SEBRAE, 2005).

Uma vez que a grande parcela do universo dos 5 milhões de empresas é de capital fechado, é natural que se tratem de empresas administradas pelo proprietário, e portanto, trata-se de uma maioria de empresas familiares.

Portanto, há evidências de que as empresas familiares são importantes sob o ponto de vista econômico, e que existem suspeitas de que elas podem apresentar retorno ao acionista superior às demais empresas (neste caso, ao menos sem levar em conta o aspecto risco). Mais ainda, apesar das discussões acerca dos custos de agência e da efetividade das estruturas de governança, há indícios que as empresas familiares não são estruturas “deficientes”.

As abordagens acima carecem de um tratamento mais preciso ao menos nos seguintes aspectos: como se poderia definir mais precisamente o que é uma empresa familiar, inclusive evitando a confusão entre tamanho e o fato da empresa ser familiar ou não? Como seria medida sua performance? Qual a relação entre a estrutura de propriedade e a performance? De fato, elas apresentam performance superior?

Nas próximas seções inicia-se uma abordagem mais detalhada para responder a cada uma destas perguntas e é apresentada uma revisão teórica acerca do que seria esperado na relação entre estrutura de propriedade e desempenho.

2.3.1 A definição de empresa familiar

Não se pode tratar da estrutura de propriedade das companhias e das empresas familiares sem uma definição clara do que é esta estrutura.

Poutziouris (2006), ao examinar o desempenho do índice da bolsa de valores de Londres (*FTSE*), comparando-o a um índice representativo das empresas familiares listadas, aborda o tema de maneira bastante simplificada, utilizando os seguintes critérios para definir a empresa familiar, a empresa patrimonial e a empresa empreendedora:

- Empresa familiar é aquela que possui ao menos 10% das ações em poder da família, experimentou transição de gerações da família e possui ao menos um membro familiar no conselho administrativo
- A empresa patrimonial não obedece a todos os quesitos da classificação anterior, mas os integrantes da família têm a intenção em manter o negócio para as próximas gerações da família, usualmente mantendo uma posição acionária majoritária.

- A empresa empreendedora é definida como aquela em que os fundadores possuem uma parcela substancial das ações da empresa, mas não há evidências da intenção futura na manutenção deste controle no sentido de transferi-lo a gerações futuras dos mesmos controladores atuais

O autor argumenta que para os estudos empíricos é prudente considerar a empresa familiar dentro dos dois primeiros critérios unicamente.

Já Neubauer e Lank (1998) iniciam primeiro capítulo de seu livro ressaltando que – até o momento da publicação – não havia “consenso na definição de empresa familiar nas comunidades de pesquisa, ensino e consultoria, entre jornalistas e entre o público em geral” (p. 3). As razões para esta dificuldade de definição residiriam no fato dos estudos acadêmicos das empresas familiares serem relativamente recentes e pelo fato das empresas familiares terem seu lado secreto e intransponível ao olhar externo.

A revisão na literatura reunida por eles indica os seguintes elementos na definição da empresa familiar:

- O percentual de capital votante em poder da família
- A presença de familiares em posições executivas
- Existência de executivos e funcionários não familiares
- A intenção em manter a presença da família no futuro do negócio
- O número de gerações da(s) família(s) proprietária envolvida no negócio
- O número de famílias envolvidas na administração ou na propriedade
- Se os membros da família aceitam ou concordam que são responsáveis pela sua própria empresa
- Se os não membros da família aceitam que se trata de uma empresa familiar
- Se os descendentes diretos do fundador detém o controle da empresa
- O tamanho da empresa, em particular no que tange o número de funcionários

A partir destes elementos, Neubauer e Lank (1998, p. 6) apresentam a seguinte definição:

Uma empresa é considerada um negócio familiar quando está identificada com ao menos duas gerações de uma família e quando esta conexão tem influência mútua nas políticas da empresa e nos interesses e objetivos da família [...] e numa visão mais ampla, a

empresa familiar é uma propriedade (ou domínio), uma sociedade, corporação ou qualquer forma de associação de negócio onde o controle votante está nas mãos de uma família.

Com esta definição os autores apresentam uma matriz propriedade – administração conforme abaixo (Figura 2):

		Administração	
		Familiar	Não familiar
Propriedade	Familiar	Controle Total X	Senhorio Y
	Não familiar	Herança Cultural Z	O

Fonte: Adaptado de Neubauer e Lank (1998)

Figura 2: Administração versus propriedade familiar

A posição X apresenta a situação onde a administração e a propriedade (ou controle) são familiares, frequentemente o caso dos primeiros estágios de uma empresa familiar. A posição Y apresenta o caso onde os funcionários não são da família, mas a empresa pertence a uma determinada família. Entre X e Y tem-se maior ou menor envolvimento da família com os negócios ‘diários’ da empresa, desde um senhorio ausente até um senhorio ativo. Neste caso, estariam situações onde o conselho administrativo é composto por membros da família as posições gerencias ou diretorias são compostas por funcionários não familiares. A posição Z é típica de empresas familiares que foram vendidas, mas membros executivos da família seguem na administração. A posição O efetivamente não representa uma empresa familiar.

Por sua vez, Klein *et al.* (2005) também corroboram as dificuldades definir precisamente uma empresa familiar e vão mais além, apontando que a falta de um critério comum e amplamente aceito é uma das barreiras para o desenvolvimento dos estudos no âmbito da empresa familiar. Eles criticam também a classificação dicotômica entre negócio familiar e não familiar, concordando que existe um *continuum* onde a empresa familiar e a não familiar representam os extremos.

Neste contexto, os autores fizeram um trabalho mais aprofundado e buscam uma escala quantitativa para a empresa familiar, e ainda afirmam que a definição de empresa familiar deveria trazer uma medida que proporcionasse resultados confiáveis e replicáveis, ser clara em relação a quais dimensões ela se refere, ser transparente e não ambígua. A proposta deles é a de uma escala denominada F-PEC (Family- Power, Experience and Culture) para medir a influência e o envolvimento familiar com a empresa, considerando três dimensões: o poder, a experiência e a cultura. A seguir são descritos mais detalhes de cada uma das dimensões da escala, segundo Klein *et al* (2005).

2.3.1.1 O poder: propriedade, governança e administração

A dimensão poder da escala F-PEC buscar medir o grau de dominação ou influência da família ou dos prepostos da família sobre a empresa. Esta influência ou dominação é exercida pela extensão e qualidade da propriedade, da estrutura de governança e do envolvimento na administração da empresa.

A influência da família pode ser medida pela proporção de membros da família e de seus representantes que são membros do conselho administrativo. Os autores apontam ainda a situação em que por questões legais ou tributárias é vantajoso que o negócio familiar seja administrado via outras entidades legais (*holdings*, estruturas piramidais). Nestas situações o entendimento do real nível de influência da família sobre a corporação pode tornar-se problemático.

O indicador proposto pelos autores busca capturar a influência direta e indireta das famílias (no caso, por exemplo, das estruturas piramidais) e a influência de terceiros (não familiares).

2.3.1.2 Experiência: Geração no controle

A dimensão experiência na escala F-PEC relaciona-se com a sucessão e com o número de entes da família que estão engajados no negócio. A questão da intenção da transferência da empresa para as gerações futuras da família é relevante no âmbito do estudo das empresas familiares e a sucessão agrega a experiência da família ao negócio (CABRERA-SUÁREZ *et al.* 2001, *apud* KLEIN *et al.* 2005).

2.3.1.3 Cultura: Família versus valores

A terceira dimensão proposta por Klein *et al.* (2005) refere-se à relação entre os valores da família frente à organização e se os valores da família impregnam o ambiente corporativo, nos aspectos políticos, no estilo de comunicação, na centralização e na resolução de conflitos. Analisando o questionário proposto pelos autores observa-se porém, que o foco maior está na busca em identificar se os familiares se sentem orgulhos em relação à empresa, compartilham valores semelhantes, compartilham objetivos, planos e políticas. Neste caso, o ponto de vista analisado é o do principal executivo da empresa (*CEO*), fazendo ele parte ou não da família.

A escala F-PEC, proposta por Klein *et al.* (2005), apresenta as vantagens de quantificar de forma contínua a participação e o envolvimento da família no negócio, desde a participação intensiva até nenhuma participação. Por outro lado tem as desvantagens de depender de dados primários e apresenta limitações em capturar todos os canais de influência da família sobre a organização.

Neste trabalho, é utilizada a definição proposta como “forma ampla” por Neubauer e Lank (1998) de que a empresa familiar é aquela onde o controle do capital votante está nas mãos de um ou mais membros de uma família, considerando o primeiro critério de Poutziouris (2006) e representando o equivalente a uma das dimensões sugeridas por Klein *et al.* (2005).

Uma vez definida a empresa familiar, em consequência seu complemento, a empresa não familiar, é abordado a seguir a administração.

2.3.2 Controle familiar e administração familiar

Convém separar neste momento a questão da propriedade familiar (no caso das sociedades por ações, melhor denominado controle familiar) da administração ou gestão familiar. Uma empresa cujo controle é familiar poderá ter ou não uma gestão familiar, esta entendida como as decisões administrativas e a implementação da estratégia corporativa. Uma família (ou grupo de famílias ou mesmo um indivíduo, ou seja, uma ou mais pessoas físicas) poderá ser o controlador de uma empresa e não se envolver diretamente na sua gestão. Sciascia e Mazzola (2008) denominam estas diferenças como participação da família na propriedade (FIO – *Family Involvement in Ownership*) e na administração (FIM- *Family Involvement in Management*).

2.3.3 Aspectos que favorecem o desempenho da empresa familiar

Poutziouris (2006) argumenta que os profissionais afeitos aos estudos dos negócios familiares sugerem que as principais fontes de competitividade das empresas familiares podem ser atribuídas à administração consistentemente focada no longo prazo, assim como os objetivos estratégicos, e a imposição de restrições aos administradores oportunistas que eventualmente façam parte da companhia. Ele aborda também a influência positiva da rede de relacionamentos da família e da cultura familiar, a reduzida vulnerabilidade a aquisições e um comportamento mais conservador frente ao risco.

Estes argumentos, da forma que são apresentados não são por si só muito convincentes, já que é possível argumentar, por exemplo, que o conservadorismo não é necessariamente benéfico ao desempenho de longo prazo, pois poderia levar à perda de oportunidades aproveitadas pelos concorrentes.

Sciascia e Mazzola (2008) fizeram um estudo extensivo em pequenas empresas familiares na Itália e afirmam que o aspecto da visão de longo prazo nas empresas familiares, principalmente em razão do interesse em passá-la às gerações seguintes, traz benefícios ao seu desempenho. Estes autores dividem a participação da família na propriedade (FIO – *Family Involvement in Ownership*) e na administração (FIM- *Family Involvement in Management*). Numa revisão ampla de diversos outros trabalhos (ver Sciascia e Mazzola, 2008, p. 333 e 334), eles apontam que com o envolvimento familiar na propriedade, as empresas sofrem menos de miopia administrativa, fazem investimentos mais eficientes e monitoram eficazmente a atividade gerencial. De forma geral, os proprietários consideram a empresa um ativo familiar a ser passado para as gerações futuras ao invés de uma riqueza para consumo imediato. Dois outros aspectos interessantes são que o horizonte de tempo longo da empresa familiar reduz o custo marginal dos investimentos e conseqüentemente o custo equivalente ao risco do capital próprio. Em conseqüência, isso permitiria à empresa familiar realizar investimentos em atividades que os concorrentes (não familiares) teriam dificuldade para entrar, levando a conquista de mercados. O outro seria que as famílias podem trazer recursos financeiros e humanos indisponíveis para as empresas não familiares. Estes recursos, denominados capital de sobrevivência, seriam fundamentais em ciclos econômicos desfavoráveis ou após estratégias de negócio mal sucedidas, situações que demandam esforço extremo para manutenção da vida da companhia.

Ao tratar da administração familiar, ou seja, do envolvimento da família na administração, para Sciascia e Mazzola (2008) as empresas com gestores familiares deveriam ter menos problemas de agência e dos custos associados. Um dos fatores é de que a participação da família na administração deveria reduzir a assimetria de informação por razões óbvias, com impacto positivo na lucratividade.

Ainda os autores acima ressaltam que os familiares atuariam como administradores com motivação diferenciada, pela percepção de que o desempenho positivo ou superior da (sua) companhia administrada é uma extensão de seu próprio bem estar. Neste sentido, eles operam com a expectativa de que estarão nesta posição por longos períodos, evitando ações desastradas de aumento de receitas ou de redução de custos unicamente à custa do desperdício de capital humano ou impacto na motivação dos funcionários. Também, os membros da família teriam sido instruídos sobre a natureza do negócio desde cedo e podem receber treinamento e mentoria dos outros membros da família.

Os autores apontam ainda estudos relacionados à compensação dos executivos familiares, indicando que os executivos de empresas familiares tendem a receber menos que os de empresas equivalentes não familiares, como numa troca de um salário relativamente menor pela segurança. Ainda há a hipótese de que esta regra vale não apenas para os executivos que fazem parte da família, mas também vale para os demais funcionários da empresa, cuja média salarial é estatisticamente mais baixa. O contrato familiar parece estender-se por toda a empresa.

Como mencionado na introdução deste trabalho, a literatura sobre o desempenho das empresas em função de sua estrutura de propriedade é controversa e como não poderia deixar de ser, seguem agora as indicações de porque a empresa familiar deveria ter desempenho pior que as não familiares.

2.3.4 Aspectos que prejudicam o desempenho da empresa familiar

Sciascia e Mazzola (2008) também indicam os potenciais problemas oriundos da propriedade familiar e da administração familiar.

Inicialmente no caso do envolvimento na propriedade, os autores se referem aos trabalhos relacionados ao excesso de compensações e dividendos especiais. Adicionalmente, participações concentradas nas mãos de familiares inibiriam a probabilidades de ofertas de outros agentes, reduzindo o valor da firma. Existem ainda os problemas de nepotismo, com a

permanente seleção de familiares para os postos chave da empresa, mesmo que eles não apresentem as qualificações necessárias, com prejuízos ao desempenho da organização.

Outro aspecto, na opinião de Sciascia e Mazzola (2008) é o particularismo, que dificulta a avaliação de desempenho quando a função é desempenhada por um familiar e torna difícil também sua dispensa em caso de desempenho inadequado na função. Ambas as questões tem efeito não apenas sobre as pessoas diretamente envolvidas, mas sobre os demais funcionários (não familiares) da empresa no aspecto de seu esforço, dedicação e motivação, causando um efeito negativo generalizado. Estes reflexos são denominados sobreposição institucional família-negócios, podendo comprometer as operações de várias maneiras que afetam o desempenho da companhia.

Ainda, os autores argumentam que as empresas familiares constituem um terreno fértil para o conflito e desentendimento entre acionistas: objetivos financeiros podem chocar-se com objetivos não financeiros e os objetivos do negócio podem não ser consensuais.

Voltando agora ao caso da administração familiar, ou seja, o envolvimento dos familiares na gestão, os benefícios associados aos custos de agência podem ser eliminados pelos conflitos gerenciais entre membros da família, competindo por objetivos e valores. Os familiares podem discordar de prioridades, como atingi-las além de incompatibilidades de valores e atitudes pessoais. Sciascia e Mazzola (2008) apontam estudos (ver Sciascia e Mazzola, 2008, p. 336) que mostram que a presença da família aumenta a complexidade nos conflitos e na resolução destes.

Eles acreditam ainda que familiares também podem substituir retornos monetários por não monetários, como independência, prestígio e fatores emocionais que não tem relação ou não contribuem para o desempenho corporativo. Ainda, novamente pode-se ter a inclusão de membros da família mal capacitados para funções de gestão. Isso pode ser particularmente danoso quando existem não membros da família em postos administrativos que são afetados por estas ações. Se estes gerentes não enxergarem mérito ou talento algum no elemento familiar, certamente haverá fontes de ressentimento.

Os autores apresentam ainda trabalhos onde a presença de não membros da família na administração agrega 'capital social' à empresa na medida em que facilitam a aquisição e o fluxo de informações de diversas fontes, afetando positivamente as chances de reconhecer e explorar novas oportunidades.

Desta forma, os prós e contras da estrutura familiar são no mínimo controversos. É curioso observar, por exemplo, constatações antagônicas para um mesmo tema, como por exemplo, o fato de alguns autores observarem que as empresas familiares possuem maior capacidade de manutenção de empregos ao longo do tempo, como indicado por Sciascia e Mazzola (2008) no tópico anterior. Shea (2006) reúne constatações semelhantes e contrárias tanto sobre a manutenção de empregos como sobre níveis salariais em empresas familiares e não familiares em seu trabalho.

A Tabela 2 resume os aspectos que podem contribuir e os que podem prejudicar o desempenho da empresa familiar:

Tabela 2: Fatores benéficos e prejudiciais ao desempenho da empresa familiar

Contribuição para o Desempenho	Prejuízo ao Desempenho
Foco consistente no longo prazo	Busca excessiva de benefícios privados
Interesse na monitoração dos administradores	Perda de oportunidades de crescimento devido ao excesso de conservadorismo frente ao risco
Promoção de investimentos eficientes	Nepotismo e Particularismo
Mitigação dos conflitos de agência (acionista - administrador)	Exacerbação dos conflitos de agência (acionistas majoritários - acionistas minoritários)
Rede de influência social e política da família	Diminuição do "capital social" e diversidade
Menor miopia administrativa	Inibição de take overs diminuindo o valor de mercado da empresa
Disponibilidade de recursos humanos e financeiros extras	Conflitos no relacionamento familiar estendidos à empresa
Reduzida assimetria de informação	
Disponibilidade de treinamento e mentoria para os membros da família	
"Contrato familiar" entre funcionários e proprietários	
"Capital de sobrevivência"	
Sucesso da empresa significa riqueza familiar	

Fonte: Elaboração própria

A questão da empresa familiar está vinculada não apenas ao controle familiar, mas também à presença dos fundadores na administração das empresas. É razoável admitir que – em muitas situações e ao menos no início da história da empresa - um fundador, um criador da idéia original do negócio, tenha gerido a empresa. Este ponto remete ao empreendedorismo.

2.4 A presença dos fundadores na administração

Em umas poucas linhas é possível resumir a intuição keynesiana que rejeitou a teoria clássica [...], com a fundamental idéia que a opacidade do futuro faz o investimento depender do "espírito animal" dos empresários, isto é, não apenas do cálculo racional das taxas de retorno e das taxas de juros que são impossíveis de serem conhecidas [devido à incerteza futura] (Netto, 2009).

Ainda que Stevenson (2004) descreva o campo do empreendedorismo como uma “cebola intelectual: Você a descasca camada por camada e quando chega ao centro não encontra nada, mas de qualquer maneira você já estará chorando.” existem várias contribuições na literatura deste assunto que são relevantes para este trabalho. Há uma unanimidade na importância do empreendedorismo para o desenvolvimento econômico, em linha com a citação acima de (Antonio Delfim) Netto (2009).

O empreendedorismo encontra definições distintas como a de Stevenson (2004) para quem ele é a busca de oportunidades além dos recursos controlados (pelo empreendedor), ou a de Shane e Venkatraman (2000) que o definem como o exame de como, por quem e de que forma as oportunidades de criação de bens e serviços são descobertas, avaliadas e exploradas.

Shane e Venkatraman (2000) estabelecem o contexto do empreendedorismo como a interação de dois fenômenos: a presença de oportunidades lucrativas e a presença de indivíduos com interesse e capacidade para explorá-las.

Neste contexto interativo cabe ressaltar que a literatura aborda o empreendedorismo em dois níveis distintos: o nível individual e o nível social. No nível social aborda-se o comportamento empreendedor como uma resposta a um ambiente rico em oportunidades, ambiente este que favorece ou prejudica as mencionadas oportunidades sob o ponto de vista legal, institucional, financeiro e assim por diante. Entre outras coisas, as instituições sociais afetam a propensão e viabilidade para os negócios, impactando os custos monetários e não monetários da atividade empreendedora (LICHT; SIEGEL, 2006).

No contexto deste trabalho, por estar focado na comparação entre empresas nacionais, o interesse está no comportamento individual dos empreendedores. Teriam os empreendedores habilidades para levar suas empresas a terem desempenho superior às demais?

O nível individual é capturado no retrato schumpeteriano onde existem indivíduos que sonham com a fundação de “reinos” e dinastias, pelo desejo de conquistar, de provar-se

superior aos demais, eventualmente tendo o sentimento de realização e da vitória como motivação mesmo que em detrimento dos resultados econômicos. Este tipo humano também seria capaz de superar adversidades objetivando a mudança e a criação de empreendimentos inexistentes (LICHT; SIEGEL, 2006).

Ainda no nível individual o empreendedorismo pode ser tratado sob os aspectos de “quem”, “o que” ou “como” este se apresenta. No aspecto de como ele se apresenta, portanto tratando-o como um processo, Stevenson (2004) diferencia os empreendedores dos administradores em seis dimensões conforme abaixo (Tabela 3):

Tabela 3: Características de empreendedores e administradores

Empreendedores	Dimensão Chave	Administrador
Guiado pela percepção de oportunidades	Orientação estratégica	Guiada pelos recursos controláveis no momento
Comprometimento rápido	Comprometimento com a oportunidade	Evolucionário de longa duração ¹¹
Multi-estágio com exposição mínima em cada estágio ¹²	Comprometimento com o processo	Estágio único com comprometimento integral após a decisão
Uso esporádico ou locação dos recursos necessários	Controle de recursos	Propriedade ou emprego dos recursos necessários
Plana (poucos níveis) com redes informais múltiplas	Estrutura de gerenciamento	Hierarquia formal
Baseada em valor e baseada no trabalho em equipe	Sistema de premiação e recompensas	Baseada em recursos, individualizada e orientada a promoções

Fonte: Adaptado de Stevenson (2004)

Licht e Siegel (2006) argumentam que uma imagem mais rica dos empreendedores está na literatura oriunda da psicologia. Neste campo há os trabalhos referentes à orientação para o risco, esta que, pelos trabalhos disponíveis, não é significativamente diferente dos não empreendedores. Entretanto, há distinção entre ambos no que tange o otimismo e o excesso de

¹¹ Nesta dimensão, Stevenson (2004) se refere à inércia dos administradores - quando comparados aos empreendedores - mesmo com os primeiros possuindo tecnologia, acesso a análises e inteligência de mercado.

¹² Nesta dimensão, Stevenson (2004) se refere à identificação dos empreendedores como avessos ao risco, na medida em que comprometem os recursos seqüencialmente na oportunidade visando controlar o risco assumido.

confiança, com os empreendedores tendendo a apresentarem estas características mais freqüentemente que os não empreendedores. Ademais estes autores apresentam diversos trabalhos que identificam um conjunto de valores e motivações que os suportam e que são característicos dos empreendedores.

Schwartz (1992 *apud* LICHT; SIEGEL, 2006) modela o poder, realização, hedonismo, estímulo (no sentido de excitação), autonomia, universalismo, benevolência, conformismo, tradição e segurança como valores que podem ser organizados em duas dimensões bipolares: autodesenvolvimento¹³ versus auto-superação¹⁴ e conservadorismo versus abertura a mudanças. Este modelo seria adequado para identificar e distinguir o conjunto de preferências dos empreendedores frente aos seus pares não empreendedores.

O campo das finanças comportamentais contribui com uma abordagem mais específica para as questões do otimismo e excesso de confiança, dadas sua relação com temas econômicos do comportamento frente ao risco, volatilidade e preferências. De forma resumida, o excesso de confiança pode ser tratado como um viés comportamental associado à capacidade de julgamento e que se manifesta por erros de estimativa, em subestimar a volatilidade e na crença das pessoas que suas avaliações pessoais são melhores do que a média. As pessoas que apresentam excesso de confiança tendem então a subestimar a variância e superestimar a precisão (GLASER; WEBER 2007).

Com relação à questão do *CEO*, Barros (2005) aborda o otimismo e excesso de confiança destes e dos empreendedores, e reúne vários autores que corroboram a tese de que eles são particularmente susceptíveis a estes vieses, tendendo a superestimar suas próprias habilidades e tendo a impressão que os eventos são mais controláveis do que realmente são.

Nestas teorias, no entanto, não há diferenciação entre o *CEO* “profissional” e o *CEO* fundador, posto que elas se aplicam ao administrador da empresa de forma geral.

Cabe mencionar ainda que apesar das indicações de excesso de confiança e otimismo, Licht e Siegel (2006) ressaltam (ver Licht e Siegel, p. 4-5) ser prematuro admitir a hipótese de que os empreendedores são agnósticos ou distraídos em relação aos aspectos financeiros. Pelo

¹³ Self-enhancement no texto original

¹⁴ Self-transcendence no texto original

contrário, os estudos indicam que eles são sensíveis às restrições de capital em suas decisões referente ao empreendedorismo, em particular para se tornarem trabalhadores autônomos¹⁵.

2.4.1 Aspectos que contribuem para o desempenho do CEO fundador

Jayaraman *et al.* (2000) apontam alguns fatores que poderiam resultar em um desempenho superior das empresas sob a administração do *CEO* fundador. Entre eles o comprometimento oriundo da dependência de sua riqueza pessoal em relação ao negócio, fator também mencionado por Sciascia e Mazzola (2008) e também Barros (2005). Também todos estes autores mencionam a questão de sua reputação com o sucesso do negócio.

Jayaraman *et al.* (2000) também lembram a questão do controle associada a presença do *CEO* fundador, remetendo a redução dos conflitos de agência acionistas – administradores.

Daily e Dalton (1992) frisam que o *CEO* fundador evidenciaria um comportamento próximo ao dos empreendedores e não dos gerentes sênior – estes que sempre apresentariam características de empregados – que contribui positivamente para o sucesso da empresa.

Fahlenbrach (2007) desenvolveu um trabalho empírico voltado para a análise do desempenho dos *CEOs* fundadores, não fundadores e “*CEO* profissionais”. Mesmo não sendo um trabalho profundo no aspecto teórico, ele especula que pelo fato do *CEO* fundador participar desde a concepção da companhia, seu estilo gerencial e comportamental deveria ter grande impacto nestas empresas. Além do mais, para Fahlenbrach (2007), o *CEO* fundador tem mais poder de influência e poder de decisão, inclusive com atitudes diferentes frente ao risco, liderando as decisões de investimento.

Seria razoável ainda esperar grande comprometimento do *CEO* fundador em razão da transferência patrimonial entre gerações (SCIASCIA; MAZZOLA, 2008)

Os aspectos apontados acima fariam com que o *CEO* fundador tivesse incentivos adicionais para investir no desenvolvimento de suas habilidades administrativas. Por fim, os empreendedores (que se tornam os *CEO* fundadores) tenderiam a criar negócios em áreas e segmentos econômicos nos quais eles efetivamente tenham conhecimento e experiência, resultando em vantagens competitivas (JAYARAMAN *et al.*, 2000).

¹⁵ Self-employment no texto original

2.4.2 Aspectos que prejudicam o desempenho do CEO fundador

É possível também compor cenários onde a administração do *CEO* seria prejudicial ao desempenho corporativo.

Daily e Dalton (2000), referindo-se a diversos trabalhos (ver Daily e Dalton, 2000, p. 27), ressalta que o sucesso das empresas familiares ou que são administradas pelo *CEO* fundador depende fundamentalmente de uma transição segura para a administração “profissional”. Eles também mencionam estudos apontando para uma reação lenta dos *CEO* fundadores frente a mudanças no ambiente externos à empresa, em muitos casos, causados por ineficiência do planejamento estratégico das empresas por eles administradas.

Já com relação aos vieses comportamentais, como apresentado, seriam características pessoais intrínsecas, fora do controle racional e, portanto, ainda que exista um profundo comprometimento do *CEO* e maior ainda do *CEO* fundador, estes vieses incontroláveis poderiam levar a um mau desempenho financeiro da empresa.

Jensen e Meckling (1976) mencionam os conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários (neste caso, representado pelo *CEO* fundador).

Ainda, a questão financeira pode não ser o principal fator de motivação destas pessoas. Isso permitiria a especulação de um desempenho financeiro inferior para as empresas administradas pelos seus fundadores (LICHT; SIEGEL, 2006)

2.4.3 Fatores moderadores

Jayaraman *et al.* (2000) discutem outro conjunto relevante de fatores relativos ao desempenho financeiro das empresas e a administração do *CEO* fundador, que são associados à chamada teoria do *life cycle* das organizações. Os autores sugerem que inconsistências obtidas nas análises empíricas do desempenho seriam devidas a fatores moderadores do desempenho do *CEO*, a saber, o tamanho da empresa e a idade da empresa.

Com relação ao tamanho, a argumentação é que o *CEO* fundador tem mais habilidades para gerenciar negócios menores pode ter dificuldades em manter um alto padrão de desempenho à medida que a firma cresce, porque as habilidades necessárias para administrar uma grande empresa são diferentes das habilidades de um empreendedor. Eles argumentam também que

há evidências que os *CEO* fundadores têm dificuldades no desenvolvimento destas novas habilidades necessárias.

No que tange a idade da empresa e também ao tempo de permanência do *CEO* no cargo, os autores mencionam trabalhos que indicam a existência de um ponto ótimo no ciclo de vida da empresa e no tempo de permanência do *CEO* fundador no cargo. A idéia é que no início da vida das empresas, estas não possuem uma estrutura organizada em quaisquer dos aspectos do dia a dia administrativo. Nesta etapa, o envolvimento do *CEO* é benéfico e necessário. À medida que a organização amadurece as rotinas, sistemas e processos se estabelecem, e o *CEO* fundador deixa de trazer contribuições relevantes para elas. Este ponto de vista de Jayaraman *et al.* (2000) é semelhante ao de Daily e Dalton (2000).

Portanto, a idade da empresa e o seu tamanho seriam fatores moderadores para o desempenho financeiro das empresas sob gestão do *CEO* fundador.

Levando em conta estes fatores apontados na literatura, pode-se resumir as possíveis contribuições e prejuízos para o desempenho quando a empresa é administrada pelo seu fundador na tabela seguinte (Tabela 4):

Tabela 4: Fatores benéficos e prejudiciais ao desempenho da empresa administrada pelo fundador

Contribuição para o Desempenho	Prejuízo ao Desempenho
Comprometimento seqüencial de recursos, minimizando o risco	"Espírito animal" levando a investimentos irracionais
Conhecimento profundo do negócio	Excesso de confiança
Percepção de oportunidades	Presença por tempo excessivo no cargo
Exposição mínima	Baixa diversificação, evitando projetos de maior risco correspondentes a oportunidades
Uso e alocação esporádica de recursos	Baixa capacidade de reação a mudança no cenário externo à empresa
Poder de influência e decisão	Motivações não financeiras preponderantes
Incentivo para o autodesenvolvimento de conhecimentos de habilidades administrativas	

Fonte: Elaboração própria

Segue agora uma revisão dos trabalhos empíricos relacionados a propriedade, controle, administração familiar e a performance corporativa.

2.5 Trabalhos empíricos relacionando estrutura de propriedade e performance

Existem estudos empíricos que relacionam performance e estrutura de propriedade realizados em diversos países. Não se pretende aqui efetuar um estudo taxonômico de todos os trabalhos existentes, mas para ressaltar as divergências nos resultados encontrados convém verificar alguns dos trabalhos que são referências em diversos estudos posteriores bem como trabalhos mais recentes.

Em geral, os trabalhos neste campo buscam identificar ou comprovar:

- A existência de relação entre a estrutura ou concentração de propriedade e o desempenho ou valor da empresa, sem preocupação com a forma
- A forma da relação (por exemplo, linear, em formato de sino), o que leva a necessidade de medida da concentração de propriedade (disperso versus concentrado e grau desta concentração)
- A existência de endogeneidade entre estes fatores.

São comuns estudos conjuntos de desempenho financeiro das companhias e do valor da empresa em função da propriedade. Em vários casos, os indicadores de desempenho e de valor se confundem, em particular o Q de Tobin, que ora mede o valor, ora o desempenho.

Para as medidas de valor, observam-se os seguintes indicadores:

- Q de Tobin (utilizando o valor do ativo contábil)
- Valor da firma, como valor de mercado dividido pelo valor contábil de seu ativo total (market to book value ratio)
- Valor da firma, como valor de mercado dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido (market to book value ratio)

Para a medida de desempenho as seguintes métricas são empregadas nos diversos trabalhos:

- Q de Tobin (utilizando o valor do ativo contábil)
- Retorno sobre o ativo: Lucro operacional ou lucro líquido dividido pelo ativo total
- Rentabilidade sobre o patrimônio líquido (lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido)

- Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização dividido pelo ativo total
- Fluxo de caixa operacional
- Lucro líquido contábil
- Crescimento em vendas, calculado como $\text{Vendas no período (t)} - \text{vendas no período (t-1)}$ dividido por vendas no período (t)
- Retorno das ações no período, medido pela diferença de preços

Também existem os estudos que buscam avaliar a relação entre a identidade dos proprietários versus o desempenho, verificando se os indivíduos, as famílias, o governo, ou proprietários institucionais são “melhores ou piores” proprietários. Nesta linha também existem também os estudos que verificam o desempenho das empresas em função da quantidade de ações em posse dos executivos que as administram.

A seguir uma breve descrição de alguns dos trabalhos nacionais e internacionais sobre o tema.

2.5.1 Estudos internacionais

A tabela seguinte apresenta um breve resumo de trabalhos internacionais que estudaram as relações entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo. Naturalmente não há a pretensão de se coletar todas as publicações a respeito, mas o resumo (Tabela 5) é interessante para prover uma visão dos diferentes enfoques adotados e dos resultados obtidos.

Tabela 5: Trabalhos internacionais sobre a estrutura de propriedade em relação ao desempenho e valor

Nome do Estudo	Autores	País	Foco do Trabalho	Observações e conclusão
The Influence of Ownership Structure on the Corporate Performance of Malaysian Public Listed Companies	Ming e Gee (2008)	Malásia	Desempenho de companhias em função da concentração de propriedade pelos administradores da empresa	100 maiores companhias listadas na bolsa não encontra relação entre o desempenho e a concentração de propriedade
The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Iran	Barzegar e Babu (2008)	Irã	Desempenho das companhias em função da concentração de propriedade e do tipo de controle (institucional ou não)	50 companhias no período de 2001 a 2003 leva a conclusão de que controle disperso é favorável ao desempenho

Ownership Structure, Corporate Governance and Company Performance in China	Wei (2007)	China	Desempenho das companhias de controle estatal em função da concentração de propriedade nas mãos do estado	276 companhias analisadas de 1999 a 2002 encontra uma relação não linear
Ownership Structure and Corporate Performance	Demsetz e Villalonga (2002)	EUA	Desempenho das companhias versus estrutura de propriedade como variável multidimensional e endógena	223 companhias entre 1976 e 1980 resultam na conclusão de que a estrutura dispersa leva a um melhor desempenho
Management Ownership and Firm Performance	Kim (2001)	EUA	Desempenho de companhias em função da concentração de propriedade pelos administradores da empresa	310 companhias analisadas entre 1988 e 1997 não encontra relação entre o desempenho e a concentração de propriedade
Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies	Thomsem e Pedersen (2000)	Europa	Desempenho das companhias em função da concentração de propriedade	435 maiores companhias européias entre 1990 e 1995 resultam num efeito positivo entre concentração de propriedade e desempenho
Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel	Lauterbach e Vaninsky (1999)	Israel	Desempenho de companhias com controle disperso versus companhias individuais ou com controle concentrado	280 observações em um único ano resultam em desempenho inferior nas companhias individuais
Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999)	EUA	Desempenho das companhias e concentração de propriedade e sua determinação por variáveis exógenas	600 companhias analisadas de 1982 a 1984 levam a conclusão que não é possível afirmar que alterações na concentração de propriedade (dos administradores) afeta o desempenho

Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis	Cho (1997)	EUA	Analisa a relação entre a concentração de propriedade, os investimentos e o valor da empresa, focando se a estrutura de propriedade afeta os investimentos	Uma amostra com 326 companhias industriais em 1991 conclui que a estrutura de propriedade afeta o investimento, porém há evidências de endogeneidade do investimento afetar valor da empresa que por sua vez afeta a estrutura de propriedade
---	------------	-----	--	---

Fonte: Elaboração própria

2.5.2 Estudos no Brasil

No Brasil existem também trabalhos específicos sobre as estruturas de propriedade e o desempenho corporativo, principalmente no que se refere ao desempenho de mercado, tratando do valor de mercado das companhias.

Siqueira (1998) tomou uma amostra de 278 companhias brasileiras entre 1994 e 1996 e procurou avaliar quais os fatores determinantes da concentração de propriedade à luz dos estudos anteriores de Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997) e os efeitos desta concentração sobre a performance em função da concentração de propriedade. A concentração foi classificada como dispersa, dominante e majoritária, em função do acionista majoritário possuir menos que 20%, entre 20% e 50% e mais de 50% das ações (o autor efetuou a análise tanto com o total das ações como com as ações com direito a voto apenas). A performance foi medida como a “rentabilidade patrimonial (média 1994/96), truncada em +100 e -100 e ponderada pelo patrimônio líquido”. Especificamente no que tange o desempenho, Siqueira (1998) não encontrou relação estatisticamente significativa entre a concentração (taxonômica) de propriedade e o desempenho financeiro.

Leal *et al.* (2002) procuraram avaliar a relação entre o valor da empresa e estrutura de propriedade. A metodologia empregada foi a de diferença de médias entre grupos para 225 companhias não controladas pelo governo no período de 1996 a 1998, inclusive controlando o controle direto e indireto das companhias (via estruturas piramidais). A conclusão foi uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o valor de mercado, mas estatisticamente não significativa.

Num trabalho posterior, Okimura (2003) analisou o valor das companhias e também o desempenho em função da estrutura de propriedade representada pela concentração de propriedade, de votos, excesso de votos e tipo de controlador. O valor da empresa foi medido pelo Q de Tobin e pela relação entre o valor de mercado dividido pelo valor do ativo total (market to book value ratio). Por sua vez, o desempenho é avaliado através do lucro operacional dividido pelo ativo total (LOAT) e pelos lucros antes dos impostos, amortização e depreciação divididos pelo ativo total (LAJIRDA). No modelo econométrico empregado, Okimura (2003) buscou identificar se existe relação entre as variáveis e se esta relação era linear ou quadrática. Adicionalmente, seguindo a mesma metodologia adotada por Demsetz e Lehn (1985), o autor testou a endogeneidade da relação. Foi utilizada uma amostra de 194 companhias no período de 1998 a 2002. Para o valor da empresa, foi encontrada uma relação estatisticamente significativa com a concentração de votos do acionista controlador, com uma relação quadrática entre elas. O nível ótimo de concentração estaria entre 60 e 70%. Para o resultado o desempenho frente a concentração de votos, a relação encontrada foi positiva, mas dependente de qual parâmetro é usado para a medida de desempenho (LOAT ou LAJIRDA).

Silveira *et al.* (2004) trataram da questão do efeito da concentração de propriedade no valor das companhias abertas, buscando medir empiricamente se as companhias com maior diferença entre os direitos a voto e direitos de fluxo de caixa apresentam menor valor de mercado das companhias abertas brasileiras, *ceteris paribus*. Foi empregada uma amostra de 153 companhias listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBOVESPA), selecionadas por critério de liquidez mínima, no período de 1999 a 2002. As variáveis dependentes definidas para o estudo foram o Q de Tobin e a relação entre o preço de mercado e o valor contábil das companhias (*market to book ratio*). Controlando fatores como setor de atuação, liquidez, tamanho da empresa, estrutura de financiamentos, natureza do controle (estatal, privado nacional ou estrangeiro), os autores fizeram estimativas pelo método dos mínimos quadrados ordinários e generalizados. Os resultados estatísticos não permitiram comprovar a hipótese de que quanto maior a disparidade entre o poder para tomada de decisão e a alocação de recursos, menor o valor da empresa.

Ainda, Rogers *et al.* (2008), no mais recente dos trabalhos que se teve acesso, também abordaram a questão, medindo o desempenho a partir do lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido e o valor pelo Q de Tobin. O artigo é tecnicamente mais simples que os demais trabalhos, não abordando a endogeneidade e concluindo que pela metodologia

empregada não foi possível comprovar a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho e valor das companhias.

Em suma, os trabalhos observados no Brasil até o momento, sobre a relação entre concentração de propriedade e desempenho, concluem que esta é inexistente ou ao menos que as análises estatísticas não permitem a afirmação categórica de ela que existe. Adicionalmente não há informações específicas sobre o desempenho superior ou não para as companhias de controle familiar ou cujo controlador e administrador é o fundador da empresa.

2.5.3 Estudos focados no desempenho familiar e do fundador

Em um dos trabalhos empíricos mais antigos encontrados sobre o tema, Morck, Schleifer e Vishny (1998), analisaram a relação entre o percentual de controle em poder do conselho e o desempenho corporativo e abordaram também a administração das companhias observadas. Eles observaram que para companhias mais antigas, o Q de Tobin é menor quando estas eram administradas pelas famílias fundadoras do que quando geridas por um “executivo profissional”, sem relação com a família.

Anderson e Reeb (2003) desenvolveram um trabalho para identificar a diferença de desempenho entre companhias familiares e não familiares e entre as companhias familiares que efetivamente fundaram a empresa. Portanto, eles estudaram não apenas o aspecto do desempenho das companhias familiares frente às demais, mas também buscaram verificar diferenças entre as familiares e as familiares que fundaram a empresa. Adicionalmente eles verificaram as diferenças de desempenho quando um dos elementos da família controladora assume o papel de *CEO*. Num trabalho tecnicamente cuidadoso, eles utilizaram uma amostra de 403 companhias que compõe a lista do S&P 500, excluindo os bancos e as companhias de serviços públicos. Com controle de correlações seriais, heterocedasticidade, multicolinearidade e endogeneidade, Anderson e Reeb (2003) encontraram resultados estatisticamente significantes para o desempenho superior das companhias familiares, tanto gerenciadas pela própria família como as gerenciadas por *CEOs* externos. Eles também encontraram evidências estatísticas de que o *CEO* fundador leva a empresa familiar a um desempenho superior. Em todos os casos o desempenho das companhias familiares mostrou-se superior aos demais, mas há diferenças nos resultados em função da medida de desempenho utilizada para o caso de *CEO* ser ou não o fundador da empresa. Os autores

utilizaram medidas de retorno sobre o ativo (calculado a partir do LAJIRDA e da receita líquida) e do Q do Tobin.

Outro trabalho ainda mais específico neste campo é o de Fahlenbrach (2007) que analisou o desempenho das companhias quando o *CEO* é o fundador da empresa. Ou seja, além do papel familiar e da presença de elementos da família no topo da administração, o autor verificou o efeito quando é o próprio fundador quem controla e administra a empresa, ou seja, a empresa familiar encontra-se em sua primeira geração. Ele analisou uma amostra de 2327 companhias por um período de dez anos (1993 a 2002), extraindo 361 companhias cujo *CEO* era o fundador ou o co-fundador. O desempenho neste trabalho foi associado não apenas ao Q de Tobin, mas também à performance das ações. Inicialmente, a partir de estatísticas descritivas usando testes não paramétricos, o autor observou que existem diferenças estatísticas em favor das companhias administradas pelo fundador em relação ao crescimento, aos investimentos em pesquisa e desenvolvimento e ao Q de Tobin. Entretanto, as médias foram desfavoráveis para o valor de mercado e (maior) volatilidade.

Quando foi introduzido o controle das demais variáveis (entre outras o tamanho, idade da empresa, segmento industrial) o desempenho medido pelo Q de Tobin apresentou resultados significantes em favor das companhias geridas pelo fundador, ou seja, consistentes com o trabalho de Anderson e Reeb (2003). No que tange a performance das ações, Fahlenbrach (2007) demonstrou que no período de 1993 a 2002 uma estratégia de investimento em uma carteira composta por companhias administradas pelos *CEOs* fundadores teria apresentado um retorno anormal de 8,5%. Para esta análise o autor compôs portfólios no início do período de análise (no caso, 1993) apenas com companhias administradas pelo fundador e companhias administradas por executivos “profissionais”, rebalanceando-os (em valor e em quantidade) a cada período até 2002. Para capturar os efeitos das diferenças entre as companhias e entre os grupos de companhias, Fahlenbrach (2007) realizou uma regressão com os fatores de mercado, capitalização, valor da empresa e retornos passados, tidos como preditores significantes de retornos futuros¹⁶.

¹⁶ Fahlenbrach (2007) utilizou os 4 fatores de Fama e French (1993) e o fator momento de Carhart (1997) interpretando o intercepto como o retorno em excesso. A diferença entre o intercepto para as companhias administradas pelo fundador e por executivos “profissionais” foi de 8,4%. Para detalhes, ver Fahlenbrach

Mais recentemente, Adams, Almeida e Ferreira (2009) criticaram os resultados obtidos por Anderson e Reeb (2003) e Fahlenbrach (2007) no que tange ao desempenho do *CEO* fundador, questionando os resultados obtidos frente à questão da endogeneidade dos fatores desempenho e o cargo de *CEO* ser ocupado pelo fundador. Estes autores desenvolveram seu trabalho inicialmente reproduzindo as regressões utilizando o método dos MQO de Anderson e Reeb (2003) e posteriormente refazendo os estudos controlando a endogeneidade com a introdução de duas variáveis instrumentais: a morte do fundador e o número de fundadores de cada empresa. Com esta metodologia eles, por um lado encontraram endogeneidade entre o estado “*CEO* fundador” e o desempenho, e por outro, um efeito ainda mais forte entre este estado e o desempenho das companhias quando comparado a metodologia que emprega regressões pelos mínimos quadrados ordinários. Há evidências estatísticas no trabalho que a boa performance passada da empresa contribui para que o *CEO* fundador deixe o cargo, ou seja, existe relação entre performance melhor e menor probabilidade do *CEO* fundador ser encontrado no cargo.

A seguir, uma tabela resumo (Tabela 6) de estudos específicos sobre a propriedade familiar, fundadores como gestores e o desempenho corporativo.

(2007) e para detalhamento dos fatores RMRF, SMB e HMF ver Fama e French (1993). Para o fator momento ver Carhart (1997).

Tabela 6: Estudos sobre a propriedade e controle, fundadores e gestores familiares e o desempenho

Nome do Estudo	Autores	País	Foco do Trabalho	Observações e conclusão
Understanding the relationship between founder-CEO and firm performance	Adams, Almeida e Ferreira (2009)	EUA	Desempenho do <i>CEO</i> fundador e a relação causal entre o desempenho e o fundador ocupar a posição de <i>CEO</i>	Painel com 321 companhias em 7 anos (2128 observações) e análise de eventos encontra evidências de influência positiva do <i>CEO</i> fundador no desempenho. Há evidências também que os <i>CEOs</i> deixam o cargo apenas quando a empresa tem bons resultados. Por outro lado a melhor performance tem efeito negativo na probabilidade da empresa ser gerida pelo <i>CEO</i> fundador
Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance	Sciascia e Mazzola (2008)	Italia	Desempenho em função do envolvimento da família controladora na administração da empresa familiar de capital fechado	620 companhias familiares médias e pequenas resultam em ausência de relação entre propriedade e desempenho e correlação negativa entre o envolvimento da família e o desempenho
Founder-CEOs and Stock Market Performance	Fahlenbrach (2007)	EUA	Analisa o desempenho operacional e de mercado da empresa gerida pelo <i>CEO</i> fundador versus companhias cujo <i>CEO</i> não é o fundador ou co-fundador.	Painel com 2327 companhias em 10 anos evidencia diferenças nas companhias administradas pelos <i>CEO</i> fundadores e não fundadores, com a performance melhor em favor dos fundadores
Family Ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations	Maury (2006)	13 países Europeus	Estuda o desempenho de companhias européias com controle familiar em relação às não familiares, controlando o percentual de controle.	1672 companhias analisadas no ano de 2002, medindo a performance como retorno sobre o ativo e Q de Tobin encontra desempenho melhor nas companhias com controle familiar não majoritário.

How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?	Villalonga e Amit (2004)	EUA	Analisa a relação entre o percentual de controle detido pelas famílias e o desempenho financeiro	Painel com 500 companhias em 6 anos indica que as companhias familiares criam valor apenas quando o fundador atua como <i>CEO</i> ou conselheiro
Family Ownership and Firm Performance in Canada	Markin (2004)	Canadá	Analisa a lucratividade e o valor da empresa em relação à propriedade familiar e a presença da família na administração	Painel com 251 observações em 5 anos indicou que a propriedade familiar não altera o desempenho da empresa
Family-Founding Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500	Anderson e Reeb (2003)	EUA	Analisa a lucratividade e o valor da empresa em relação à propriedade familiar e a presença da família na administração	Painel de 403 companhias, no qual as companhias familiares apresentam desempenho superior e as companhias geridas pelo <i>CEO</i> familiar ou seus sucessores apresentam maior lucratividade
CEO Founder Status and Firm Financial Performance	Jayaraman <i>et al.</i> (2000)	EUA	Analisa o desempenho das ações de companhias administradas pelo <i>CEO</i> fundador e o efeito moderador do tamanho e idade das companhias	Amostra com 800 companhias no período de 1980 a 1991 concluem que o <i>CEO</i> fundador não apresenta desempenho superior ao profissional medido pelo retorno das ações. O tamanho e idade da empresa atuam como moderadores na performance do <i>CEO</i> fundador.
Financial Performance of Founder-Managed versus Professionally Managed Small Corporations	Daily e Dalton (1992)	EUA	Analisa o desempenho (retornos e índice preço/lucro) de pequenas companhias administradas pelo fundador	Amostra com 186 companhias de até 500 funcionários e receita anual de até U\$20 milhões não apresentam diferenças estatisticamente significante entre as administradas ou não pelos fundadores
Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis	Morck, Shleifer e Vishny (1988)	EUA	Analisa a relação entre o percentual de controle em poder do conselho e o desempenho corporativo	Adicionalmente verificam que para companhias mais antigas, seu índice Q de Tobin é menor para companhias administradas pelos sucessores da família fundadora

Fonte: Elaboração própria

Para o caso nacional, não foram encontrados trabalhos específicos relacionados ao desempenho financeiro do *CEO* fundador. Entretanto, Barros (2005) desenvolveu um trabalho com 153 companhias entre 1998 e 2003 voltado para o estudo das decisões de financiamento das companhias e características comportamentais de seus administradores. O excesso de confiança e o otimismo dos gestores foram modelados e empiricamente testados, inclusive com distinção entre os gestores familiares e fundadores, frente aos gestores profissionais. Ainda que não fosse o objetivo principal, também foi avaliada a diferença de gestão e o valor de mercado das companhias observadas. Analisando as estatísticas descritivas das observações, não foram obtidos resultados sistemáticos de maior valor de mercado para as companhias administradas pelos fundadores (gestores empreendedores) e estas apresentaram uma média de lucratividade discretamente inferior às das demais (ver Barros, 2005 p.112).

3 Procedimento Metodológico

Como exposto na seção 2, as hipóteses de desempenho superior para as companhias com controle familiar, corporação familiar cujo controle é da família fundadora e companhias administradas pelo *CEO* fundador são tão plausíveis quanto a hipótese de desempenho inferior, dada a ambigüidade nos resultados esperados de acordo com os autores consultados.

Por esta razão, esta pesquisa, da relação entre o desempenho e estes tipos de controle e gestão segue a metodologia exploratória quantitativa, visando ampliar o conhecimento sobre o assunto, cujo procedimento metodológico é descrito nesta seção 3.

Além de testes estatísticos simples (comparação entre médias de grupos), foram utilizados modelos econométricos para introduzir variáveis de controle buscar aprofundar os resultados sob o ponto de vista de significância estatística,

Para as análises quantitativas, utilizou-se uma base de dados, construída a partir de informações de 690 companhias abertas com ações negociadas na BM&FBOVESPA selecionadas pelos maiores índices de liquidez durante três anos – 2006, 2007 e 2008, formalmente compondo uma amostra não probabilística (arbitrária) com 230 companhias para cada ano. A amostra arbitrária tem a vantagem de ser adaptada ao estudo, neste caso específico, por buscar as companhias com maior probabilidade de terem as cotações de suas ações adequadas ao seu verdadeiro valor de mercado, situação que poderia ser distorcida pelo emprego de companhias com liquidez muito baixa. Naturalmente existirão restrições para a generalização deste estudo. A construção da base de dados envolveu três etapas distintas, partindo de 690 companhias (230 vezes os três anos) e resultando em aproximadamente 550 observações válidas. A redução das observações da amostra é devida a informações ausentes ou ambíguas, incluindo o caso de companhias que deixaram a BM&FBOVESPA, seja por causa de processos de fusão com outras, fechamento do capital ou pelo encerramento das suas atividades.

3.1 Definições teóricas e operacionais das variáveis

A escolha das variáveis dependentes tem por base estudos anteriores, conforme relatado na seção 2.5.3, em particular os trabalhos empíricos de Fahlenbrach (2007), Anderson e Reeb (2003), Maury (2006) e Adams *et al.* (2009). As variáveis independentes foram definidas pelo

foco desejado para o trabalho, a saber, a empresa ser classificada como tendo controle familiar, ter controle familiar nas mãos da família fundadora e por fim ter como principal executivo (*CEO*) o fundador da empresa.

3.1.1 Variáveis Dependentes ou Explicadas: Desempenho Financeiro

Muitas pesquisas em finanças apresentam como variáveis dependentes constructos que representam o desempenho corporativo, o que o faz também este trabalho. É usual que estes constructos, em particular medidas de retornos para os acionistas, sejam utilizados sem grande discussão sobre sua adequação sob o ponto de vista de validade e credibilidade na representação do desempenho corporativo. De fato, como descrito no item 2.5 os trabalhos existentes utilizam distintos indicadores para a avaliação do desempenho, e como observado na descrição de trabalhos anteriores, dependendo do indicador utilizado, é possível chegar a conclusões distintas sobre o resultado.

Todavia, para que os resultados deste estudo sejam comparáveis com os demais, optou-se por seguir a mesma linha da maioria dos trabalhos realizados anteriormente, e foi empregada uma medida de desempenho de mercado – neste caso, o valor da firma (market to book ratio) e o Q de Tobin. Este último é empregado massivamente tanto nos trabalhos que tratam do desempenho versus estruturas de controle quanto das companhias familiares e dos *CEO* fundadores ou profissionais, como já abordado na seção 2.5.

Famá e Barros (2000) apresentam uma coletânea de trabalhos que empregam o Q de Tobin em análises financeiras e econômicas. Entre as várias aplicações tratadas pelos autores, nos interessará seu emprego como “*proxy* para o valor da corporação. Neste caso, a variável expressa o valor da empresa num sentido de *performance*, tornando-se um indicador prontamente comparável de empresa para empresa” (p. 30).

Como foi tomada uma amostra relativamente extensa de companhias listadas na BM&FBOVESPA, algumas destas companhias apresentam liquidez relativamente baixa, ou seja, o valor das ações de algumas delas podem não ser boas representações de seu efetivo valor de mercado. Assim, foram utilizadas também duas medidas de desempenho operacional baseadas em critérios contábeis. Para estas medidas, utilizou-se o retorno do capital investido

de duas formas: o lucro líquido dividido pelo ativo contábil total e o lucro antes de juros, impostos, taxas e depreciação dividido pelo ativo contábil total¹⁷. Novamente ressalta-se que estas alternativas foram escolhidas para manter a possibilidade de comparação com outros trabalhos, em particular com Anderson e Reeb (2003), não sendo, contudo critérios universais de medida de desempenho financeiro, mesmo sendo empregados amplamente.

3.1.1.1 Valor da Firma (*MTBV*):

É o indicador calculado como a relação entre o valor de mercado da empresa em relação ao seu valor contábil (patrimônio líquido), então:

$$MTBV = \frac{MarketValue}{BookValue} \quad \text{(Equação 1)}$$

Onde: *MarketValue* é a soma do produto das quantidades pelas cotações das ações ordinárias e preferenciais da companhia e *BookValue* é o valor do patrimônio líquido.

3.1.1.2 Q de Tobin aproximado (*QTOB*):

Como nos demais trabalhos que motivaram este estudo, é empregado o Q de Tobin como um indicador da performance financeira da empresa. Este índice é definido como a relação entre o valor da empresa (ações mais dívidas) dividido pelo custo de reposição dos ativos da companhia (FAMÁ; BARROS, 2000). Entretanto, Chung e Pruitt (1994 *apud* FAMÁ; BARROS, 2005) sugerem que uma boa aproximação deste valor pode ser obtida a partir do valor do ativo da empresa. Como no Brasil pode-se ter duas classes de ações:

$$QTOB \cong \frac{MvON + MvPN + DivT}{TA} \quad \text{(Equação 2)}$$

Onde: *MvON* é o valor de mercado das ações ordinárias; *MvPN* é o valor de mercado das ações preferenciais; *DivT* é o valor contábil do endividamento de curto e longo prazo (passivo

¹⁷ Usualmente a medida de retorno para o lucro líquido é efetuada como a razão entre este o o patrimônio líquido (e não entre aquele e o ativo total). Entretanto, como as referências utilizadas para este trabalho (no caso, Anderson e Reeb, 2003, p. 1310) utilizaram esta medida de desempenho, optou-se pela mesma medida, a fim de que se tenha a oportunidade de comparação dos resultados.

circulante mais exigível de longo prazo) menos o ativo circulante (excluído o valor dos estoques) mais o valor contábil dos estoques.

3.1.1.3 Retorno sobre o ativo (*ROA_{NI}*)

Retorno sobre o ativo (*ROA_{NI}*) é a métrica de rentabilidade calculada como a relação entre o lucro líquido e seu ativo total:

$$ROA_{NI} = \frac{NETI}{TA} \quad \text{(Equação 3)}$$

Onde:

NETI é o lucro líquido

TA é o ativo total da companhia

3.1.1.4 Retorno sobre o ativo (*ROA_{EB}*)

É a métrica de retorno calculado como a relação entre o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

$$ROA_{EB} = \frac{EBITDA}{TA} \quad \text{(Equação 4)}$$

Onde:

EBITDA é a receita líquida antes de juros, taxas, depreciação e amortização e

TA é o ativo contábil total da companhia.

3.1.2 Variáveis Independentes ou Explicativas

Para a identificação das companhias com controle familiar, foi utilizada a definição proposta como “forma ampla” por Neubauer e Lank (1998) de que a empresa familiar é aquela onde o controle do capital votante está nas mãos de um indivíduo (uma pessoa física) ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou várias famílias, considerando o primeiro critério de Poutziouris (2006) e representando o equivalente a uma das dimensões sugeridas por Klein *et al.* (2005). Esta definição também é empregada no trabalho de Maury (2006).

Vale ressaltar que os trabalhos apresentados na seção 2.5 não utilizam critérios uniformes para a determinação do controle das companhias e não existe unanimidade nestas definições.

Foi verificada a identidade do acionista controlador como apontado nos informes anuais das companhias (IAN) cadastrados na Comissão de Valores Mobiliários (sistema DIVEXT). Quando existiam estruturas piramidais de controle indireto, buscaram-se informações da participação dos acionistas em uma ou mais de uma das controladoras, até o nível disponível no IAN.

Se o maior acionista (formalmente apontado como controlador) for um indivíduo, uma família, ou grupo de famílias e estes compuserem um bloco suficiente para o controle da empresa esta foi definida como tendo controle familiar. Adicionalmente verificou-se se este controle é majoritário ou não.

Portanto, de forma objetiva, foram definidos os seguintes critérios para decisão de que uma empresa tem ou não controle familiar:

- Existe formalmente um controlador para a empresa, registrado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
- Este controlador ou controladores são pessoas físicas identificáveis no formulário do Informe Anual (IAN)

As variáveis independentes relativas a este controle foram denominadas *FAMC*; *FAMAJ*; *FAFO*; *CEOF* e são descritas a seguir:

3.1.2.1 Companhias cujo controle é familiar (*FAMC*)

Esta variável define as companhias de controle familiar de forma geral. Se o controlador da empresa está identificado formalmente no IAN e é um indivíduo ou grupo de indivíduos (em contraposição a qualquer esfera do Estado ou seus organismos de fomento, fundos de investimentos e de pensão ou ainda acionistas pulverizados – nesse caso apontados no IAN como “outros”), a empresa é classificada com tendo controle familiar.

A variável *FAMC* é uma variável binária, assumindo o valor unitário se o controle é familiar e zero caso contrário. O seguinte algoritmo (Figura 3) foi usado na decisão do valor de *FAMC*, a fim de proporcionar um resultado inequívoco:

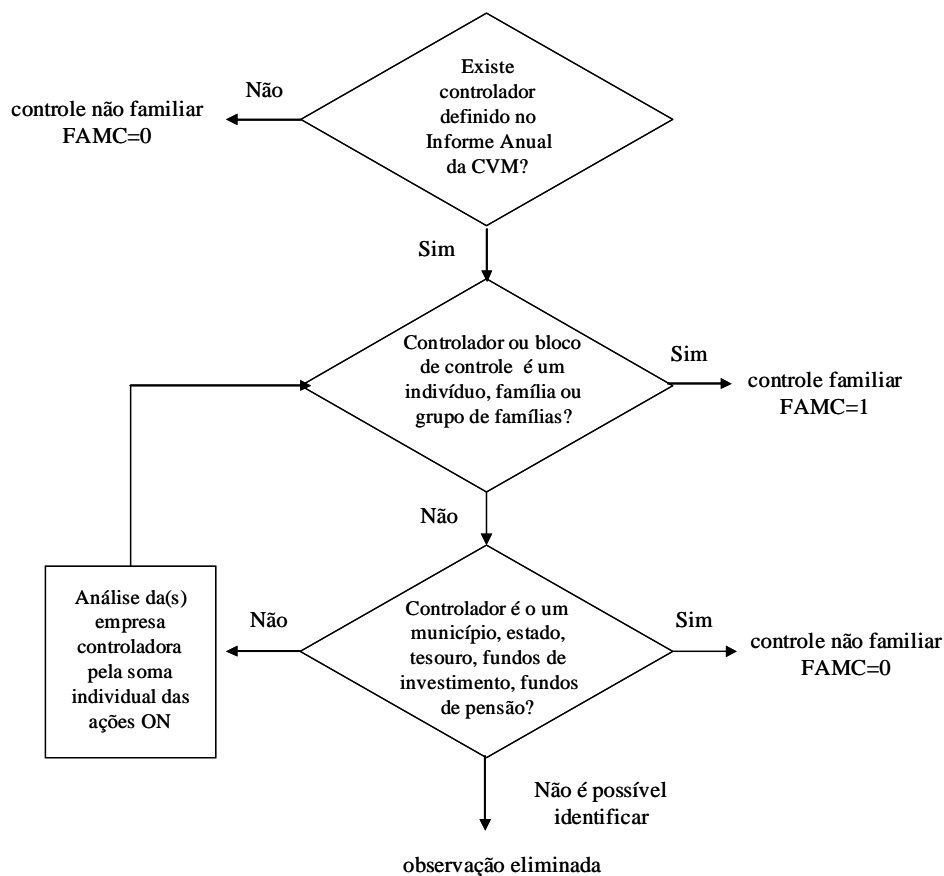


Figura 3: Fluxograma de decisão do controle familiar

Fonte: Elaboração própria

Quando o controle familiar não pode ser definido pelos dados disponíveis, a empresa foi retirada da amostra empregada no modelo da regressão (o valor daquele dado é deixado em branco para aquela observação - valor ausente).

Ainda, quando os controladores exercem o controle através de companhias estrangeiras, ainda que eventualmente trate-se de uma família controladora, o IAN chega até o nível de pessoas físicas e a empresa é registrada na base de dados como tendo controle familiar. Também, se os maiores acionistas de determinada empresa são indivíduos ou famílias, mas estes não são apontados formalmente como controladores no IAN, a empresa foi registrada como não tendo controle familiar ($FAMC = 0$).

3.1.2.2 Empresa cujo controle é familiar e majoritário¹⁸ (FAMAJ)

A variável *FAMAJ* define as companhias cujo controle não apenas é familiar, mas este controle é majoritário. Ou seja, trata-se de um subconjunto mais específico do grupo de companhias anterior, onde a soma das ações dos controladores é ao menos de 50%.

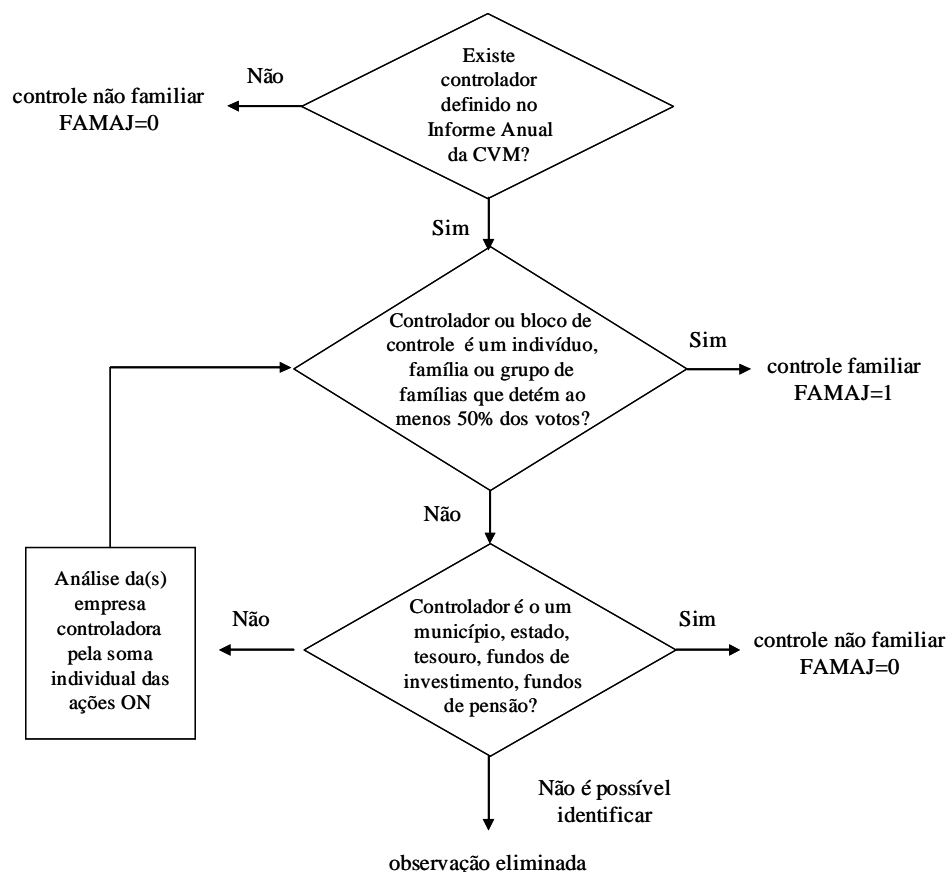


Figura 4: Fluxograma de decisão do controle familiar majoritário

Fonte: Elaboração própria

¹⁸ Para que fique claro o emprego dos termos majoritário e controlador, são empregadas as definições de Diniz, 2005:

ACIONISTA MAJORITÁRIO: É o detentor de mais de 50% das ações ordinárias de uma sociedade por ações.

ACIONISTA CONTROLADOR: É a pessoa física ou jurídica ou um grupo de pessoas que, por estarem sob controle comum ou ligados por um acordo de voto, detêm a maioria dos votos nas deliberações assembleares, o poder de direção das atividades sociais, orientando o funcionamento da companhia, e o poder de eleger a maioria daqueles que vão administrar a empresa.

O controle majoritário é então empregado como o controle daquele(s) que detém 50% ou mais das ações.

O fluxograma apresentado na figura anterior (Figura 4) detalha o critério de decisão para o valor da variável.

Portanto, as variáveis *FAMC* e *FAMAJ* identificam as companhias cujo controle – direta ou indiretamente - está nas mãos de famílias, indivíduos, grupos de famílias ou grupos de indivíduos; em oposição às companhias controladas por qualquer esfera do Estado ou seus organismos de fomento, por fundos de investimento ou de pensão e também em oposição àquelas que têm o controle pulverizado.

A seção 3.5 descreve detalhes práticos na coleta deste dado e o Apêndice A apresenta a lista de todas as companhias que foram enquadradas nesta categoria, nos respectivos anos analisados.

3.1.2.3 Companhias da família fundadora (*FAFO*)

As companhias cujo controle é familiar e ainda a família controladora fundou a empresa foram identificadas pela variável *FAFO*. Trata-se de uma variável binária que assume valor unitário quando, além do controle ser familiar, a própria família ou os descendentes dos fundadores controlam a empresa. Neste caso, a identificação dos indivíduos é realizada comparando os sobrenomes dos fundadores com o dos acionistas controladores, bem como são verificados o histórico da companhias no IAN. Quando as informações eram ambíguas ou incompletas, recorreu-se ainda aos sites de busca da Internet (utilizado o *Google*).

Naturalmente quando os sobrenomes dos fundadores são muito comuns, pode haver erros na identificação. Entretanto, no processo de coleta de dados, observou-se que estes casos foram raros e puderam ser confrontados com informações existentes em sites de busca na Internet.

O processo é resumido na Figura 5 abaixo:

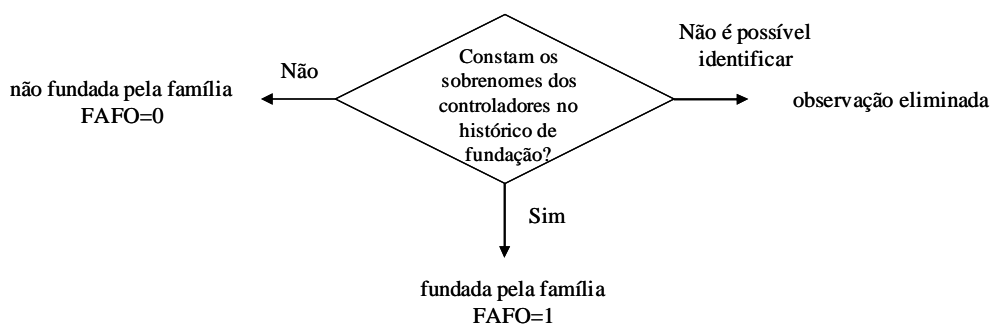


Figura 5: Fluxograma de decisão do controle da família fundadora

Fonte: Elaboração própria

Cabe ressaltar que existem companhias cujo controle é familiar, mas cujo controle foi adquirido posteriormente e a atual família controladora não têm relação com os fundadores da companhia.

A seção 3.5 descreve detalhes práticos na coleta deste dado e o Apêndice A apresenta a lista de todas as companhias que foram enquadradas nesta categoria, nos respectivos anos analisados.

3.1.2.4 CEO fundador da empresa (COEF)

No caso do *CEO*, é verificado se ele é fundador ou co-fundador da empresa que administra. A determinação é obtida a partir de informações públicas no histórico da empresa (IAN), nosite da empresa ou, em último caso, em informações em sites de busca (*Google*).

Portanto a variável identifica a empresa cujo principal gestor da empresa é o fundador da companhia (*CEO*), independentemente do controle ser familiar ou não. Trata-se, mais uma vez, de uma variável binária que assume valor unitário unicamente neste caso.

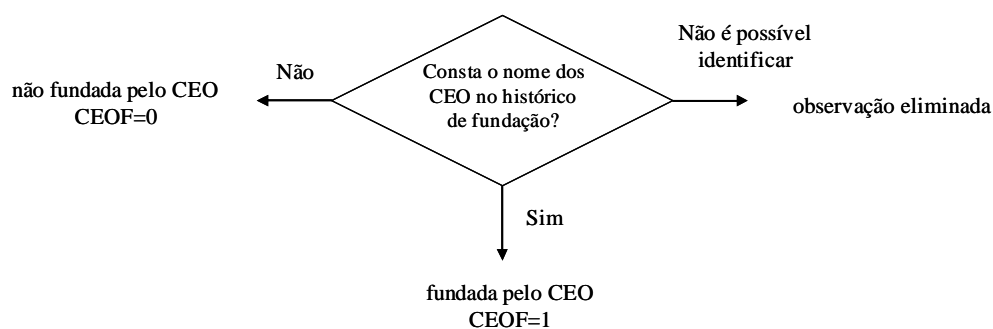


Figura 6: Fluxograma de decisão da administração pelo *CEO* fundador

Fonte: Elaboração própria

A seção 3.5 descreve detalhes práticos na coleta deste dado e o Apêndice A apresenta a lista de todas as companhias que foram enquadradas nesta categoria, nos respectivos anos analisados.

3.1.3 Variáveis de Controle

Adicionalmente, visando evitar a má especificação do modelo econométrico, que poderia conduzir a vieses nas estimativas (WOOLDRIDGE, 2006, p. 272), foram selecionadas variáveis cuja literatura aponta como possíveis influenciadores das variáveis dependentes. Em particular as seguintes variáveis foram escolhidas:

3.1.3.1 Concentração de votos do acionista controlador (CON)

A concentração de votos dos acionistas, conforme discutido na seção 2.5, tem influência controversa sobre o desempenho e valor das companhias. Como existe a possibilidade desta influência, e levando em consideração o caso do Brasil, onde existem classes distintas de ações, esta variável foi controlada sob o aspecto da propriedade, do direito sobre o fluxo de caixa e do excesso de direito a voto.

A variável CON é definida como o valor percentual de ações ordinárias detido pelo bloco controlador da empresa, conforme apontado no IAN, indicando o percentual de controle sobre o direito de voto na empresa. No caso de companhias familiares ou controladas por indivíduos, são somadas todas as ações ON do bloco de controle (ou seja, apontados no IAN como controladores), pertencentes ou não a famílias, ou seja, esta variável mede a concentração de votos dos controladores formalmente apontados, sejam eles familiares ou não. Esta forma de avaliar a concentração de votos é a utilizada por Amit e Villalonga (2004).

Cabe ressaltar que existem companhias com acionistas que não são apontados como controladores, ainda que tenham o mesmo sobrenome dos acionistas controladores, em função dos acordos entre os acionistas ou dos contratos sociais vigentes. Estas ações não são somadas ao número de ações de propriedade do controlador.

3.1.3.2 Concentração de propriedade (OSHP)

Esta variável, também é denominada concentração total sobre o direito de fluxo de caixa, é definida como a quantidade total das ações ordinárias e preferenciais em posse dos acionistas controladores, dividido pela quantidade total das ações da empresa. Indica a concentração do controle não mais sobre os votos, como a variável anterior CON, mas sobre todo o fluxo de caixa, já que o denominador contempla agora o número total de ações da empresa. Naturalmente, quando a empresa possui somente uma classe de ações, as variáveis CON e

OSHP têm o mesmo valor. O emprego da variável e sua definição é a mesma proposta por Amit e Villalonga (2004).

3.1.3.3 Excesso de votos ou excesso do direito de voto (*EXC*)

Em função da existência no Brasil de companhias com duas classes de ações, ordinárias e preferenciais, respectivamente com e sem direito a voto, a variável *EXC* foi incluída no modelo econométrico para permitir o controle destes casos e indica os votos em excesso que os controladores possuem em relação ao direito sobre o fluxo de caixa da empresa. Esta metodologia também é a utilizada no trabalho de Amit e Villalonga (2004). Para as companhias com apenas uma classe de ações, esta variável assume o valor zero, já que *CON* e *OSHP* são iguais.

$$EXC = \frac{CON}{OSHP} - 1 \quad \text{(Equação 5)}$$

Onde, as variáveis *CON* e *OSHP* são as mesmas descritas acima.

3.1.3.4 Tamanho da empresa (*SIZ* ou *LSIZ*)

O tamanho da empresa também é controlado na grande maioria dos trabalhos, dada sua influência nos aspectos de escala, influência sobre o mercado e diferenças de acesso ao capital entre outros fatores. Horowitz *et al.* (2000) apontam anomalias nos retornos das ações de companhias pequenas e elencam uma série de trabalhos discutindo a existência ou não e diferenças, sua duração ao longo do tempo e potenciais explicações para o fenômeno. Como existe a possibilidade desta relação existir e pelo fato de Fahlenbrach (2007) e Anderson e Reeb (2003) controlarem esta variável, este trabalho seguirá na mesma linha.

Existem naturalmente discussões sobre as *proxies* mais adequadas para tamanho que podem considerar, por exemplo, o número de funcionários, a receita ou o valor dos ativos. Neste trabalho é utilizado o ativo como uma medida de tamanho entre as companhias.

Adicionalmente o controle do tamanho da empresa também é relevante dada sua possível influência no desempenho do *CEO* fundador. Esta relação é documentada por Jarayman *et al.* (2000) para quem as habilidades empreendedoras podem ser fundamentais para a administração de eventual criação de companhias pequenas, mas inadequada para a administração de companhias grandes.

O valor do tamanho medido pelo ativo é indicado por *SIZ* e os modelos econométricos empregam o logaritmo deste valor (por questões de precisão numérica dada sua ordem de grandeza frente às demais variáveis), sendo indicado neste caso, por *LSIZ*.

Portanto, o tamanho das companhias é medido aqui pelo logaritmo do ativo total da companhia (*TA*)

$$LSIZ = \log(TA) \quad \text{(Equação 6)}$$

3.1.3.5 Segmento econômico de atuação da empresa (*SEC*)

Outro aspecto que pode ter influência distinta sobre as companhias é seu setor ou segmento econômico de atuação, já que companhias de setor diferentes podem ter períodos mais ou menos favoráveis, serem sujeitas às questões de regulação, apresentar ganhos ou perdas sistemáticas em função da conjuntura econômica. Este controle é consistente com os trabalhos de Pedersen e Thomsen (2003), Fahlenbrach (2007), Anderson e Reeb (2003).

O controle do setor de atuação das companhias foi realizado de acordo com a classificação utilizada pela empresa Economática, que por sua vez utiliza um dos níveis de classificação da Bolsa de Valores de Nova Iorque (*NYSE*). Esta classificação agrupa as companhias em 19 categorias associadas a seu segmento industrial (ou de serviços). A classificação da Economática possui originalmente 21 categorias. Foram retiradas as companhias das categorias Finanças e Seguros; e Fundos, conforme a Tabela 7.

Tabela 7: Classificação do segmento econômico de atuação das companhias

Segmento Econômico	
1	Agro e Pesca
2	Alimentos e Bebidas
3	Comércio
4	Construção
5	Eletroeletrônicos
6	Energia Elétrica
7	Máquinas Industriais
8	Mineração
9	Minerais não Metálicos
10	Outros
11	Papel e Celulose
12	Petróleo e Gas
13	Química
14	Siderurgia & Metalúrgica
15	Software e Dados
16	Telecomunicações
17	Têxtil
18	Transporte Serviços
19	Veículos e peças
Retiradas	Finanças e Seguros
Retiradas	Fundos

Fonte: Economática

Cada um dos segmentos econômicos de atuação das companhias é representado nos modelos econométricos por uma variável *dummy* (*dummy* de setor).

3.1.3.6 Idade da empresa (*AGE* ou *LAGE*)

A idade da empresa é considerada por alguns autores como outro fator relacionado ao desempenho das companhias (ANDERSON; REEB, 2003), inclusive tendo impacto sobre a performance do *CEO* fundador. Jarayman *et al.* (2000) relacionam características do *CEO* fundador com a evolução organizacional das companhias, ou seja, em função da idade da corporação. Esta variável é então controlada.

A variável é medida em anos a partir de sua fundação ou constituição com o nome atual. Os modelos econométricos empregam o logaritmo do valor *AGE*, indicado por *LAGE*.

3.1.3.7 Volatilidade (*VOLAT*)

O risco da empresa é controlado como proposto do Anderson e Reeb (2003) e Adams *et al.* (2009), através da volatilidade das ações mais líquidas da respectiva empresa.

A variável é a medida de volatilidade dos retornos mensais das ações, considerando a ação de maior liquidez da empresa, de acordo com a equação utilizada pela base de dados da empresa Económica

$$VOLAT = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N S_i - S_M}{n-1}} \quad \text{(Equação 7)}$$

Onde S_i é o retorno contínuo mensal da ação i ; S_M é a média do retorno contínuo mensal da ação i e n é o período de 12 meses.

3.1.3.8 Endividamento (*LEV*)

A maior parte dos trabalhos que relacionam o desempenho ao controle das companhias controla a estrutura de capital (Amit e Villalonga (2004), Maury (2005), Anderson e Reeb (2003)), que pode ter relevância sobre o desempenho financeiro das companhias na economia real, sujeita às questões de agência, assimetria de informações e custos de transação. Foi controlado então o endividamento das companhias visando isolar também este fator.

É definida como a dívida contábil total, em relação ao ativo total da empresa.

$$LEV = \frac{DivT}{TA} \quad \text{(Equação 8)}$$

Onde, $DivT$ é o valor contábil do endividamento de curto e longo prazo (passivo circulante mais exigível de longo prazo) menos o ativo circulante (excluído o valor dos estoques) e TA o ativo total.

3.1.3.9 Tipo do controle (*OWN*)

As companhias públicas (PEDERSEN; THOMSEN, 2003), as *holdings* (nacionais ou estrangeiras), as companhias privadas com controle estrangeiro e as companhias privadas nacionais eventualmente podem apresentar desempenhos distintos por fatores não relacionados com as variáveis que estão sendo controladas. Então a variável *OWN* isolará os

efeitos do controle estatal frente ao privado, bem como o controle estrangeiro e as companhias *holding*.

A natureza ou origem do controle acionário seguirá a classificação definida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como de capital nacional, estatal ou estrangeiro e se a empresa é uma *holding*. As classes são (Tabela 8):

Tabela 8: Classificação da natureza do controle acionário

Natureza do Controle	
1	Privada Nacional
2	Nacional <i> Holding</i>
3	Estrangeiro
4	Estrangeiro <i> Holding</i>
5	Estatual
6	Estatual <i> Holding</i>

Fonte: CVM

Cada um dos possíveis controles das companhias é representado nos modelos econométricos por variáveis *dummy*.

3.1.3.10 Ano da observação (*YEAR*)

Também efeitos sazonais, notadamente os macroeconômicos, podem afetar o desempenho das companhias e foram capturados pela variável indicativa do ano em que um determinado conjunto de observações foi colhido.

A variável *YEAR* corresponde ao ano em que os dados de cada empresa foram coletados e para os modelos econométricos são representados por variáveis *dummy*.

3.1.3.11 Índice de governança corporativa da empresa (*IGOV*)

O trabalho de Villalonga e Amit (2004) sugere influência da governança corporativa no desempenho das companhias, bem como o fazem os trabalhos de Fahlenbrach (2007) e Anderson e Reeb (2003). No Brasil, Silveira e Barros (2006) fazem constatação similar utilizando um índice de governança corporativa *ad hoc*. Para esta pesquisa utilizou-se como *proxy* para a governança corporativa o índice desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007) denominado CGI (*Corporate Governance Index*). O índice é calculado a partir de um questionário com 24 questões objetivas e fechadas (respostas sim ou não), publicamente acessíveis a partir de dados secundários. Cada questão recebe o valor zero ou um em função

da resposta de modo que o índice de governança pode variar entre 0 e 24. O índice abrange as quatro dimensões consideradas importantes para a determinação da qualidade da governança: transparência, composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas. Todas as questões têm o mesmo peso na composição do índice. Nas regressões, a variável denominada *IGOV* recebe exatamente os mesmos valores do índice CGI.

3.1.3.12 Tempo de permanência do *CEO* no período observado (*TEN*)

Jayaraman et al. (2000) e Daily e Dalton (1992) apontam relações entre o desempenho do *CEO* fundador e seu tempo de permanência no cargo.

A variável *TEN* mede o tempo de permanência em anos, durante o período em que as companhias foram observadas. Como os dados são observados para apenas três anos, e as datas de eleição do *CEO* são coletadas do IAN da empresa, esta variável é truncada no valor máximo de 3 anos.

3.2 Resumo das variáveis

A tabela seguinte (Tabela 9) apresenta um resumo das variáveis para teste das hipóteses de pesquisa.

Tabela 9: Resumo das variáveis dependentes, independentes e de controle

Variáveis Dependentes			
Nome	Definição	Tipo	Comentário
MTBV	Valor de Mercado da Firma	Contínua	Medida de performance de mercado
QTOB	Q de Tobin	Contínua	Medida de performance de mercado
ROA_NI	Retorno medido pelo lucro líquido sobre o ativo	Contínua	Medida de performance operacional
ROA_EB	Retorno medido pela lucratividade (antes de juros, impostos, taxas e depreciação) sobre o ativo	Contínua	Medida de performance operacional
Variáveis Independentes			
Nome	Definição	Tipo	Comentário
FAMC	Empresa cujo controle é familiar	Binária	=1 se o controle é familiar
FAMAJ	Empresa com controle familiar, nas quais o controlador detém 50% ou mais das ações	Binária	=1 se o controle é familiar >= 50%
FAFO	Familiar fundada pela família controladora	Binária	=1 se controlada família fundadora
CEOF	Administradas pelo fundador	Binária	=1 se é gerida pelo fundador
Variáveis de Controle			
Nome	Definição	Tipo	Comentário
CON	Concentração de votos do controlador	Contínua	
OSHP	Concentração de propriedade do controlador	Contínua	
EXC	Excesso de direito de voto	Contínua	
SIZ	Tamanho da empresa, medido pelo ativo	Contínua	LSIZ = log (SIZ)
SEC	Sector de Atuação	Discreta	= <i>Dummy</i> de setor
AGE	Idade da empresa	Discreta	Em anos LAGE=log(AGE)
VOLAT	Volatilidade das ações da empresa	Contínua	
LEV	Endividamento	Contínua	
OWN	Natureza ou origem do controle (privado, estatal, etc...)	Discreta	= <i>Dummy</i> para cada uma das origens do controle
YEAR	Ano de observação	Binária	= <i>Dummy</i> anual
IGOV	Índice de governança corporativa da empresa	Contínua	Variável discreta = 0 a 24
TEN	Tempo de permanência do <i>CEO</i> no cargo	Discreta	= 1, 2 ou 3 anos

3.3 Modelos Econométricos

Os seguintes modelos econométricos são definidos para análise das hipóteses de relação de desempenho e o controle ou gestão das companhias. Este modelos são empregados para determinação dos coeficientes das variáveis independentes de interesse e seus sinais algébricos são interpretados como fatores prejudiciais (negativos) ou contribuintes (positivos) para o desempenho e também para determinação de sua significância estatística.

3.3.1 Desempenho da empresa cujo controle é familiar

A relação entre o desempenho das companhias cujo controle é familiar frente às demais é representada pelas hipóteses seguintes:

Hipótese nula 1: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato destas serem controladas por famílias ou indivíduos, comparadas às demais.

Hipótese alternativa 1a: Existe relação e ela é positiva.

Hipótese alternativa 1b: Existe relação e ela é negativa.

E o modelo econométrico é o seguinte:

$$Desempenho_{it} = b_0 + b_1 FAMC_{it} + \sum_{j=1}^k d_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{(Equação 9)}$$

Onde:

Desempenho é uma das medidas apresentadas na seção 3.1.1, representando o desempenho de mercado ou desempenho financeiro contábil.

VC são as variáveis de controle do desempenho (*CON*, *OSHP*, *EXC*, *LSIZ*, *LAGE*, *VOLAT*, *LEV*, *IGOV*, *TEN* e as *dummies* anuais, de setor e da natureza do controle).

FAMC representa todas as companhias familiares, inclusive as controladas pela família fundadora e, eventualmente contém também companhias geridas pelo seu próprio fundador, ou seja, se refere à segunda camada mais externa da Figura 7.

Desempenho é uma das medidas apresentadas na seção 3.1.1, representando o desempenho de mercado ou desempenho financeiro contábil.

3.3.2 Desempenho da empresa controlada pela família fundadora

A relação entre o desempenho das companhias cujo controle é da família fundadora frente às demais é representada pelas hipóteses seguintes:

Hipótese nula 2: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato delas serem controladas por famílias ou indivíduos que as fundaram, comparadas às demais.

Hipótese alternativa 2a: Existe relação e ela é positiva.

Hipótese alternativa 2b: Existe relação e ela é negativa.

E o modelo econométrico é:

$$Desempenho_{it} = b_0 + b_1 FAFO_{it} + \sum_{j=1}^k d_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{(Equação 10)}$$

Onde:

Desempenho é uma das medidas apresentadas na seção 3.1.1, representando o desempenho de mercado ou desempenho financeiro contábil.

VC são as variáveis de controle do desempenho (*CON*, *OSHP*, *EXC*, *LSIZ*, *LAGE*, *VOLAT*, *LEV*, *IGOV*, *TEN* e as *dummies* anuais, de setor e da natureza do controle).

FAFO representa as companhias familiares controladas pelas famílias fundadoras. Neste segundo modelo estão excluídas as companhias em geral e as companhias familiares, ou seja, se refere à terceira camada mais externa da Figura 7.

3.3.3 Desempenho da empresa administrada pelo fundador

O terceiro conjunto de hipóteses se refere a gestão do fundador:

Hipótese nula 3: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato dela ser administrada pelo seu fundador, comparadas às demais.

Hipótese alternativa 3a: Existe relação e ela é positiva.

Hipótese alternativa 3b: Existe relação e ela é negativa.

E o modelo econométrico, encarregado de capturar o desempenho das companhias administradas pelo próprio fundador é:

$$Desempenho_{it} = b_0 + b_1 CEOF_{it} + \sum_{j=1}^k d_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{(Equação 11)}$$

Onde:

Desempenho é uma das medidas apresentadas na seção 3.1.1, representando o desempenho de mercado ou desempenho financeiro contábil.

VC são as variáveis de controle do desempenho (*CON*, *OSHP*, *EXC*, *LSIZ*, *LAGE*, *VOLAT*, *LEV*, *IGOV*, *TEN* e as *dummies* anuais, de setor e da natureza do controle).

CEO representa as companhias geridas pelo seu próprio fundador.

Conforme proposto por Daily e Dalton (1992) e Jayaraman *et al.* (2000), que apontaram que o desempenho do *CEO* fundador é afetado pelo tamanho e idade da empresa, no sentido destes dois fatores serem moderadores do desempenho do *CEO* fundador. Duas equações adicionais foram então testadas:

$$Desempenho_{it} = b_0 + b_1 CEOF_{it} + b_2 CEOF_{it} * LSIZ_{it} + \sum_{j=1}^k d_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{(Equação 12)}$$

$$Desempenho_{it} = b_0 + b_1 CEOF_{it} + b_2 CEOF_{it} * LAGE_{it} + \sum_{j=1}^k d_j VC_{jit} + erro_{it} \quad \text{(Equação 13)}$$

Ou seja, a variável *dummy CEO* é multiplicada por estes dois fatores: idade da empresa e tamanho da empresa.

3.4 Coleta de dados empíricos e composição da base de dados

Os dados referentes aos proprietários das companhias, no que tange quantidade de ações em seu poder, foram coletados dos registros das companhias na CVM através dos informes anuais (IAN) armazenados no sistema DIVEXT (Divulgação externa). As informações contábeis e os preços das ações nos diferentes anos foram coletados na base de dados da empresa Economática, com informações as financeiras ajustadas pela inflação os valores correspondentes ao último dia útil do mês de dezembro de cada ano.

Mas detalhadamente, a base de dados foi composta em três principais etapas da seguinte forma:

Primeiro, a partir da base da empresa Economática, foi criada uma lista de companhias com dados contábeis relevantes para este trabalho, com todas as companhias abertas listadas na

BM&FBOVESPA para os três anos de observação, a saber, 2008, 2007 e 2006. Desta, já foram eliminadas as companhias financeiras e de seguros.

O segundo passo foi o confronto desta lista com a base de dados pré-existente (ver seção 3.1.3.11) contendo os valores do índice de governança corporativa (IGOV). Ambas as bases tiveram os dados combinados, resultando agora numa lista de companhias abertas, não financeiras, com dados contábeis e valores de índice de governança corporativa. Esta lista foi ordenada, para os três anos, a partir das ações mais líquidas para as ações menos líquidas em cada ano. No caso de mais de um tipo de ação, foi considerada a ação mais líquida daquela empresa.

Na terceira etapa foi efetuada a coleta manual dos dados da estrutura de controle, no sistema DIVEXT (Divulgação Externa), disponibilizado pela CVM para consulta via *web*. As informações de controle foram completadas para as primeiras 150 observações para o ano de 2008, registrando-se os dados de quantidade de ações ordinárias e preferenciais do(s) controlador(es), identificado o nome do *CEO* e o ano de sua eleição, verificada a identidade dos controladores – até o nível disponibilizado pela base de dados da CVM – e verificada a existência de acordos de acionistas.

A ordenação pelo critério de maior liquidez faz com que o grupo das 150 companhias mais líquidas de 2008 não seja necessariamente o mesmo de 2007 e 2006 (a liquidez das ações das companhias variam anualmente, alternando as mais líquidas de cada ano).

Portanto, a lista original das companhias de 2008 passa a receber mais algumas e companhias, que correspondiam às que fizeram parte das 150 mais líquidas em outros anos.

Este processo de composição da amostra resultou em uma lista de 690 observações, correspondendo a 230 cortes transversais (seções cruzadas) para os 3 anos da pesquisa, ou seja, 2006, 2007 e 2008.

Deste total de observações, 558 correspondem a companhias com observações válidas ou existentes. A redução na amostra se deve ao fato de que algumas companhias deixam de existir em determinados anos, seja por encerrarem as operações, por fechar o capital ou por terem se fundido a outras.

Esta forma de compor a base tende a evitar vieses de sobrevivência e de seleção, já que se a empresa esteve ativa em algum dos anos (com um índice mínimo de liquidez) ela consta da amostra.

Das 558 companhias restantes na amostra, outras 53 companhias foram retiradas dos cálculos estatísticos por terem sido consideradas observações atípicas ou extremas (*outliers*). O critério para a retirada destas observações foi o valor negativo do patrimônio líquido, resultando em relações de Valor de Mercado sobre o Valor Contábil negativo e Q de Tobin muito discrepantes das médias das outras companhias. De fato, muitas companhias destas 53 correspondem a companhias em recuperação judicial ou em conturbada situação operacional.

Com isso, restaram 505 observações usadas nos modelos econométricos, cabendo ainda ressaltar que algumas poucas observações podem ter algum dado faltante, por exemplo, um índice indisponível (usualmente o valor da volatilidade das ações) ou a impossibilidade de definir se ela se enquadra ou não em algum das classificações de controle familiar e do CEO fundador. Neste caso, se a variável for relevante para o modelo econométrico em uso, o próprio software estatístico descartará a observação, conforme descrito nos algoritmos de decisão da seção 3.1.2.

As observações foram armazenadas no aplicativo Excel da Microsoft, onde foram ordenadas, realizados os cálculos de índices e verificações das observações visando minimizar erros nos registros. Em seguida esta tabela foi importada pelo *software* estatístico Gretl¹⁹, que gerou os resultados estatísticos e econométricos desta pesquisa.

3.5 Exemplos da construção de algumas variáveis

Com relação às observações da amostra, são convenientes alguns esclarecimentos sobre o tratamento dado a cada uma das variáveis dependentes e a algumas das variáveis de controle, inclusive pelo detalhamento da aplicação prática dos algoritmos das seções 3.1.2 e subseções.

Considerando o universo das companhias, a figura seguinte auxilia a compreensão dos subconjuntos de companhias (companhias em geral, controladas por famílias, controladas pela família fundadora e geridas pelo fundador) como descritos nesta seção (Figura 7):

¹⁹ Gretl é o acrônimo de *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library* um software livre genérico para Econometria disponível em <http://gretl.sourceforge.net/>

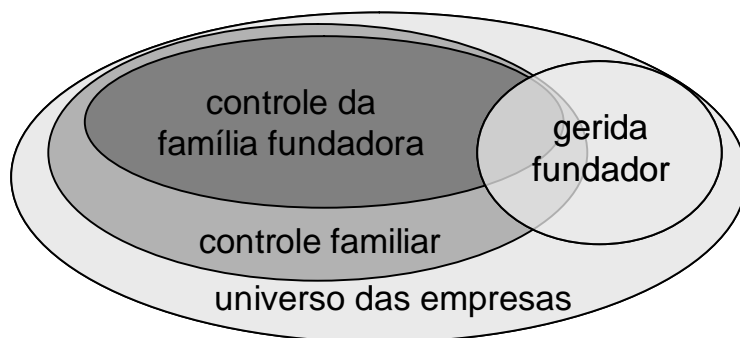


Figura 7: Controle, fundação e gestão no universo das companhias

Fonte: Elaboração Própria

3.5.1 Controle familiar

Inicialmente, sobre as companhias cujo controle é familiar, como detalhado na seção 3.1.2, foram registradas na variável *FAMC* as companhias cujo IAN informava terem como controlador direto ou indireto indivíduos ou grupos de indivíduos. Estão enquadradas neste caso, por exemplo, as companhias Gerdau, Positivo Informática, Cyrela, Natura, JBS, TAM, Gol, Weg, CSN, Itaúsa, etc. Portanto, para todas elas, é atribuído o valor “1” para a variável *FAMC*.

Existem as companhias cujos indivíduos apontados como controladores são acionistas não majoritários. Ou seja, somando-se as ações (ordinárias) dos controladores, elas não chegam a 50%, mas representam a maior parcela das ações com direito a voto, garantindo, portanto o controle. Isso ocorre, por exemplo, com a Bematech que é usada como exemplo e que possui a seguinte composição acionária, conforme IAN de 2008 (Tabela 10):

Tabela 10: Composição acionária da Bematech

Nome/Razão Social do Acionista	Quantidade de Ações Ordinárias	Percentual	Controlador da Empresa
Wolney Edirley Gonçalves Betiol	5.408	9,97	SIM
Marcel Martins Malczewski	5.459	10,06	SIM
BNDES Participações S.A. – BNDESPAR	4.458	8,21	NÃO
Banco Opportunity S.A	3.731	6,88	NÃO
Newton Slaviero Adm e Participações Ltda	2.704	4,98	NÃO
ARX Capital Management Ltda e ARX Gestão	3.548	6,54	NÃO
HSBC Investments Gestão de Recursos Ltda	3.240	5,97	NÃO
IP - Gestã de Recursos Ltda.	2.773	5,11	NÃO
AÇÕES EM TESOURARIA	0	0	
OUTROS	22.946	42,28	NÃO
TOTAL	54.267	100	

Fonte: CVM

Neste exemplo, os acionistas controladores possuem 20,03% do controle. A empresa tem controle familiar (neste caso, controlada por dois indivíduos), então *FAMC* recebe o valor “1”, mas a variável que indica o controle familiar majoritário (*FAMJ*) recebe o valor “0”. Este é o mesmo caso é das companhias Companhia Hering, Cyrela Realty, Duratex e Saraiva.

Cabe ressaltar que dentro desta definição de *FAMC*, não importa se os acionistas controladores (Gonçalves Betiol, Malczewski) compõem uma, algumas ou nenhuma família. É relevante apenas que se trata de pessoas físicas e não do Governo, instituições financeiras ou fundos.

3.5.2 Controle familiar majoritário

Por sua vez, várias companhias têm não apenas o controle familiar ou individual, mas estes também são controladores majoritários (no sentido da soma das ações ordinárias dos indivíduos do bloco controlador), com os votos dos indivíduos somando ou superando 50%. Por exemplo, o caso da Positivo Informática, no ano de 2006, dados do IAN (Tabela 11) são:

Tabela 11: Composição acionária da Positivo Informática

Nome/Razão Social do Acionista	Quantidade de Ações Ordinárias	Percentual	Controlador da Empresa
Oriovisto Guimarães	12.419	14,14	SIM
Samuel Ramos Lago	11.500	13,10	SIM
Ruben Tadeu Coninck Formighieri	12.419	14,14	SIM
Cixares Libero Vargas	12.419	14,14	SIM
Hélio Bruck Rotenberg	12.419	14,14	SIM
Samuel Ferrari Lago	306	0,36	SIM
Paulo Fernando Ferrari Lago	306	0,35	SIM
Thais Susana Ferrari Lago	306	0,35	SIM
AÇÕES EM TESOURARIA	0	0	
OUTROS	25.706	29,28	NÃO
TOTAL	87.800	100	

Fonte: CVM

Seguindo os passos do algoritmo de classificação da seção 3.1.2, observa-se que os acionistas controladores individuais controlam conjuntamente 70,72% da empresa. Outros exemplos destas companhias são a JBS, Gerdau, Gol, Natura e TAM. Para este exemplo então $FAMC = 1$ e também $FAMJ = 1$

3.5.3 Controle pulverizado e controlador não identificável

Cabe ainda mencionar as companhias que possuem indivíduos detentores de uma parcela significativa das ações, mas estes não detêm formalmente – conforme apontado no IAN - o controle da empresa. Por exemplo, o caso da Lupatech (Tabela 12):

Tabela 12: Composição acionária da Lupatech

Nome/Razão Social do Acionista	Quantidade de Ações Ordinárias	Percentual	Controlador da Empresa
BNDESPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	5.460.042	11,97	NÃO
LUPAPAR NEGÓCIOS E EMPREENDIMENTOS LTDA. (LUIZ FERNANDO PERINI) (PAULO HENRIQUE PERINI) (NESTOR PERINI)	11.815.932	25,90	NÃO
AÇÕES EM TESOURARIA	0	0	
OUTROS	28.349.336	62,13	NÃO
TOTAL	45.625.310	100	NÃO

Fonte: CVM

A Lupatech tem como maiores acionistas individuais a Lupapar Ltda, que por sua vez é propriedade de três indivíduos de uma mesma família. Entretanto, nem a Lupapar nem

nenhum outro acionista individual é controlador da empresa. Para esta observação então, ambas as variáveis *FAMC* e *FAMJ* recebem o valor “0”. São outros exemplos destas companhias a Localiza e a Totvs, representantes das companhias com controle disperso, onde a parcela “outros” é proporcionalmente grande e não há um controlador definido.

Existe também o caso de controladores individuais ou familiares que exercem o controle através de companhias estrangeiras, ora tratando-se de pessoas de outras nacionalidades ora por algum arranjo de estrutura de controle piramidal ou via *offshores*. Para estas observações, mesmo que este controle efetivo seja familiar, o IAN pode não chegar ao nível das pessoas físicas e a empresa não foi apontada como controlada por uma ou mais famílias. Um exemplo deste caso é a Embratel Participações, controlada por um grupo familiar Mexicano e que recebe o valor “0” em *FAMC* e *FAMJ*, já que o IAN aponta uma *holding* estrangeira como controladora.

Para todas estas observações, o algoritmo da seção 3.1.2 levará a uma decisão para as variáveis, mesmo esta decisão seja deixá-las em branco na base de dados.

3.5.4 Controle da família fundadora

Por sua vez, sobre a questão do controle pela família fundadora, existem companhias cujo controle (maior que 50% ou não) está nas mãos das famílias dos fundadores, independentemente de qual a geração atualmente no controle da empresa. São exemplos deste caso a Gerdau, JBS, VCP, Suzano, Weg, CSN, Itausa, Cyrela Realty, Rossi Residencial. A constatação é feita no histórico da empresa publicado no IAN ou no *site* da própria empresa. Nestes casos, a variável *FAFO* assume o valor “1”. Por outro lado, existem na amostra companhias cujo controle é familiar, mas estas foram adquiridas posteriormente por outras famílias e a atual família controladora não tem relação com os fundadores da companhia. Alguns exemplos destas são a Companhia Siderúrgica Nacional S.A., a Usina São Martinho S.A., a Metalfrio S.A.; a Fras-Le S.A. e a MPX Energia S.A. Nestes casos *FAFO* é igual a “0”.

3.5.5 CEO fundador

Com relação à gestão, existem situações “simples” onde o *CEO* fundou e controla a empresa, por exemplo, Positivo Informática, Cyrela, MMX, MRV, Bematech; e casos onde a empresa

não é considerada familiar por violar os critérios de classificação anteriores, mas que são geridas pelo *CEO* fundador, como por exemplo, a Iochpe-Maxion e a Localiza. Em ambos os casos CEOF assume o valor “1”.

Quando o fundador não pode ser identificado, o valor é deixado em branco. Um exemplo para este caso é a UOL S.A., cujo fundador não foi identificado a partir de dados públicos (CVM, site da empresa e site de busca *Google*). No processo de coleta desta informação, foram priorizados os dados do IAN, em seguida o histórico da companhias no seu *site* na Internet e por fim, foram utilizados *sites* de busca (*Google*).

Ainda no que tange a classificação, tanto referente ao controle quanto à administração, existem casos ambíguos cujos valores foram deixados em branco na base de dados. Exemplos: COSAN Indústria e Comércio, a Multiplan Empreendimentos Imobiliários e a Brasil Ecodiesel – Indústria e Comércio de Biocombustíveis e Óleos Vegetais, cuja análise do IAN não permite concluir se os controladores são individuais ou familiares.

3.5.6 Variáveis de controle

Outra variável que merece comentários é a idade da empresa (*AGE*). A idade é “medida” desde a constituição da companhia com o nome atual. Por exemplo, a Comgás manteve o mesmo nome desde fundação em 1872, mesmo que ao longo de sua história tenha os controladores alterados. Por outro lado, a Telemar, resultante da privatização e consolidação de várias operadoras de telefonia estaduais fundadas em diferentes datas tem o ano de fundação registrado em 1998, já que neste ano a nova empresa consolidada foi constituída e com o nome distinto de quaisquer das companhias que a esta deu origem. Para esta variável é dada preferência para a data registrada no IAN da CVM, ficha 1-1 (data de constituição da companhia). Caso a informação inexista, é indicado o ano de fundação segundo outras fontes, a saber: histórico da empresa registrado na ficha 9-1 do IAN e em seguida *site* da empresa na Internet. Caso nenhuma destas fontes traga resultado o valor é deixado em branco na base de dados.

No que se refere ao tempo de permanência do *CEO* no cargo (*TEN*), como o estudo trata do período 2006-2008 e os dados foram retirados do IAN, o tempo de permanência do *CEO* no cargo é truncado para 2006, e, por este critério, os *CEOs* podem estar no máximo há três anos no cargo (2009 menos 2006).

3.6 Limitações da pesquisa

Existem algumas potenciais limitações nesta pesquisa que devem ser mencionadas. Observou-se que a literatura utilizada para elaboração deste projeto considera os investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) relevantes para o desempenho corporativo. Devido às regras contábeis em vigor no Brasil, não é viável obter informações confiáveis destes investimentos. Adicionalmente os salários, bônus e incentivos em *stock options* para os executivos são apontados como fatores correlacionados com o desempenho em alguns casos. Parte destas informações está disponível de forma consolidada no grupo 7.1 – Participações e Remunerações dos Administradores no Lucro, mas é de difícil atribuição a cada um dos administradores, por exemplo, qual a parcela destes bônus que cabem ao *CEO*.

Em ambos os casos – investimentos em P&D e salários e bônus do *CEO* – considerou-se como premissa de que estes fatores são, ao menos em parte, capturados pelas variáveis setor de atuação e tamanho da empresa, diminuindo sua correlação com o erro dos modelos econométricos.

Também há a questão da causalidade reversa: As equações definidas até agora e os modelos de regressão empregados estão naturalmente sujeitos as efeitos de causalidade reversa. Por exemplo, as famílias podem tentar manter-se apenas nas companhias cujo valor de mercado é maior, não sendo efetivamente o controle mantido em suas mãos a causa deste desempenho diferenciado. Neste trabalho não foram pesquisadas variáveis instrumentais e esta questão está fora do escopo deste trabalho, fazendo com que ele esteja sujeito as mesmas críticas descritas na seção 2.5.3 para o trabalho de Anderson e Reeb (2003).

De qualquer forma, realizaram-se testes nos modelos e nas variáveis para avaliar a robustez dos resultados obtidos, conforme seção 4.5.

Os modelos econométricos têm como uma das variáveis de controle o tempo de permanência do *CEO* no cargo. Como as informações da identidade do *CEO* foram retiradas do IAN, elas contemplam apenas 3 anos, sendo uma representação pobre do tempo de permanência do *CEO* no cargo. Mesmo tratando-se de uma limitação, optou-se por este caminho visando a manutenção da viabilidade da pesquisa.

4 Resultados

As seções seguintes apresentam os resultados das aplicações dos modelos econométricos e resultados dos cálculos estatísticos sobre a base de dados anteriormente descrita.

Como é apresentada uma profusão de tabelas, um resumo de todos os resultados é tabulado na seção 4.6, particularmente interessante para o entendimento geral de todos os resultados obtidos.

4.1 Estatísticas descritivas

Com a base constituída como descrito na seção anterior, as estatísticas descritivas das companhias foram determinadas e apresentadas nas tabelas seguintes:

A Tabela 13 apresenta a distribuição das companhias por segmento econômico de atuação, controle familiar (ou não) e administração do fundador (ou não), incluindo todas as observações disponíveis. Neste contexto, a mesma empresa pode figurar em um, dois ou nos três anos, bastando que ela esteja ativa – ou seja – listada na BM&FBOVESPA naquele ano. Do total de 558 companhias, metade (mais exatamente 48,9%) era controlada por famílias, indivíduos, grupos de famílias ou de indivíduos (em detrimento do Estado ou seus organismos de fomento, fundos de investimento ou de pensão). Por sua vez, 36,9% do total das companhias tinham os indivíduos ou famílias como controladores majoritários diretos ou indiretos. Ainda, 38,5% das companhias eram controladas pelas famílias (ou indivíduos) que fundaram as próprias companhias e 9,3% das companhias tinham a posição de *CEO* ocupada pelo fundador ou co-fundador da empresa.

Também é notório que o controle familiar é preponderante nos segmentos classificados como “Outros” e nos de Construção, Siderurgia e Metalúrgica e na Indústria Têxtil, sendo menor nos setores de Energia Elétrica, Petróleo e Gás e Software e Dados. Por sua vez, com relação à administração, os *CEO* fundadores estão principalmente na indústria classificada em “Outros” e nas da Construção e de Alimentos e Bebidas.

Tabela 13: Distribuição das companhias em relação ao total da indústria (inclui *outliers*)

Índice	Segmento Econômico	Total de Companhias		Controle Familiar		Controle Familiar Majoritário		Controle Família Fundadora		CEO Fundador	
		Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
1	Agro e Pesca	9	1,6%	7	1,3%	7	1,3%	7	1,3%	3	0,5%
2	Alimentos e Bebidas	31	5,6%	19	3,4%	19	3,4%	15	2,7%	5	0,9%
3	Comércio	26	4,7%	18	3,2%	13	2,3%	15	2,7%	3	0,5%
4	Construção	52	9,3%	39	7,0%	18	3,2%	34	6,1%	15	2,7%
5	Eletroeletrônicos	15	2,7%	8	1,4%	3	0,5%	8	1,4%	5	0,9%
6	Energia Elétrica	63	11,3%	1	0,2%	1	0,2%	0	0,0%	0	0,0%
7	Máquinas Industriais	11	2,0%	8	1,4%	7	1,3%	8	1,4%	0	0,0%
8	Mineração	7	1,3%	3	0,5%	3	0,5%	3	0,5%	2	0,4%
9	Minerais não Metálicos	9	1,6%	6	1,1%	6	1,1%	6	1,1%	0	0,0%
10	Outros	96	17,2%	46	8,2%	26	4,7%	32	5,7%	12	2,2%
11	Papel e Celulose	12	2,2%	9	1,6%	9	1,6%	9	1,6%	0	0,0%
12	Petróleo e Gás	13	2,3%	1	0,2%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
13	Química	32	5,7%	14	2,5%	14	2,5%	5	0,9%	0	0,0%
14	Siderurgia & Metalúrgica	53	9,5%	29	5,2%	26	4,7%	18	3,2%	2	0,4%
15	Software e Dados	7	1,3%	3	0,5%	3	0,5%	3	0,5%	3	0,5%
16	Telecomunicações	33	5,9%	3	0,5%	3	0,5%	3	0,5%	0	0,0%
17	Têxtil	32	5,7%	26	4,7%	21	3,8%	23	4,1%	0	0,0%
18	Transporte Serviços	19	3,4%	11	2,0%	7	1,3%	7	1,3%	0	0,0%
19	Veículos e peças	38	6,8%	22	3,9%	20	3,6%	19	3,4%	2	0,4%
Total da Indústria na Amostra		558	100,0%	273	48,9%	206	36,9%	215	38,5%	52	9,3%

A tabela apresenta as estatísticas descritivas de uma amostra com 558 companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA, indicando a quantidade de cada grupo (Controle Familiar, Família Majoritário, Família Fundadora e *CEO* Fundador) dentro do total da amostra nos anos de 2006, 2007 e 2008. A tabela inclui os *outliers* (do ponto de vista de indicadores financeiros).

Tabela 14: Distribuição das companhias em relação ao segmento econômico (inclui outliers)

Índice	Segmento Econômico	Total de Companhias	Controle Familiar		Controle Familiar Majoritário		Controle Família Fundadora		CEO Fundador	
			Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
1	Agro e Pesca	9	7	77,8%	7	77,8%	7	77,8%	3	33,3%
2	Alimentos e Bebidas	31	19	61,3%	19	61,3%	15	48,4%	5	16,1%
3	Comércio	26	18	69,2%	13	50,0%	15	57,7%	3	11,5%
4	Construção	52	39	75,0%	18	34,6%	34	65,4%	15	28,8%
5	Eletroeletrônicos	15	8	53,3%	3	20,0%	8	53,3%	5	33,3%
6	Energia Elétrica	63	1	1,6%	1	1,6%	0	0,0%	0	0,0%
7	Máquinas Industriais	11	8	72,7%	7	63,6%	8	72,7%	0	0,0%
8	Mineração	7	3	42,9%	3	42,9%	3	42,9%	2	28,6%
9	Minerais não Metálicos	9	6	66,7%	6	66,7%	6	66,7%	0	0,0%
10	Outros	96	46	47,9%	26	27,1%	32	33,3%	12	12,5%
11	Papel e Celulose	12	9	75,0%	9	75,0%	9	75,0%	0	0,0%
12	Petróleo e Gás	13	1	7,7%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
13	Química	32	14	43,8%	14	43,8%	5	15,6%	0	0,0%
14	Siderurgia & Metalúrgica	53	29	54,7%	26	49,1%	18	34,0%	2	3,8%
15	Software e Dados	7	3	42,9%	3	42,9%	3	42,9%	3	42,9%
16	Telecomunicações	33	3	9,1%	3	9,1%	3	9,1%	0	0,0%
17	Têxtil	32	26	81,3%	21	65,6%	23	71,9%	0	0,0%
18	Transporte Serviços	19	11	57,9%	7	36,8%	7	36,8%	0	0,0%
19	Veículos e peças	38	22	57,9%	20	52,6%	19	50,0%	2	5,3%

A tabela apresenta as estatísticas descritivas de uma amostra com 558 companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA, indicando a quantidade de cada grupo (Controle Familiar, Família Majoritário, Família Fundadora e CEO Fundador) dentro de seu próprio segmento econômico (setor de atuação) nos anos de 2006, 2007 e 2008. A tabela inclui os outliers (do ponto de vista de indicadores financeiros).

A Tabela 14 (anterior) apresenta a distribuição das companhias da amostra e o controle e administração em relação aos segmentos econômicos de atuação. Nela é possível observar a participação de cada uma das categorias de controle e administração no respectivo segmento industrial. Neste caso, as empresa cujo controle é familiar correspondem a mais de 80% das companhias do setor Têxtil, 77,8% do setor de Agro e Pesca, 75,0% da indústria de Papel e Celulose e 72,7% do setor de Máquinas Industriais. Por outro lado, correspondem a menos de 2% do setor de Energia Elétrica, 7,7% do setor de Petróleo e Gás e 9,1% do setor de Telecomunicações. Com relação do *CEO* fundador, a maior concentração de casos esta nas companhias de Software e Dados (lembrando que elas estão na porção menos numerosa de casos de controle familiar), seguidos pela indústria Eletro-Eletrônica e Agro e Pesca.

Vários segmentos industriais não possuem nenhum caso de *CEOs* fundadores, a saber, Energia Elétrica, Máquinas Industriais, Minerais não Metálicos, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Telecomunicações, Têxtil e Transportes e Serviços. Aqui cabe ressaltar que é de se esperar uma correlação alta entre os setores industriais mais tradicionais e, portanto companhias mais antigas quando comparadas ao ciclo e expectativa de vida de uma pessoa, e a inexistência de *CEOs* fundadores.

A Tabela 15 apresenta a distribuição das companhias da amostra de acordo com a natureza do controle, de acordo com a classificação da CVM. As companhias nacionais privadas correspondem a grande maioria das companhias abertas mais líquidas presentes na BM&FBOVESPA, com 71,3%. As *holdings* nacionais representam 13,6%. As companhias estrangeiras (também incluindo as *holdings*) 9,1% e as estatais correspondem a 5,9% das observações (incluindo as *holdings* estatais).

Tabela 15: Distribuição das companhias em relação ao segmento econômico (inclui outliers)

	Natureza do Controle	Absoluto	Relativo
1	Privada Nacional	398	71,3%
2	Nacional Holding	76	13,6%
3	Estrangeira	41	7,3%
4	Estrangeira Holding	10	1,8%
5	Estatal	24	4,3%
6	Estatal Holding	9	1,6%
Total da Indústria na Amostra		558	100,0%

Tabela 16 são registrados os valores estatísticos das variáveis dependentes e das variáveis de controle. Neste caso, já foram retiradas as observações extremas ou atípicas e, naturalmente,

as companhias inexistentes em determinado ano, sendo os cálculos efetuados sobre 504 companhias.

Tabela 16: Estatísticas das variáveis (exclui outliers); n=504

Variável	Nome da Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Valor de Mercado/Valor Contábil	MTBV	3,01	5,33	1,84	0,19	62,39
Q de Tobin	QTOB	1,20	0,88	0,95	-0,18**	8,38
Retorno sobre o Ativo (LL)	ROA_NI	0,06	0,09	0,05	-0,39	0,41
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	ROA_EB	0,13	0,10	0,12	-0,89	0,50
Concentração de votos do controlador	CON	0,63	0,25	0,61	0,00	1,00
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	0,40	0,20	0,37	0,00	1,00
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	0,77	0,78	0,64	0,00	2,00
Tamanho da Empresa* (milhares de R\$ ajustados)	SIZ	10.047.691	31.972.614	2.005.300	38.349	324.743.213
Idade da Empresa* (anos)	AGE	40,02	29,70	40,00	0,00	136,00
Volatilidade das Ações	VOLAT	53,22	20,76	48,20	13,20	186,80
Alavancagem Financeira	LEV	0,19	0,33	0,21	-0,60**	4,61
Índice de Governança Corporativa	IGOV	10,71	3,37	11,00	2,50	17,50
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	1,60	0,89	2,00	0,00	3,00

* as regressões utilizam o logaritmo dos valores

** a rigor o Q de Tobin e Alavancagem não deveriam apresentar valores negativos. Todavia os cálculos utilizam aproximações e valores contábeis que trazem resultados negativos. Observar as fórmulas utilizadas na seção 3.1.

4.2 Testes de diferenças entre médias de grupos

As análises a seguir apresentam os testes de diferenças de médias entre grupos da amostra, comparando os grupos de companhias cujo controle é familiar com companhias em geral (controle não familiar), companhias com controle familiar majoritário com companhias em geral, companhias controladas pela família fundadora com as companhias em geral e as companhias administradas pelo fundador com as demais companhias. Ou seja, foram comparados os grupos onde cada uma das variáveis dependentes de interesse (*FAMC*; *FAMAJ*; *FAFO* e *CEOF*) são iguais a 1 com as que têm estas mesmas variáveis iguais a 0.

A Tabela 17 apresenta a comparação para as médias das variáveis de desempenho corporativo para os dois primeiros grupos (controle não familiar versus controle familiar). O Valor de

Mercado sobre o Valor Contábil é superior nas companhias cujo controle é familiar comparado às demais companhias, mas com fraca significância estatística²⁰.

Não há diferença estatisticamente significativa entre os Q de Tobin dos grupos.

Já para as variáveis de retorno contábil, as companhias cujo controle é familiar apresentam retornos sobre o ativo, tanto os medidos pelo o lucro líquido quanto pelo LAJIRDA, inferiores ao das companhias cujo controle não é familiar com p-valores menores que 5% e 1% respectivamente.

Tabela 17: Teste de médias para companhias cujo controle é familiar e não familiar

Variável de Desempenho	Companhias com Controle não Familiar (n=253)		Controle Familiar (n=230)		Estatística T	p valor p/ diferença de médias*
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Valor de Mercado/Valor Contábil	2,60	3,43	3,54	6,89	-1,921	0,055
Q de Tobin	1,21	0,75	1,17	1,01	0,476	0,635
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	15,5%	10,7%	10,7%	8,6%	5,335	1,48E-07
Retorno sobre o Ativo (LL)	6,6%	8,8%	4,7%	7,8%	2,481	0,0134

*Hipótese nula: as médias são iguais

Testes de normalidade (Doornik-Hansen, Shapiro-Wilk; Lilliefors e Jarque-Bera) significantes no nível de 1% as variáveis dos grupos

A comparação (Tabela 18) entre as companhias cujo controle é familiar majoritário e as demais apontam que seu desempenho é igual melhor sob o ponto de vista de mercado com significância no nível de 10%.

Para o Q de Tobin não há diferenças entre o desempenho com significância estatística.

Por outro lado, há evidência forte (significância no nível de 1%) de que as variáveis de desempenho contábil são inferiores para as companhias com controle familiar majoritário versus companhias que não tem o controle familiar.

A seguir a Tabela 18 com os resultados.

²⁰ Para esta seção foi utilizada a nomenclatura usual em estatística, como descrito por Keller e Warrack (2003): onde p-valores entre 10% e mais de 5% indicam evidência fraca ou ausência de significância estatística. Entre 5% e mais de 1% indica evidência forte ou significância estatística e p-valor menor que 1% indica evidência extrema ou alta significância estatística (p. 329).

Tabela 18: Teste de médias para companhias cujo controle é familiar majoritário e controle não familiar

Variável de Desempenho	Companhias com Controle não Familiar (n=253)		Controle Familiar Majoritário (n=170)		Estatística T	p valor p/ diferença* de médias
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Valor de Mercado/Valor Contábil	2,60	3,43	3,50	6,49	-1,853	0,06455
Q de Tobin	1,21	0,75	1,14	1,05	0,833	0,4056
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	15,5%	10,7%	10,6%	8,5%	4,912	1,30E-06
Retorno sobre o Ativo (LL)	6,6%	8,8%	4,2%	8,5%	2,754	0,0062

*Hipótese nula: as médias são iguais

Testes de normalidade (Doornik-Hansen, Shapiro-Wilk; Lilliefors e Jarque-Bera) significantes no nível de 1% para as observações dos grupos

Já a comparação das médias de desempenho das companhias controladas pelas famílias fundadoras frente às demais é apresentada na Tabela 19. Constata-se desempenho inferior para as medidas de retorno contábil (medido pelo lucro líquido e pelo LAJIRDA) com significância no nível de 1%. As medidas de mercado não permitem concluir que exista diferença de desempenho.

Tabela 19: Teste de médias para companhias cujo controle é da família fundadora e controle não familiar

Variável de Desempenho	Companhias com Controle não Familiar (n=253)		Controle da Família Fundadora (n=179)		Estatística T	p valor p/ diferença* de médias
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Valor de Mercado/Valor Contábil	2,60	3,43	3,41	6,97	-1,598	0,1109
Q de Tobin	1,21	0,75	1,12	1,02	1,134	0,2574
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	15,5%	10,7%	9,9%	8,2%	5,814	1,19E-08
Retorno sobre o Ativo (LL)	6,6%	8,8%	4,4%	7,9%	2,616	0,0092

*Hipótese nula: as médias são iguais

Testes de normalidade (Doornik-Hansen, Shapiro-Wilk; Lilliefors e Jarque-Bera) significantes no nível de 1% para as observações dos grupos

Com relação ao desempenho dos *CEO* fundadores, a Tabela 20 indica que as companhias administradas por eles apresentam retorno médio sobre o ativo, medido pelo LAJIRDA, inferior aos demais com significância no nível de 5%. Para os demais indicadores de desempenho, a comparação entre médias não permite afirmar que existe diferença de desempenho entre os grupos.

Tabela 20: Teste de médias para para companhias administradas pelo fundador e não administradas por ele

Variável de Desempenho	Companhias não Administradas pelo CEO Fundador (n=442)		Companhias Administradas pelo CEO Fundador (n=48)		Estatística T	p valor p/ diferença* de médias
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Valor de Mercado/Valor Contábil	2,95	5,17	3,67	6,80	-0,886	0,3758
Q de Tobin	1,18	0,84	1,30	1,17	-0,930	0,3529
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	13,4%	10,1%	9,5%	10,4%	2,529	0,0118
Retorno sobre o Ativo (LL)	5,7%	8,7%	3,9%	7,9%	1,364	0,1733

*Hipótese nula: as médias são iguais
Testes de normalidade (Doornik-Hansen, Shapiro-Wilk; Lilliefors e Jarque-Bera) significantes no nível de 1% para as observações dos grupos

Em resumo, para os testes de médias, as companhias com controle familiar (majoritário ou não), as companhias controladas pela família fundadora e as administradas pelo *CEO* fundador apresentam Valor de Mercado sobre o Valor Contábil superior às demais companhias.

O desempenho superior é estatisticamente significativo apenas para esta medida de desempenho nas companhias cujo controle é familiar (majoritário e não majoritário).

O valores de Q de Tobin foram ligeiramente inferiores para as companhias com controle familiar (majoritário ou não) e para as companhias controladas pela família fundadora e superior para as companhias administradas pelo *CEO* fundador, mas com todos os resultados sem significância estatística.

Já para os retornos contábeis, tanto calculados pelo lucro líquido como pelo LAJIRDA, as companhias com controle familiar (majoritário ou não) e as companhias controladas pela família fundadora apresentam desempenho inferior, estatisticamente significativo, para comparação de médias. Para o caso do *CEO* fundador, há evidências significantes de desempenho inferior para o retorno calculado pelo LAJIRDA e não há evidências quando o cálculo é realizado pelo lucro líquido.

4.3 Matriz de correlação entre as variáveis

A matriz de correlação entre as variáveis é a apresentada na Tabela 21. A matriz apresenta correlação positiva baixa entre a presença da família no controle e na administração frente ao valor de mercado das companhias.

Para o Q de Tobin, o controle familiar ou individual resulta numa correlação ligeiramente negativa. A administração do *CEO* fundador é ligeiramente positiva para esta medida de desempenho.

Para os retornos contábeis, a correlação é sempre negativa, mais presente para o controle familiar e das famílias fundadoras do que para o *CEO* fundador.

Ou seja, da mesma forma que o apontado pelos testes de média entre grupos, o controle familiar indica a direção de prejuízo ao desempenho contábil das companhias e a correlação é maior (em módulo, ou seja, é mais presente) com o LAJIRDA.

De forma geral, as correlações entre as variáveis da matriz foram baixas, com algumas ressalvas: A variável idade das companhias apresentou algumas correlações relativamente mais altas. Entre elas, há naturalmente uma correlação negativa entre a idade da empresa (*LAGE*) e a presença do *CEO* fundador, dado que os ciclos de vida das companhias tendem a ser muito maiores que os das pessoas. Por outro lado, existem correlações positivas entre a idade das companhias e o controle familiar e da família fundadora. Isso sugere que os fatores apontados na seção 2.3 relativos ao desejo de passagem do negócio de geração para geração bem como o foco no longo prazo parecem estar presentes na realidade nacional.

Estas mesmas companhias, por sua vez, apresentam uma correlação negativa com tamanho (*LSIZ*), sugerindo que as companhias com controle familiar e administração do fundador são menores. Novamente há necessidade de um cuidado aqui com relação ao ciclo de vida das companhias, já que havendo a suposição da empresa em crescimento, este crescimento pode superar facilmente o ciclo de vida do fundador, e seriam observadas apenas as companhias pequenas com o *CEO* ocupado pelo fundador. Quando elas atingirem o tamanho “grande” o fundador já pode ter se afastado da gestão.

Outro grupo de correlações que chama a atenção é a interação positiva entre a volatilidade das ações (*VOLAT*) e o controle familiar, esta que sugere que a volatilidade é maior para as companhias com controle familiar, cuja família é fundadora e cujo *CEO* é o fundador.

Por outro lado as correlações são negativas entre a alavancagem financeira (*LEV*) e o controle ou administração familiares. Este fato também é lembrado na seção 2.3.

O índice de governança corporativa apresenta correlação negativa com o controle familiar, sendo relativamente alto para quando o controle familiar é majoritário, ou seja, o controle familiar majoritário corresponde a menores índices de governança corporativa.

Outro fator apontado na seção 2.3 e que se apresenta na matriz é uma correlação positiva entre o tempo de permanência do *CEO* no cargo e o controle familiar. Esta correlação é maior quando o controle é majoritário.

Em resumo, a matriz de correlação indica que – sob o ponto de vista do grau de associação linear entre as variáveis - as companhias com controle familiar tendem a ser menores, mais antigas, menos endividadas, ter as ações mais voláteis, menor índice de governança corporativa, maior concentração de controle e de excesso de controle sobre o direito de caixa e, em particular quando o controle familiar é majoritário, tem o *CEO* por mais tempo no cargo. Este padrão não é exatamente o mesmo para a administração do *CEO* fundador. Neste caso, as correlações se invertem para a concentração de controle (que tende a ser menor) e para o índice de governança corporativa (que tende a ser maior).

Em seguida o estudo é aprofundado através de métodos estatísticos multivariados visando avaliar as relações sobre o desempenho, sua significância e para permitir a introdução dos controles.

Tabela 21: Matriz de correlação entre as variáveis (exclui outliers)

Variável	MTBV	QTOB	ROA_NI	ROA_EB	FAMC	FAMAJ	FAFO	CEOF	CON	OSHP	EXC	LSIZ	LAGE	VOLAT	LEV	IGOV	TEN		
Valor de Mercado/Valor Contábil	MTBV	1	0,4763	0,0736	0,1138	0,0873	0,0604	0,0515	0,0401	-0,0258	0,0419	-0,0665	-0,0431	-0,0198	-0,1157	0,107	-0,0061	-0,066	
Q de Tobin	QTOB		1	0,3923	0,3622	-0,0216	-0,0488	-0,0703	0,0419	-0,0169	0,0923	-0,1332	-0,036	-0,0518	-0,2774	0,0381	0,134	-0,083	
Retorno sobre o Ativo (LL)	ROA_NI			1	0,6692	-0,1124	-0,1205	-0,0912	-0,061	0,0359	0,0104	0,0251	0,0455	0,1539	-0,3075	-0,220	-0,0234	-0,013	
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	ROA_EB				1	-0,2368	-0,1823	-0,2324	-0,114	0,1302	0,04	0,0556	0,1992	0,0847	-0,3028	0,0545	0,0415	0,0536	
Controle Familiar	FAMC					1	0,7884	0,8234	0,2329	0,1524	0,0612	0,1338	-0,2755	0,1933	0,1486	-0,264	-0,0922	0,0894	
Controla Fam. Majoritário	FAMAJ						1	0,6587	0,0991	0,2758	0,0413	0,255	-0,259	0,2077	0,1113	-0,158	-0,2265	0,1212	
Controla Fam Fundadora	FAFO							1	0,2255	0,1293	0,0349	0,1566	-0,232	0,1382	0,125	-0,259	-0,0841	0,0676	
CEO Fundador	CEOF								1	-0,1172	0,0608	-0,1837	-0,1877	-0,2313	0,1383	-0,219	0,1408	0,013	
Concentração controlador	CON									1	0,5327	0,3547	0,0588	0,0657	-0,02	0,155	-0,3459	0,0763	
Concentração de propriedade do controlador	OSHP										1	-0,5229	0,001	-0,1336	0,0571	0,0762	0,2204	0,0359	
Excesso controlador	EXC											1	0,1037	0,2056	-0,0874	0,0881	-0,587	0,0206	
Tamanho da Empresa*	LSIZ												1	-0,1213	-0,0877	0,3744	0,1818	0,0228	
Idade da Empresa*	LAGE													1	-0,1348	-0,069	-0,3398	0,1097	
Volatilidade	VOLAT														1	0,0804	0,0206	0,1973	
Alavancagem	LEV															1	-0,1342	0,0499	
Índice de Governança	IGOV																1	0,0105	
Tempo de Permanência do CEO no Cargo	TEN																		1

Esta tabela apresenta a correlação entre as variáveis para 651 observações. Os outliers (sob o ponto de vista de indicadores financeiros) foram excluídos. Os valores ausentes também são descartados nos cálculos.

4.4 Resultados pelo métodos dos MQO

Inicialmente são apresentados nesta seção as estimativas obtidas pelo método tradicional dos mínimos quadrados ordinários (*pooled* MQO) com estimação robusta à heterocedasticidade e correlação serial.

Posteriormente, como o *pooled* MQO robusto não pode corrigir modelos mal especificados, análises adicionais de robustez dos resultados econométricos e a comparação de eficiência entre modelos (MQO, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios) são discutidas na seção 4.5.

A comparação dos resultados econométricos frente às hipóteses de pesquisa é tratada na seção 4.6, quando são discutidos os melhores modelos de estimação e cada um deles é confrontado com as hipóteses de pesquisa.

4.4.1 Resultados do desempenho do controle familiar

As hipóteses referentes ao desempenho para o controle familiar e o modelo econométrico para estimação dos regressores foram apresentados na seção 3.3.1. Especificamente, este modelo de regressão é o da Equação 9.

Observa-se que, com o emprego do método dos MQO, a introdução dos controles não altera os resultados previstos pelos testes de média e pela matriz de correlação no que se refere à direção (positiva ou negativa) da influência do controle familiar sobre as variáveis de desempenho. Ou seja, a influência do controle familiar é positiva na medida de desempenho pelo Valor de Mercado sobre o Valor Contábil; e negativa para o Q de Tobin e para os Retornos Contábeis. Entretanto, o resultado tem significância estatística (no nível de 10%) somente para a influência do controle familiar sobre o retorno calculado pelo LAJIRDA.

Não há significância estatística para as demais medidas de desempenho, ou seja, não é possível afirmar que existe relação entre o controle familiar e as demais medidas de desempenho (*MTBV*, Q de Tobin e *ROA_NI*) quando a estimação é realizada pelo método dos MQO.

4.4.2 Resultados do desempenho das famílias fundadoras

Para o desempenho das famílias fundadoras no controle da empresa, os resultados para o modelo econométrico representado pela Equação 10, são similares ao da seção anterior e são apresentados na Tabela 23. A introdução dos controles pelos modelos econométricos não altera os sinais algébricos das relações entre o controle da família fundadora sobre o desempenho: controle da família fundadora é positivo na medida de desempenho pelo Valor de Mercado sobre o Valor Contábil; e negativa para o Q de Tobin e para os Retornos Contábeis. Entretanto, o resultado somente tem significância estatística (no nível de 5%) para a influência do controle dos fundadores sobre o retorno calculado pelo LAJIRDA.

4.4.3 Resultados do desempenho do CEO fundador

O desempenho das companhias administradas pelo *CEO* fundador – conforme modelo da Equação 11 - tem os resultados apresentados na Tabela 24. A regressão pelos MQO tendo como controle as variáveis concentração de propriedade, concentração do direito sobre o fluxo de caixa, excesso de direito de controle, tamanho, idade, volatilidade, endividamento, índice de governança, tempo de permanência no cargo e as variáveis para controle do ano de observação, natureza do controle e segmento industrial (*CON*, *OSHP*, *EXC*, *LSIZ*, *LAGE*, *VOLAT*, *LEV*, *IGOV*, *TEN* e as *dummies* anuais, de setor e da natureza do controle) mantém os mesmos sinais apresentados nos testes de médias e matriz de correlação, ou seja, o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil e o Q de Tobin são favorecidos pela administração do *CEO* fundador e os retornos contábeis sobre o ativo (medidos pelo LAJIRDA e pelo lucro líquido) são prejudicados. Entretanto, para nenhuma das variáveis de desempenho os regressores apresentam significância estatística.

Neste caso, duas outras equações são testadas, com a inclusão da relação entre idade da empresa e o *CEO* fundador e do tamanho da empresa (Equação 12) e o *CEO* fundador (Equação 13), como discutido na seção 3.1.2.4.

Tabela 22 Resultados da regressão pelos MQO – desempenho da empresa cujo controle é familiar

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAMC	1,466	-0,077	-0,016	-0,027
	erro padrão	1,140	0,126	0,012	0,0155*
Concentração de votos do controlador	CON	-0,562	0,640	-0,005	0,080
	erro padrão	1,914	0,405	0,040	0,054
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	1,007	-0,155	0,051	-0,041
	erro padrão	2,779	0,714	0,074	0,096
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	-0,600	-0,141	0,001	-0,020
	erro padrão	0,830	0,131	0,015	0,019
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-0,189	-0,100	0,008	0,011
	erro padrão	0,525	0,097	0,008	0,014
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-1,802	-0,144	0,026	0,032
	erro padrão	1,219	0,172	0,0148*	0,020
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,025	-0,002	-0,001	-0,001
	erro padrão	0,019	0,002	0,00027**	0,0003***
Alavancagem Financeira	LEV	4,743	0,380	-0,079	-0,020
	erro padrão	1,981**	0,219*	0,0206***	0,026
Índice de Governança Corporativa	IGOV	-0,129	0,050	-0,002	0,002
	erro padrão	0,138	0,017***	0,002	0,002
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	-0,313	0,025	-0,002	0,009
	erro padrão	0,394	0,039	0,005	0,006
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	sim	sim	Sim	sim
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	Sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	Sim	sim
Intercepto	const	8,876	0,631	0,011	0,029
	erro padrão	8,255	0,869	0,074	0,109
R-quadrado	R^2	0,217	0,347	0,300	0,328

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 9 utilizando o método dos MQO: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle familiar que recebe valor “1” quando o controle é familiar e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação, a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e para o segmento econômico de atuação. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%. A regressão apresenta erros robustos à heterocedasticidade e correlação serial. A amostra contemplou 414 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 417 observações para o Retorno Q de Tobin, 414 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 413 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 23 Resultados da regressão pelos MQO – desempenho da empresa cujo controle é da família fundadora

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle da Família Fundadora	FAFO	0,856	-0,158	-0,011	-0,029
	erro padrão	1,268	0,130	0,012	0,0138**
Concentração de votos do controlador	COM	-1,142	0,512	-0,010	0,080
	erro padrão	2,005	0,401	0,042	0,054
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	2,172	0,035	0,048	-0,045
	erro padrão	3,004	0,690	0,073	0,096
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	-0,348	-0,091	0,001	-0,019
	erro padrão	1,020	0,129	0,016	0,019
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-0,110	-0,084	0,012	0,013
	erro padrão	0,531	0,096	0,009	0,013
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-1,611	-0,128	0,029	0,034
	erro padrão	1,174	0,168	0,0153*	0,0204*
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,023	-0,0017	-0,00081	-0,0012
	erro padrão	0,017	0,0024	0,00029***	0,00033***
Alavancagem Financeira	LEV	4,740	0,357	-0,085	-0,026
	erro padrão	2,032**	0,218	0,021***	0,027
Índice de Governança Corporativa	IGOV	-0,122	0,049	-0,002	0,002
	erro padrão	0,142	0,018***	0,002	0,002
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	-0,267	0,029	-0,0005	0,010
	erro padrão	0,385	0,039	0,0055	0,006
Dummy para Natureza do Controle	D_OW_N_n	sim	sim	Sim	sim
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	Sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	Sim	sim
Intercepto	Const	7,820	0,509	-0,005	0,016
		8,265	0,853	0,075	0,108
R-quadrado	R^2	0,204	0,343	0,292	0,327

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 10 utilizando o método dos MQO: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle da família fundadora que recebe valor “1” quando o controle é da família ou indivíduo que fundou a empresa e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação, a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e para o segmento econômico de atuação. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%. A regressão apresenta erros robustos à heterocedasticidade e correlação serial. A amostra contemplou 416 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 417 observações para o Retorno Q de Tobin, 416 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 415 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 24 Resultados da regressão pelos MQO – desempenho da empresa administrada pelo CEO fundador

Variáveis Independentes e de Controle	Variável Dependente (1)				Variável Dependente (2)				Variável Dependente (3)			
	Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
CEO Fundador	1,151	0,137	-0,018	-0,003	6,644	-1,091	-0,164	-0,075	-3,799	0,040	-0,011	-0,104
erro padrão	0,930	0,174	0,017	0,023	7,402	2,048	0,183	0,214	2,915	0,475	0,074	0,091
CEO Fundador * Idade da Empresa	não	Não	não	Não	não	não	Não	não	4,039	0,079	-0,006	0,083
erro padrão									2,723	0,379	0,056	0,070
CEO Fundador * Tamanho da Empresa	não	Não	não	Não	-0,904	0,202	0,024	0,012	não	não	não	não
erro padrão					1,143	0,329	0,029	0,035				
Concentração de votos do controlador	-0,884	0,564	-0,006	0,092	-0,971	0,583	-0,003	0,093	-1,062	0,560	-0,005	0,088
erro padrão	1,961	0,407	0,041	0,0538*	1,992	0,407	0,041	0,0547*	1,963	0,407	0,040	0,0524*
Concentração de propriedade do controlador	2,615	-0,137	0,037	-0,074	2,726	-0,161	0,034	-0,076	3,236	-0,125	0,036	-0,061
erro padrão	2,740	0,705	0,070	0,090	2,773	0,705	0,071	0,092	2,831	0,704	0,067	0,084
Excesso de direito de voto do controlador	0,041	-0,139	-0,004	-0,029	0,066	-0,145	-0,005	-0,029	0,175	-0,137	-0,005	-0,026
erro padrão	0,797	0,124	0,014	0,0175*	0,799	0,124	0,014	0,0178*	0,787	0,123	0,014	0,017
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	0,036	-0,070	0,011	0,014	0,052	-0,073	0,011	0,014	0,039	-0,070	0,011	0,014
erro padrão	0,530	0,097	0,009	0,014	0,530	0,097	0,009	0,014	0,524	0,097	0,009	0,014
Idade da Empresa (anos)	-1,279	-0,132	0,025	0,031	-1,268	-0,134	0,024	0,031	-1,775	-0,141	0,025	0,021
erro padrão	1,095	0,164	0,0148*	0,020	1,092	0,163	0,0146*	0,020	1,253	0,168	0,0143*	0,019

Volatilidade das Ações	-0,021	-0,0020	-0,00081	-0,0012	-0,021	-0,0020	-0,00081	-0,0012	-0,020	-0,0019	-0,00081	-0,0012
erro padrão	0,016	0,0025	0,00030***	0,00034***	0,016	0,0025	0,0003***	0,00034***	0,016	0,0025	0,00030***	0,00036***
Alavancagem Financeira	4,386	0,346	-0,088	-0,030	4,453	0,332	-0,090	-0,031	4,172	0,342	-0,087	-0,034
erro padrão	1,934**	0,2050*	0,0202***	0,026	1,976**	0,205	0,0197***	0,025	1,876**	0,207**	0,0194***	0,024
Índice de Governança Corporativa	-0,081	0,045	-0,002	0,002	-0,074	0,043	-0,003	0,002	-0,098	0,045	-0,002	0,001
erro padrão	0,124	0,018**	0,002	0,002	0,122	0,0184**	0,002	0,002	0,128	0,018	0,002	0,002
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	-0,271	0,030	0,000	0,009	-0,278	0,032	0,000	0,009	-0,299	0,030	0,000	0,009
erro padrão	0,378	0,039	0,005	0,006	0,380	0,039	0,005	0,006	0,382	0,039	0,005	0,006
Dummy para Natureza do Controle	sim	Sim	sim	Sim	sim	sim	Sim	sim	sim	sim	sim	Sim
Dummy anual	sim	Sim	sim	Sim	sim	sim	Sim	sim	sim	sim	sim	Sim
Dummy para Segmento Econômico	sim	Sim	sim	Sim	sim	sim	Sim	sim	sim	sim	sim	Sim
Intercepto	5,044	0,498	0,009	0,019	4,858	0,539	0,014	0,022	5,994	0,517	0,008	0,039
erro padrão	7,471	0,819	0,075	0,114	7,411	0,817	0,074	0,114	7,657	0,820	0,074	0,111
R-quadrado	0,195	0,340	0,291	0,315	0,196	0,341	0,292	0,316	0,202	0,341	0,291	0,324

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes às Equações 11, 12 e 13 utilizando o método dos MQO, correspondendo as colunas indicados por (1), (2) e (3) respectivamente: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* administração do CEO fundador que recebe valor “1” quando o indivíduo que fundou a empresa ocupa o cargo de CEO e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo CEO ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação, a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e para o

segmento econômico de atuação. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%. A regressão apresenta erros robustos à heterocedasticidade e correlação serial. A amostra contemplou 416 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 417 observações para o Retorno Q de Tobin, 416 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 415 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

A introdução dos controles *CEO* fundador multiplicado pelo tamanho da empresa (conforme modelo representado pela Equação 12) visa controlar a proposição de que o desempenho do *CEO* fundador é moderado pelo tamanho da empresa. Isso é constatado apenas para a medição do desempenho pelo valor de mercado sobre o valor contábil, para o qual a estimativa do regressor é negativa, indicando que quanto maior a empresa na qual o *CEO* é fundador, pior o desempenho. Este efeito não se reproduz para as demais medidas de desempenho e também em nenhum caso há significância estatística.

Por fim, o terceiro modelo econométrico (Equação 13), inclui a variável *CEO* fundador multiplicado pela idade da empresa, que controla a proposição de que o desempenho melhor *CEO* fundador é moderado pela idade da empresa, sendo melhor nos períodos iniciais da vida da empresa. Isso só se confirma na medida de desempenho do retorno do ativo medido pelo lucro líquido.

A adição destes controles não melhora significativamente o poder de predição das equações na regressão pelo método dos MQO e nenhuma das hipóteses que relacionam o desempenho da empresa e o *CEO* fundador é rejeitada por este método.

4.5 Análise de robustez e sensibilidade

Nesta seção os resultados anteriores são submetidos a análises de robustez, com o objetivo de verificar se os resultados anteriores sofrem alterações²¹. Um resumo geral de todos os resultados desta seção é apresentado ao final, na seção 4.6.

Inicialmente foram realizados testes de Breusch Pagan e de Hausman para verificação de qual dos modelos (MQO *pooled*, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios) é o mais adequado para estimação das regressões. Adicionalmente, a definição de empresa cujo controle é familiar é restringida, englobando apenas aquelas companhias cujos controladores (individuais e familiares) detém ao menos 50% do controle. Os regressores e as significâncias estatísticas

²¹ Os estimadores MQO, EF e EA, e os testes de Hausman e Breusch Pagan para determinação do estimador mais adequado para cada uma das variáveis dependentes foram utilizados neste trabalho como ferramentas sem justificativas teóricas ou esclarecimentos adicionais. Para informações sobre os estimadores ver Wooldridge (2007) e sobre os testes do multiplicador de Lagrange de Breusch Pagan e o teste de Hausman para especificação do melhor estimador entre os modelos de Efeitos Fixos e Aleatórios, ver Johnston e DiNardo (1997).

são reavaliados. Adicionalmente, como o preço das ações pode ser influenciado pela liquidez dos papéis, a liquidez poderia influenciar os resultados dos cálculos de Q de Tobin e do Valor de Mercado sobre o Valor Contábil (*MTBV*)²², afetando os resultados das estimativas. Então foi realizada uma nova bateria de regressões utilizando os mesmos modelos, mas contando apenas com as companhias que compõem o índice IBOVESPA, selecionadas as companhias que o compõe em 2008.

Tabela 25 Testes para escolha do método ou estimador

Variável Independente	Variáveis Dependentes		Estatística de Breusch Pagan (p-valor)	Estatística de Hausman (p-valor)	Estimador mais Eficiente
Controle Familiar FAMC	Valor de Mercado/Valor Contábil	MTBV	6,46E-07	0,0968	Efeitos Fixos
	Q de Tobin	QTOB	1,76E-17	1,34E-03	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LL)	ROA_NI	6,66E-09	1,30E-02	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	ROA_EB	2,39E-29	2,11E-05	Efeitos Fixos
Controle Família Fundadora FAFO	Valor de Mercado/Valor Contábil	MTBV	4,87E-07	0,1455	Efeitos Aleatórios
	Q de Tobin	QTOB	2,65E-17	7,43E-04	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LL)	ROA_NI	1,38E-08	0,0169	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	ROA_EB	7,55E-27	1,28E-05	Efeitos Fixos
Administração Fundador CEOF	Valor de Mercado/Valor Contábil	MTBV	9,74E-07	0,2966	Efeitos Aleatórios
	Q de Tobin	QTOB	5,31E-17	6,98E-04	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LL)	ROA_NI	2,23E-09	8,10E-03	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	ROA_EB	7,58E-32	9,08E-06	Efeitos Fixos
Controle Familiar Majoritário FAMAJ	Valor de Mercado/Valor Contábil	MTBV	1,67E-06	0,0586	Efeitos Aleatórios
	Q de Tobin	QTOB	4,56E-17	2,37E-04	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LL)	ROA_NI	1,55E-07	6,57E-03	Efeitos Fixos
	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	ROA_EB	6,23E-27	9,59E-07	Efeitos Fixos

Os p-valores para as estimativas dos regressores de Efeitos Fixos e Aleatórios empregando testes de Breusch-Pagan e de Hausman são apresentados na Tabela 25 acima²³. Os testes

²² De fato, efetuando uma regressão contendo as variáveis dependentes Valor de Mercado/Valor Contábil e Q de Tobin e com as demais variáveis e incluindo o Índice de Liquidez das ações das companhias resulta numa correlação (positiva) estatisticamente significativa entre elas (melhor que 10% e melhor que 5% respectivamente).

²³ De forma simplificada, um p-valor significativo para o teste de Breusch-Pagan rejeita a hipótese de que o estimador MQO é adequado. Um p-valor significativo para o teste de Hausman rejeita a hipótese de que o estimador de Efeitos Aleatórios é adequado.

sugerem que o método dos MQO pode ser inconsistente e ineficiente e na maioria dos casos os estimadores de Efeitos Fixos e em alguns outros o de Efeitos Aleatórios são os mais adequados.

4.5.1 Efeitos aleatórios

As regressões das equações 9, 10, 11, 12 e 13 são reproduzidas pelo estimador de Efeitos Aleatórios visando modelar os efeitos não observados que não estão correlacionados com as variáveis explicativas (variáveis independentes e variáveis de controle).

Os testes de Hausman e Bresch-Pagan (apresentados na Tabela 25), apontam que o estimador de Efeitos Aleatórios é eficiente quando a variável dependente é Valor de Mercado sobre o Valor Contábil e a dependentes é Controle da Família Fundadora (*FAFO*).

Assim, são apresentados a seguir os resultados das regressões com o estimador de Efeitos Aleatórios para a família fundadora (Tabela 26) e para a administração do *CEO* fundador (Tabela 27).

Os outros resultados para o estimador de Efeitos Aleatórios (correspondendo às equações 9 e 14 relativas ao controle da familiar e familiar majoritário) são apresentados na Tabela 34 e Tabela 36 que estão ao final do trabalho, nos apêndices: Apêndice B - Efeitos Aleatórios para controle familiar e Apêndice E - Efeitos Aleatórios para controle familiar majoritário.

Os cálculos trazem os mesmos resultados dos MQO sob o ponto de vista do sinal das influências do controle familiar, controle da família fundadora e administração do fundador, mantendo consistência com os resultados anteriores, para as medidas de desempenho sobre o retorno contábil e para a medida de Valor de Mercado sobre o Valor dos Ativos.

Os resultados também se mantêm (no aspecto das influências benéficas ou “maléficas”) para o Q de Tobin relacionado ao desempenho da família fundadora e do *CEO* fundador. Entretanto, para o Q de Tobin relacionado ao desempenho da empresa cujo controle é familiar, há uma inversão do sinal em relação aos MQO, ou seja, pelo estimador de Efeitos Aleatórios, o controle familiar leva a um Q de Tobin maior.

Todavia todos os resultados perdem significância estatística, fazendo com que nenhuma das estimativas tenha significância inclusive aquele que teve o sinal alterado.

Para os demais casos as melhores estimativas provém dos modelos de Efeitos Fixos, cujos resultados são descritos na próxima seção.

Tabela 26 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa cujo controle é da família fundadora

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle da Família Fundadora	FAFO	1,099	-0,065	-0,010	-0,012
	erro padrão	0,896	0,122	0,014	0,014
Concentração de votos do controlador	CON	-0,135	0,378	0,006	0,041
	erro padrão	2,623	0,433	0,046	0,045
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	1,929	0,131	0,016	-0,045
	erro padrão	3,321	0,563	0,059	0,058
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	0,366	-0,037	-0,007	-0,021
	erro padrão	0,987	0,152	0,016	0,016
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-0,102	-0,139	0,018	0,021
	erro padrão	0,778	0,098	0,011	0,0118*
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-2,061	-0,210	0,030	0,034
	erro padrão	1,207*	0,148	0,0167*	0,0180*
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,019	-0,00355	-0,00085	-0,00047
	erro padrão	0,013	0,00226	0,00023***	0,00023**
Alavancagem Financeira	LEV	5,099	0,368	-0,128	-0,054
	erro padrão	1,167***	0,177**	0,0191***	0,0194***
Índice de Governança Corporativa	IGOV	-0,056	0,032	-0,00426	-0,00165
	erro padrão	0,143	0,021	0,00231*	0,00235
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	0,033	-0,045	-0,00303	0,00063
	erro padrão	0,238	0,043	0,00441	0,00422
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	Não	não
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	Sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	Sim	sim
Intercepto	const	5,579	1,652	-0,002	0,046
	erro padrão	5,715	0,728**	0,082	0,087

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 10 utilizando o Modelo de Efeitos Aleatórios: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle da família fundadora que recebe valor “1” quando o controle é da família ou indivíduo que fundou a empresa e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE).

Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra contemplou 416 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 419 observações para o Retorno Q de Tobin, 416 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 415 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 27 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa administrada pelo *CEO* fundador

Variáveis Independentes e de Controle	Variável Dependente (1)				Variável Dependente (2)				Variável Dependente (3)			
	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo LAJIRDA
<i>CEO</i> Fundador	0,464	0,014	-0,027	-0,021	-5,895	-0,250	-0,026	-0,113	15,477	0,274	-0,338	-0,150
Erro padrão	1,251	0,169	0,019	0,020	3,709	0,467	0,052	0,055	16,522	2,222	0,244	0,257
<i>CEO</i> Fundador * Idade da Empresa	não	não	não	não	5,232	0,220	0,000	0,076	-2,474	-0,043	0,051	0,021
Erro padrão					2,873*	0,363	0,040	0,043	2,714	0,365	0,040	0,042
<i>CEO</i> Fundador * Tamanho da Empresa	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não
Erro padrão												
Concentração de votos do controlador	-0,204	0,400	0,007	0,044	-0,330	0,391	0,007	0,042	-0,294	0,392	0,010	0,045
Erro padrão	2,618	0,431	0,045	0,045	2,613	0,431	0,045	0,0445**	2,617	0,432	0,045	0,045
Concentração de propriedade do controlador	2,321	0,074	0,012	-0,050	2,683	0,101	0,012	-0,043	2,365	0,083	0,009	-0,051
Erro padrão	3,296	0,557	0,058	0,057	3,295	0,559	0,058	0,057	3,292	0,558	0,058	0,057
Excesso de direito de voto do controlador	0,671	-0,053	-0,011	-0,024	0,800	-0,045	-0,011	-0,022	0,683	-0,049	-0,011	-0,024
Erro padrão	0,965	0,148	0,016	0,016	0,965	0,149	0,016	0,016	0,965	0,149	0,016	0,016
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	-0,060	-0,127	0,017	0,021	-0,046	-0,126	0,017	0,021	0,039	-0,128	0,015	0,020
Erro padrão	0,777	0,098	0,011	0,012	0,773	0,098	0,011	0,0117*	0,787	0,099	0,011	0,012
Idade da Empresa (anos)	-1,887	-0,217	0,023	0,028	-2,794	-0,253	0,023	0,015	-1,936	-0,218	0,024	0,029
Erro padrão	1,204	0,147	0,017	0,0179*	1,297**	0,158	0,018	0,019	1,210	0,148	0,017	0,018

Volatilidade das Ações	-0,018	-0,0036	-0,00084	-0,0005	-0,018	-0,0036	-0,00084	-0,0005	-0,018	-0,0036	-0,00084	-0,0005
Erro padrão	0,013	0,0022	0,00023***	0,00022**	0,013	0,0022	0,00023***	0,00022**	0,013	0,0022	0,00023***	0,0002
Alavancagem Financeira	4,893	0,340	-0,131	-0,059	4,703	0,327	-0,131	-0,063	5,025	0,340	-0,135	-0,061
Erro padrão	1,163***	0,176*	0,0190***	0,0191***	1,165***	0,177*	0,0191***	0,0192***	1,173***	0,178*	0,0191***	0,019
Índice de Governança Corporativa	-0,039	0,031	-0,004	-0,002	-0,046	0,030	-0,004	-0,002	-0,029	0,031	-0,005	-0,002
Erro padrão	0,142	0,021	0,0023*	0,002	0,142	0,021	0,0023*	0,002	0,143	0,021	0,0023**	0,002
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	0,055	-0,039	-0,0025	0,0011	0,053	-0,040	-0,0025	0,0010	0,063	-0,041	-0,0025	0,0011
Erro padrão	0,238	0,043	0,0044	0,0042	0,238	0,043	0,0044	0,0042	0,238	0,042	0,0044	0,0042
Dummy para Natureza do Controle	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	Não
Dummy anual	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	Sim
Dummy para Segmento Econômico	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	Sim
Intercepto	4,773	1,591	0,015	0,050	5,956	1,632	0,015	0,066	4,218	1,599	0,025	0,054
Erro padrão	5,703	0,720**	0,081	0,086	5,712	0,724**	0,081	0,086	5,751	0,730**	0,081	0,087

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes às Equações 11, 12 e 13 utilizando o estimador de Efeitos Aleatórios. A variável dependente é o desempenho correspondendo as colunas indicados por (1), (2) e (3) respectivamente (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* administração do CEO fundador que recebe valor “1” quando o indivíduo que fundou a empresa ocupa o cargo de CEO e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo CEO ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE). Os valores em

negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra contemplou 416 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 419 observações para o Retorno Q de Tobin, 416 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 415 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

4.5.2 Efeitos fixos

Objetivando capturar e isolar os efeitos não observados ou não controlados e que afetam o desempenho das companhias (as variáveis dependentes) de forma constante ao longo dos três anos de observação (heterogeneidade não observada das companhias), são realizadas regressões utilizando o estimador de Efeitos Fixos.

Os resultados estão na Tabela 28 (controle familiar), Tabela 29 (controle da família fundadora) e Tabela 30 (administração do *CEO* fundador).

As tabelas indicam que as regressões pelo estimador de Efeitos Fixos são consistentes com todos os resultados obtidos para os MQO para as medidas de desempenho contábeis e para a medida de Valor de Mercado sobre o Valor do Ativo no que tange os sinais das influências (benefício ou prejuízo ao desempenho).

Para o Q de Tobin surgem contradições para as companhias com controle familiar e para as companhias controladas pela família fundadora. Em ambos os casos, o estimador de Efeitos Fixos resultam numa relação positiva entre o Q de Tobin e o controle familiar ou da família fundadora. Este resultado difere dos resultados oriundos dos MQO bem como dos testes de médias e da matriz de correlação.

Todavia, também no estimador de Efeitos Fixos, nenhuma das estimativas dos regressores de interesse apresenta significância estatística.

Ressalta-se também que alguns regressores não apresentam variação no tempo e são automaticamente eliminados da regressão por não poderem ser estimados pelo estimador de Efeitos Fixos.

Tabela 28 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos - desempenho da empresa cujo controle é familiar

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAMC	0,907	0,334	-0,015	-0,003
	erro padrão	1,501	0,221	0,021	0,014
Concentração de votos do controlador	CON	-1,361	-0,095	0,009	-0,012
	erro padrão	2,101	0,547	0,075	0,078
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	3,684	0,647	0,012	0,005
	erro padrão	3,290	0,514	0,083	0,074
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	2,193	0,245	-0,012	-0,005
	erro padrão	1,275*	0,171	0,024	0,024
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	0,039	-1,605	-0,024	-0,013
	erro padrão	1,949	0,3508***	0,048	0,051
Idade da Empresa (anos)	LAGE	não	não	não	não
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,015	-0,0022	-0,00076	-0,0001
	erro padrão	0,011	0,0027	0,000404*	0,0002
Alavancagem Financeira	LEV	3,414	0,367	-0,204	-0,095
	erro padrão	2,260	0,338	0,0544***	0,0315***
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,099	0,0042	-0,00329	-0,0036
	erro padrão	0,464	0,0390	0,00374	0,0036
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	0,159	-0,128	-0,006	-0,004
	erro padrão	0,296	0,0503**	0,005	0,004
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	não	não	não	não
Intercepto	Const	-1,400	11,078	0,318	0,295
		10,734	2,186***	0,302	0,335
R-quadrado	R^2	0,906	0,8590	0,83346	0,9026

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 9 utilizando o estimador de Efeitos Fixos: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle familiar que recebe valor “1” quando o controle é familiar e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação Neste modelo a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e o segmento econômico de atuação são retiradas por não apresentarem variação no tempo. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra contemplou 414 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 417 observações para o Retorno Q de Tobin, 414 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 413 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 29 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos - desempenho da empresa cujo controle é da família fundadora

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle da Família Fundadora	FAFO	1,023	0,081	-0,016	-0,001
	erro padrão	1,666	0,342	0,024	0,016
Concentração de votos do controlador	CON	-1,307	-0,125	0,007	-0,017
	erro padrão	2,070	0,542	0,075	0,078
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	3,614	0,723	0,014	0,009
	erro padrão	3,272	0,522	0,082	0,074
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	2,147	0,287	-0,011	-0,003
	erro padrão	1,284*	0,176	0,024	0,024
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	0,016	-1,614	-0,023	-0,010
	erro padrão	1,942	0,3492***	0,048	0,051
Idade da Empresa (anos)	LAGE	não	não	não	não
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,015	-0,0021	-0,00075	-0,0001
	erro padrão	0,011	0,0027	0,00040*	0,0002
Alavancagem Financeira	LEV	3,391	0,355	-0,204	-0,094
	erro padrão	2,265	0,334	0,0544***	0,0316***
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,091	0,0011	-0,00309	-0,0031
	erro padrão	0,459	0,0385	0,00369	0,0035
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	0,145	-0,125	-0,006	-0,003
	erro padrão	0,292	0,0496**	0,005	0,005
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	não	não	não	não
Intercepto	Const	-1,049	11,227	0,308	0,268
	erro padrão	10,683	2,167***	0,302	0,332
R-quadrado	R^2	0,9060	0,8582	0,84427	0,9047

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 10 utilizando o estimador de Efeitos Fixos: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle da família fundadora que recebe valor “1” quando o controle é da família ou indivíduo que fundou a empresa e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação Neste modelo a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e o segmento econômico de atuação são retiradas por não apresentarem variação no tempo. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 416 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 419 observações para o Retorno Q de Tobin, 416 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 415 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 30 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos - desempenho da empresa administrada pelo CEO fundador

Variáveis Independentes e de Controle	Variável Dependente (1)				Variável Dependente (2)				Variável Dependente (3)			
	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
CEO Fundador	0,226	0,123	-0,006	-0,011	0,371	3,422	1,196	-0,034	52,880	19,056	-1,031	-0,464
Erro padrão	0,742	0,186	0,008	0,009	7,345	1,195***	-0,034	0,123	22,37**	8,61**	0,472**	0,259*
CEO Fundador * Idade da Empresa	não	não	não	não	-0,110	-2,503	0,885	0,021	não	não	não	Não
Erro padrão					5,324	0,885***	0,021	0,090				
CEO Fundador * Tamanho da Empresa	não	não	não	não	não	não	não	não	-8,678	-3,120	0,169	0,075
Erro padrão									3,745**	1,414**	0,0777**	0,0427*
Concentração de votos do controlador	-1,444	-0,155	0,007	-0,019	-1,444	-0,155	0,542	0,007	-1,525	-0,184	0,008	-0,018
Erro padrão	2,114	0,542	0,075	0,078	2,114	0,542	0,007	0,075	2,117	0,543	0,075	0,078
Concentração de propriedade do controlador	3,938	0,760	0,011	0,010	3,938	0,760	0,527	0,011	3,750	0,693	0,015	0,011
Erro padrão	3,185	0,528	0,083	0,074	3,185	0,527	0,011	0,083	3,113	0,527	0,083	0,074
Excesso de direito de voto do controlador	2,332	0,305	-0,014	-0,003	2,332	0,303	0,167	-0,014	2,304	0,295	-0,013	-0,003
Erro padrão	1,168**	0,166*	0,025	0,024	1,171**	0,1669*	-0,014	0,025	1,157**	0,162*	0,025	0,024
Tamanho da Empresa	-0,081	-1,625	-0,021	-0,008	-0,081	-1,628	0,351	-0,021	0,498	-1,418	-0,033	-0,013
Erro padrão	1,971	0,352***	0,047	0,050	1,974	0,351***	-0,021	0,047	2,068	0,328***	0,047	0,052
Volatilidade das Ações	-0,01429	-0,00221	-0,00078	-0,00012	-0,01429	-0,00213	0,00265	-0,00078	-0,01623	-0,00293	-0,00074	-0,00010
Erro padrão	0,01066	0,00264	0,00039**	0,00016	0,01080	0,00265	-0,00078**	0,00039	0,01095	0,00260	0,00038*	0,00016
Alavancagem Financeira	3,366	0,343	-0,206	-0,096	3,365	0,339	0,339	-0,206	3,725	0,471	-0,213	-0,099

Erro padrão	2,242	0,339	0,0546***	0,0314***	2,246	0,339	-0,206***	0,0547***	2,356	0,360	0,0545***	0,0318***
Índice de Governança Corporativa	0,0826	-0,0021	-0,0032	-0,0035	0,082	-0,003	0,039	-0,003	0,073	-0,005	-0,003	-0,003
Erro padrão	0,4554	0,0385	0,0037	0,0035	0,456	0,039	-0,003	0,004	0,454	0,038	0,004	0,004
Tempo de Permanência do CEO no Cargo	0,165	-0,120	-0,005	-0,003	0,165	-0,125	0,051	-0,005	0,236	-0,096	-0,007	-0,003
Erro padrão	0,287	0,0505**	0,005	0,005	0,295	0,0515**	-0,005	0,005	0,306	0,0492*	0,005	0,005
Dummy para Natureza do Controle	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	Não
Dummy anual	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	Sim
Dummy para Segmento Econômico	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	Não
Intercepto	-0,300	11,335	0,299	0,261	-0,300	11,343	2,171	0,299	-3,836	10,077	0,368	0,291
Erro padrão	11,034	2,176***	0,299	0,329	11,053	2,171***	0,299	0,299	11,621	1,954***	0,297	0,340
R-quadrado	0,906	0,858	0,844	0,906	0,906	0,858	0,844	0,906	0,907	0,864	0,846	0,906

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes às Equações 11, 12 e 13 utilizando o estimador de Efeitos Fixos. A variável dependente é o desempenho correspondendo as colunas indicados por (1), (2) e (3) respectivamente (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* administração do CEO fundador que recebe valor “1” quando o indivíduo que fundou a empresa ocupa o cargo de CEO e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo CEO ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE). Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

4.5.3 Desempenho para o controle familiar majoritário

Outro teste de robustez conveniente é oriundo de uma definição mais estrita da empresa cujo controle é familiar. Neste caso, não basta apenas o controle estar nas mãos de uma família ou indivíduo, mas este controle deve ser majoritário, garantindo as estes familiares ou grupo de indivíduos maior poder de votos nas decisões da empresa.

E o modelo econométrico de estimação é o da equação abaixo:

$$Desempenho_{it} = b_0 + b_1 FAMAJ_{it} + \sum_{j=1}^k d_j VC_{jit} + erro_{it} \quad (\text{Equação 14})$$

Onde:

Desempenho é uma das medidas apresentadas na seção 3.1.1, representando o desempenho de mercado ou desempenho financeiro contábil.

VC são as variáveis de controle do desempenho (*CON*, *OSHP*, *EXC*, *LSIZ*, *LAGE*, *VOLAT*, *LEV*, *IGOV*, *TEN* e as *dummies* anuais, de setor e da natureza do controle).

FAMAJ representa as companhias familiares cujos controladores detém ao menos 50% das ações ordinárias da empresa, inclusive as controladas pela família fundadora e, eventualmente contém também companhias geridas pelo seu próprio fundador, ou seja, se refere à segunda camada mais externa da Figura 7.

Utilizando o método dos MQO, os sinais das estimativas não se alteraram para nenhuma das variáveis de desempenho (o resultado do MQO está no Apêndice D - MQO para controle familiar majoritário), mantendo-se a conclusão que o controle familiar beneficia o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil e prejudica o Q de Tobin e o desempenho contábil. Adicionalmente, todas as significâncias estatísticas melhoram quando o controle familiar é majoritário pelos MQO, a ponto da influência sob a medida de retorno sobre o ativo medida pelo lucro líquido passar a ser significativa no nível de 10%. O retorno medido pelo LAJIRDA passa a ter significância no nível de 5%.

Todavia, como relatado no início seção 4.5, o estimador de Efeitos Fixos proporciona as estimativas mais adequadas e são apresentadas na Tabela 31.

Tabela 31 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos – desempenho da empresa cujo controle é familiar majoritário

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar Majoritário	FAMAJ	-1,719	-0,446	0,015	0,013
	erro padrão	1,990	0,490	0,020	0,018
Concentração de votos do controlador	CON	-1,213	-0,083	0,001	0,000
	erro padrão	2,261	0,515	0,082	0,080
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	3,882	0,760	0,021	-0,018
	erro padrão	3,516	0,576	0,093	0,076
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	2,408	0,320	-0,016	-0,005
	erro padrão	1,211**	0,174*	0,026	0,023
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-0,118	-1,637	-0,019	-0,015
	erro padrão	1,980	0,347***	0,048	0,052
Idade da Empresa (anos)	LAGE	não	não	não	não
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,016	-0,0026	-0,00075	-0,0001
	erro padrão	0,011	0,0028	0,00040*	0,0002
Alavancagem Financeira	LEV	3,602	0,398	-0,206	-0,099
	erro padrão	2,298	0,338	0,0548***	0,0318***
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,097	0,0027	-0,00366	-0,0033
	erro padrão	0,454	0,0371	0,00381	0,0036
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	0,186	-0,121	-0,006	-0,005
	erro padrão	0,292	0,0515**	0,005	0,005
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy annual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	não	não	não	não
Intercepto	Const	0,322	11,503	0,284	0,301
	erro padrão	11,127	2,197***	0,304	0,338
R-quadrado	R^2	0,9065	0,8601	0,84472	0,9072

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 14 utilizando o estimador de Efeitos Fixos: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle familiar majoritário que recebe valor “1” quando o controle é familiar e igual ou superior a 50% e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação Neste modelo a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e o segmento econômico de atuação são retiradas por não apresentarem variação no tempo. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 410 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 413 observações para o Retorno Q de Tobin, 410 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 409 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Para o estimador de Efeitos Fixos, comparativamente ao MQO, os resultados se mantêm apenas para o Q de Tobin, que é negativamente correlacionado com o controle familiar majoritário. Os outros resultados se invertem, ou seja, o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil é prejudicado quando o controle é familiar majoritário e os indicadores de desempenho contábil são favorecidos. Estes resultados diferem dos obtidos pelos MQO. Porém nenhum deles têm significância estatística.

4.5.4 Controle da liquidez das ações

Para dirimir a dúvida de que os indicadores de desempenho de mercado possam ser mal representados devido ao grande número de observações conterem companhias com ações de baixa liquidez (e que, portanto, poderiam ter o valor de suas ações pouco representativas), são realizados dois testes adicionais: subamostragem para contemplar apenas as companhias cujas ações compõem o índice IBOVESPA. Naturalmente com a retirada de companhias da amostra pode-se incorrer em regressores viesados, contudo a comparação com os resultados já obtidos é interessante.

A subamostragem para as companhias que compõem o IBOVESPA faz com que o número de observações se reduza muito, e das 505 observações originais, passa-se a contar com 142 observações para os três anos. Destas, 57 observações correspondem a companhias cujo controle é familiar (39%); 39 são controladas pela família fundadora (26%) e apenas 4 têm no cargo o *CEO* fundador empresa (3%).

Em função do número reduzido de observações para o *CEO* (apenas 4), as observações a seguir contemplam apenas os casos do controle familiar e da família fundadora.

Os testes de Breusch-Pagan e Hausman apontam para os modelos de Efeitos Aleatórios como trazendo as estimativas mais adequados quando as variáveis dependentes são MTBV e Q de Tobin. Estes mesmos testes indicam que os modelos de Efeitos Fixos são mais adequados para os indicadores contábeis. Todavia, a subamostragem faz com que o número reduzido de observações impeça o emprego do estimador de Efeitos Fixos. Adicionalmente, como a intenção era evitar avaliações equivocadas de valor de mercado, regressões tendo como variáveis dependentes as medidas de retorno contábil não são calculadas, já que não é objeto desta questão de robustez. Portanto, apenas as regressões para MTBV e QTOB são apresentadas na Tabela 37 e Tabela 38 no Apêndice F – Resultados para amostra IBOVESPA.

Os resultados trazidos apontam contribuição do controle familiar para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil e prejuízo para o Q de Tobin, contudo sem significância estatística. Este resultado difere do tanto para o estimador de Efeitos Aleatórios quanto para o estimador de Efeitos Fixos quando se toma a amostra com as observações contendo todas as companhias.

Para o controle da família fundadora, o resultado comparado à amostra completa se mantém para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, mas não para o Q de Tobin, novamente sem significância estatística.

Como os testes referentes aos estimadores mais adequados apontaram para o de Efeitos Fixos (e este infelizmente demanda um número maior de observações), os resultados desta seção – que se apresentam inconsistentes com os anteriores – foram tratados como de relevância secundária na análise das hipóteses.

4.5.5 Controle de companhias antigas para o CEO fundador

O ciclo de vida das companhias usualmente é muito maior que o das pessoas. Logo, um teste que poderia resultar em alguma mudança nos resultados do *CEO* fundador é a restrição das companhias para contemplar aquelas que tem idade compatível com a de um *CEO*. Neste caso, a amostra é arbitrariamente restrita à companhias com até 50 anos, através da variável *AGE*.

Os testes de Breusch Pagan e Hausman para validar os melhores estimadores sugerem que os modelos de Efeitos Fixos conduzem às estimativas mais adequadas.

Os resultados são apresentados na Tabela 40 do Apêndice G - Resultados para companhias até 50 anos e são consistentes com os resultados da amostra total de companhias, inclusive na significância, de modo que os resultados anteriores são robustos neste quesito.

4.5.6 Multicolinearidade

Em cada um dos modelos econométricos com os regressores calculados pelo método dos MQO, foram calculados os fatores de inflacionamento de variância (VIF). Usualmente algumas das variáveis *dummy* de controle de setor se apresentam como candidatas a problemas de multicolinearidade. A supressão desta variável nos modelos onde os VIF se apresentaram altos (estas situações ocorrem essencialmente nas equações contendo as

variáveis $CEOF$ e $CEOF*LSIZ$) não leva a nenhuma alteração nos resultados sob o ponto de vista de significância estatística e sinal algébrico das estimativas.

4.6 Resumo dos resultados e conclusões

Com este conjunto de análises, é possível apresentar resultado consolidado e resumido para todas as variáveis e testes realizados, descritos na Tabela 32. Com base nela, pode-se voltar às hipóteses iniciais como segue:

4.6.1 Desempenho financeiro e controle familiar

As hipóteses relacionadas ao desempenho das companhias cujo controle é familiar – já apresentadas na seção 3.3 – eram as seguintes

Hipótese nula 1: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato destas serem controladas por famílias ou indivíduos, comparadas às demais

Hipótese alternativa 1a: Existe relação e ela é positiva.

Hipótese alternativa 1b: Existe relação e ela é negativa.

Os testes de médias e as regressões indicam relação positiva entre o controle familiar e o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil das companhias.

Por outro lado, a relação é negativa para os indicadores de desempenho contábil (retorno para o lucro líquido e LAJIRDA), apontando que o controle familiar é prejudicial para os indicadores contábeis de desempenho. Neste caso, há significância estatística para os testes de diferença de médias e significância no nível de 10% para o método dos MQO

Com relação ao Q de Tobin, o resultado é controverso, sendo negativa para os testes de média e estimador MQO e positiva para os modelos de Efeitos Fixos e Aleatórios, lembrando que o estimador de Efeitos Fixos é considerado o mais adequado.

Ou seja, não é possível rejeitar a hipótese nula 1, não sendo estatisticamente definidas relações positivas ou negativas entre o desempenho e o controle familiar ou individual.

4.6.2 Desempenho financeiro e controle das famílias fundadoras

Sobre o desempenho financeiro das companhias cujo controle é familiar e as famílias controladoras fundaram a empresa, as hipóteses propostas foram as seguintes:

Hipótese nula 2: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato delas serem controladas por famílias ou indivíduos que as fundaram, comparadas às demais.

Hipótese alternativa 2a: Existe relação e ela é positiva.

Hipótese alternativa 2b: Existe relação e ela é negativa.

Para as famílias fundadoras, os testes de médias e as regressões levam à conclusão de existência de relação positiva entre o controle familiar e o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil das companhias.

Para o desempenho medido pelo retorno contábil as relações são negativas e há significância no nível de 10% para este resultado quando o método dos MQO é utilizado.

Com relação ao Q de Tobin, o resultado novamente é controverso, desta vez com discrepância apenas no estimador Efeitos Fixos, que aponta contribuição do controle da família fundadora para este indicador, ao passo que todos os outros apontam prejuízo.

Ou seja, não é possível rejeitar a hipótese nula 2, não sendo estatisticamente definidas relações positivas ou negativas entre o desempenho e o controle das famílias fundadoras.

4.6.3 Desempenho financeiro e a administração do fundador

Sobre o desempenho financeiro das companhias administradas pelo fundador, as hipóteses propostas foram as seguintes:

Hipótese nula 3: Não existe relação entre o desempenho financeiro das companhias e o fato dela ser administrada pelo seu fundador, comparada às demais companhias.

Hipótese nula 3a: Existe relação e ela é positiva.

Hipótese nula 3b: Existe relação e ela é negativa.

Para o *CEO* fundador, foram testados 3 modelos econométricos distintos. Na tabela resumo (Tabela 32) estão representados os modelos que potencialmente trazem as melhores estimativas. Em geral os resultados para testes de médias, métodos dos MQO, estimador de Efeitos Fixos e estimador de Efeitos Aleatórios trazem resultados similares entre si (no

sentido de contribuição ou prejuízo à performance), com uma única exceção para o MQO tendo como variável dependente o Q de Tobin. Porém, além o método dos MQO de não ser indicado como o estimador mais adequado (teste de Breusch-Pagan), ele não trouxe significância estatística para as estimativas. Resulta que a administração do CEO fundador está associada a um maior Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, menor retorno contábil medido pelo lucro líquido (nestes casos com significância respectivamente nos níveis de 5 e 10% para o estimador de Efeitos Fixos) e menor retorno do LAJIRDA (para os testes de médias, covariância, MQO, EF e EA, mas todos sem significância estatística). No caso do Q de Tobin, a administração do CEO é positiva para o estimador de Efeitos Aleatórios e de Efeitos Fixos, inclusive com significância no nível de 5% para o segundo estimador.

Ou seja,

A Hipótese nula 3 é rejeitada pelo estimador de Efeitos Fixos em favor da alternativa 3a, existe relação positiva entre o desempenho financeiro da empresa medido pelo Valor de Mercado sobre o Valor do Ativo Contábil e pelo Q de Tobin e o fato dela ser administrada pelo seu fundador, comparada às demais empresa.

E ainda:

A Hipótese nula 3 é rejeitada pelo estimador de Efeitos Fixos em favor da alternativa 3b, existe relação negativa entre o desempenho financeiro da empresa medido pelo retorno do lucro líquido e do LAJIRDA sobre o ativo contábil e o fato dela ser administrada pelo seu fundador, comparada às demais empresa.

Ainda sobre o desempenho do CEO não foram construídas hipóteses formais relacionadas com os fatores moderadores de seu desempenho, como descrito na seção 2.4.3. Mas ainda assim, cabem comentários sobre os resultados das regressões para as Equações 12 e 13, apresentadas na Tabela 30. Os resultados negativos para a variável $CEO*LSIZ$ (Equação 12), em especial para o Q de Tobin, que apresentou significância estatística, confirmam a proposição de que quanto mais antiga a empresa, menor o efeito positivo do CEO sobre o desempenho. Resultado similar, e desta vez estatisticamente significativo para todas as medidas de desempenho é obtido com o modelo econométrico incluindo a variável $CEO*LSIZ$ (Equação 12). O tamanho da empresa modera o efeito positivo do CEO fundador no desempenho de mercado (Q de Tobin e Valor de Mercado sobre o Valor Contábil) e também modera o efeito negativo do CEO fundador sobre o desempenho operacional, que

pode ser notado pelas estimativas para os coeficientes de $CEOF$ e $CEOF*LSIZ$ que têm sempre sinais contrários.

4.6.4 Resumo dos resultados

Sob o ponto de vista de desempenho aos olhos do mercado, as regressões lineares com os estimadores indicados como os mais adequados para as regressões, indicaram que as companhias cujo controle é familiar ou individual, as controladas pelas famílias fundadoras e as administradas pelo CEO fundador apresentaram melhor desempenho medido pelo Valor de Mercado sobre o Valor do Ativo. Este desempenho superior, todavia, não apresenta significância estatística. Ou seja, existem indicações de um prêmio para as companhias cujo controle é familiar ou individual, mas não é possível afirmar categoricamente que elas têm desempenho de mercado superior, devido a falta de evidência estatística.

O desempenho medido pelo Q de Tobin é menor para as companhias com controle familiar majoritário, mas sem significância estatística. Para as companhias com controle familiar (não majoritário) e controle das famílias fundadoras o resultado depende do método de estimação (MQO, EF, EA) ou do teste estatístico e nenhum deles trouxe resultados com significância.

Já as companhias administradas pelo CEO fundador tem o Q de Tobin maior com significância estatística: tais companhias têm melhor desempenho.

O desempenho operacional, aferido pelas medidas de retorno contábil, medidos pelo retorno do LAJIRDA e do lucro líquido foi sempre menor para o controle familiar, da família fundadora e administração do CEO fundador, por quaisquer dos métodos estatísticos empregados. Para o controle familiar, há significância estatística para o desempenho calculado pelo LAJIRDA com o método dos MQO e nos testes de médias e não nos demais métodos de estimação. Para o CEO fundador o menor desempenho, medido pelo LAJIRDA, tem significância estatística.

As correlações entre as variáveis indicaram que as companhias cujo controle é individual ou familiar são negativamente correlacionadas com o tamanho, endividamento e índice de governança corporativa. Por outro lado, a correlação é positiva com a concentração de controle, excesso de direito de controle sobre o fluxo de caixa, volatilidade das ações e idade da empresa. Quando o controle é familiar, a correlação com o tempo de permanência do CEO no cargo é positiva. A administração do CEO fundador leva a algumas inversões na

correlação: há correlação negativa com a concentração do controle e positiva com o índice de governança corporativo.

De modo geral, no período 2006 a 2008, no Brasil, e nas companhias mais líquidas da BM&FBOVESPA, não se pode afirmar que o olho do dono (apenas como controlador) foi relevante para engordar o gado.

Por outro lado, a presença efetiva do “dono” ocupando o cargo de principal executivo tornou os resultados significantes sobre o ponto de vista estatístico, seja no sentido de contribuir para o desempenho de mercado, seja para prejudicar o desempenho contábil.

Estes resultados são menos contundentes que os obtidos nos trabalhos estrangeiros (Estados Unidos e Europa Ocidental) analisados, que obtém relações positivas entre o controle familiar e os indicadores medidos tanto pelo retorno de mercado como pelo retorno contábil. Neste aspecto, tanto Maury (2006) quanto Anderson e Reeb (2003) argumentam que a contribuição das famílias para mitigar os problemas de agência entre acionistas e administradores depende da existência de sistemas de proteção legal aos acionistas minoritários.

Tabela 32 Resumo geral dos resultados obtidos (influência e significância)

Variável de Desempenho Amostra Completa sem Outliers	Controle Familiar					Controle Família Fundadora					Administração CEO fundador				
	Teste Médias	Covariância	MQO	EF	EA	Teste Médias	Covariância	MQO	EF	EA	Teste Médias	Covariância	MQO	EF	EA
Valor de Mercado/Valor Contábil	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva
Significância	10%		não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	5%	Não
Q de Tobin	negativa	negativa	negativa	positiva	positiva	negativa	negativa	negativa	positiva	negativa	positiva	positiva	positiva	positiva	positiva
Significância Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)			não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	5%	Não
Retorno sobre o Ativo (LL)	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa	negativa
Significância Retorno sobre o Ativo (LL)	1%		não	não	não	1%	não	não	não	não	5%	não	não	Não	
Significância	5%		10%	não	não	1%		5%	não	não	não		10%	Não	

Esta tabela relata os resultados de todos os testes estatísticos e regressões efetuados. Os resultados em negrito apresentam os modelos considerados mais adequados pelos de Hausman e Breusch-Pagan para cada uma das variáveis dependentes e independente de interesse. Para os resultados do CEO fundador, a tabela acima traz os resultados da equação mais simples para o método dos MQO e estimador de Efeitos Aleatórios (equação 11). Para o estimador de Efeitos Fixos, é apresentado o resultado para a equação 12, que tem os maiores R^2 e maior significância para a variável CEOF.

Tabela 33: Resumo geral dos resultados obtidos (influência e significância)

Variável de Desempenho sem Outliers	Robustez: Controle Familiar Majoritário					Robustez: Controle Familiar e Companhias IBOVESPA		Robustez: Controle Família Fundadora e Companhias IBOVESPA	
	Teste Médias	Covariância	MQO	EF	EA	MQO	EA	MQO	EA
Valor de Mercado/Valor Contábil	positiva	positiva	positiva	negativa	positiva	negativa	positiva	negativa	negativa
Significância	10%		não	não	não	não	não	não	não
Q de Tobin	negativa	negativa	negativa	negativa	positiva	negativa	negativa	negativa	negativa
Significância	Não		não	não	não	não	não	não	não
Retorno sobre o Ativo (LL)	negativa	negativa	negativa	positiva	-				
Significância	1%		10%	não	não				
Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	negativa	negativa	negativa	positiva	-				
Significância	1%		5%	não	1%				

Esta tabela relata os resultados dos testes estatísticos e regressões efetuados para os testes de robustez com a definição mais restritiva de controle familiar e com a subamostragem para as companhias que compõem o IBOVESPA. Os resultados em negrito apresentam os modelos considerados mais adequados pelos de Hausman e Breusch-Pagan para cada uma das variáveis dependentes e independente de interesse. Os modelos de Efeitos Fixos tornam-se inviáveis para a subamostragem do IBOVESPA devido ao número pequeno de observações.

5 Considerações Finais

Duas dificuldades no estudo das companhias familiares repousam em sua própria definição e no meticuloso e demorado trabalho demandado para a coleta das informações necessárias para uma análise quantitativa. Como observado na seção 2.3.1, existem diversas maneiras – na sua maioria muito plausíveis – de definir a empresa familiar. Em muitos casos estas definições tratam de fatores difíceis de serem observados a partir de dados secundários, como por exemplo, “a intenção de transmitir a empresa a gerações futuras” ou se “os membros da família aceitam ou concordam que são responsáveis por sua própria empresa”. Sob o ponto de vista quantitativo, Villalonga e Amit (2004) propõem dez definições distintas, englobando a participação no quadro de diretores, o maior acionista, o maior acionista com direito a voto, o controle nas mãos de membros com laços de sangue, indivíduos da família sendo os controladores e detendo direito a pelo menos 20% dos votos e assim por diante. As diferentes definições podem levar a resultados finais contraditórios.

Este trabalho buscou evitar a discussão de uma miríade de possíveis definições mantendo o foco exclusivamente no controle, individual ou em bloco, por um grupo de pessoas físicas, que podem ou não ter laços de sangue. Isso, se por um lado empobrece o resultado do estudo do desempenho da empresa familiar, por outro viabiliza a obtenção de dados palpáveis e permitem o avanço do debate. Tal tratamento parece consistente, a partir da suposição de que com a manutenção do controle, as famílias ou indivíduos de alguma forma fazem com que suas vontades se manifestem na empresa, independentemente de sua presença no conselho administrativo ou em outras esferas administrativas da empresa. Neste sentido, o foco permaneceu na dimensão “poder” descrita por Klein *et al.* (2005). Especificamente para a participação na administração, a presença do *CEO* “familiar”, ao menos em sua primeira geração, é observado nos conjuntos de modelos econométricos aqui discutidos.

Outro aspecto relevante neste campo do desempenho de companhias familiares é a existência de poucas contribuições teóricas disponíveis, inclusive que fizeram com que esta pesquisa tivesse caráter exploratório. A achapante maioria dos trabalhos disponíveis tem caráter empírico e tendem a conter uma boa carga de especulação.

Com relação aos resultados propriamente ditos, observou-se que a quantidade de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA e que são controladas por famílias ou grupos de indivíduos é significativa. Também o é o número famílias controladoras que fundaram as

próprias companhias e que as mantêm. Por sua vez, a análise quantitativa mostrou-se menos significativa (sob o ponto de vista estatístico) que os trabalhos realizados pelos autores estrangeiros na Europa Ocidental e Estados Unidos, que sugerem que a empresa familiar é uma forma eficiente de estrutura. No caso nacional concluiu-se que existe um ligeiro (mas não significativo) prêmio no valor para as companhias familiares, mas que por outro lado existe prejuízo (significante) ao desempenho contábil. Maury (2006) sugere que o *family ownership may be more beneficial in legal environments where shareholders are protected*²⁴(p.324) e Anderson e Reeb (2003) *our results imply that in well-regulated and transparent markets family ownership in public firms reduces agency problems without leading to severe losses in decision making efficiency*²⁵(p.1324).

Este estudo é incipiente para a empresa familiar nacional e pode ser enriquecido e complementado de várias formas. Entre elas a avaliação contínua do percentual de controle familiar, transformando as variáveis dicotômicas “familiar-não familiar” ou “familiar majoritário-não familiar” em variáveis contínuas permitiria investigar a existência de percentuais ótimos para o controle familiar. Resultados mais ricos ainda poderiam advir do tratamento das companhias familiares como proposta por Klein *et al.* (2005), cujo proposta “quantifica” o quão familiar é uma organização, incluído questões culturais e a experiência (seção 2.3.1). Também a análise do desempenho dos descendentes comparados com as primeiras gerações no controle foi realizado em alguns dos trabalhos consultados e trazem resultados interessantes. Cabe mencionar ainda que o controle exercido por um único indivíduo versus vários e por uma família versus várias também poderia trazer resultados distintos e aumentar a compreensão sobre o tema.

Com relação ao desempenho propriamente dito, as diferenças nos resultados do desempenho de mercado em relação ao operacional (medido pelo retorno contábil) levam a algumas possíveis especulações. Se for considerado que o mercado precifica a empresa baseado nas expectativas futuras, os agentes poderiam estar associando o mau despenho operacional à investimentos em retornos futuros. Um estudo de eventos em companhias onde ocorre

²⁴ Tradução livre: a propriedade familiar deve ser mais benéfica em ambientes nos quais os acionistas tem proteção legal

²⁵ Tradução livre: nossos resultados implicam que, em mercados transparentes e bem regulados, a propriedade familiar reduz os problemas de agência sem causar problemas de eficiência no processo decisório.

transição entre o *status* controle individual ou familiar para o *status* não familiar e não individual (e vice-versa) poderia trazer outras informações interessantes para o entendimento desta aparente inconsistência desempenho de mercado – desempenho operacional.

Vale alertar, contudo, que todas estas análises esbarrarão no fator restritivo da coleta de dados para o estudo da organização familiar sob o ponto de vista quantitativo. Ou, nas palavras de Klein *et al.* (2005), as companhias familiares sempre têm seu lado secreto e intransponível ao olhar externo.

Sobre o desempenho do *CEO*, os resultados de que as companhias sob seu comando tendem a um desempenho de mercado superior à de seus pares administradas por *CEO* “profissionais” podem ser do interesse de investidores, conselhos de administração - que terão que em algum momento encontrar sucessores para estes *CEOs* - e dos próprios *CEOs*, para seus planos de sucessão. A existência de tamanhos e idades “ótimas” das companhias administradas sugere que este trabalho também possa ser enriquecido à luz das teorias administrativas relativas ao ciclo de vida das organizações. A permanência do *CEO* por tempo excessivo ou a sua manutenção no cargo para companhias que se agigantam pode levar à erosão do valor adicionado pelo *CEO* fundador.

6 Bibliografia

ADAMS, Renée; ALMEIDA, Heitor; FERREIRA, Daniel *Understanding the relationship between founder-CEO and firm performance* **Journal of Empirical Finance**. n. 16 p. 136–150, 2009.

ANDERSON, Ronald C.; REEB David M. *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500* **The Journal of Finance**. Vol. LVIII, n. 3, jun. 2003.

ASTRACHAN, Joseph H.; SHANKER, Melissa Carey: *Family businesses' contribution to the U.S. economy: A closer look*. **Family Business Review**, set. 2003.

BARROS, Lucas A. B. de C. *Decisões de Financiamento e de Investimento das Empresas sob a Ótica dos Gestores Otimistas e Excessivamente Confiantes* Tese de Doutorado (Doutorado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005

BARZEGAR, Bahran; BABU K. Nagendra *The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Iran* **The Icfai Journal of Applied Finance**, Vol. 14, n. 3, p. 43-55, mar. 2008. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1097476> Acesso em 26/4/2009.

BECHT, Marco; MAYER Colin *Corporate control in Europe* **Revue d'Économie Politique** v. 112, n. 4, p. 471-498, 2002.

BERGHOFF, Hartmut, *The End of Family Business? The Mittelstand and German Capitalism in Transition, 1949 -2000*. **Business History Review**. Verão de 2006.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **Os Economistas: a moderna sociedade anônima e a propriedade privada** (tradução de Dinah de Abreu Azevedo) São Paulo:Abril, 1984

BERTOLDI, Marcelo M. **Curso Avançado de Direito Comercial** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin **Princípios de Finanças Corporativas** 8a. ed. São Paulo:McGraw-Hill, 2008.

CARHART, Mark *On the Persistence in Mutual Fund Performance* **Journal of Finance** v. 52 p.52-82, 1997.

- CHO, Myeong-Hyeon *Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis* **Journal of Financial Economics** v. 47 p. 103-121, 1998.
- CLAESSENS, Stijn *et al.*- *Who Controls East Asian Corporations?* **World Bank Public Policy for the Private Sector Note**, 1999.
- COASE, Ronald H. **The Firm, the Market and the Law** Chicago: The University of Chicago Press, 1990.
- COLLI, Andrea, **The History of Family Business, 1850 – 2000**, Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- COOTER, Robert; ULEN, Thomas **Law and Economics** 5a. ed. Boston: The Addison-Wesley series in Economics, 2008
- DAILY, Catherine M.; DALTON, Dan R. *Financial Performance of Founder-Managed versus Professionally Managed Small Corporations* **Journal of Small Business Management** v. 30, n.2, p. 25 – 33, abr. 1992.
- DEMSETZ, Harold.; LEHN, Kenneth. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences* **Journal of Political Economy**, vol. 93 p. 1155-1177, 1985.
- DEMSETZ, Harold.; VILLALONGA, Belén. *Ownership Structure and Corporate Performance* **Journal of Corporate Finance**, vol. 7 n. 3 p. 209-233, set. 2001.
- DINIZ, Maria Helena **Dicionário Jurídico** 4v. São Paulo: Saraiva, 2005
- FAHLENBRACH, Rüdiger. *Founder-CEOs and Stock Market* Working paper, ago. 2007. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=606527> acesso em 12/5/2009.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B. de C. Q de *Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais* **Caderno de Pesquisas em Administração** v.07, n. 4, p. 27 – 43, out./dez. 2000.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. *Common Risk Factors in the Return on Bonds and Stocks* **Journal of Financial Economics**, n. 33, p. 3-53, 1993.
- FAMILY BUSINESS: *The Guide for Family Companies*, 2009 Disponível em <<http://www.familybusinessmagazine.com/WorldsLargestFBs.html>> acesso em 8/3/2009.

GLASER, Markus; WEBER, Martin *Overconfidence and trading volume* Working paper, abr. 2003. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=471925> acesso em 12/6/2009.

HARDIN, Garret; The Tragedy of the Commons, **Science** v. 162 p. 1243-1248. 13 dez. 1968. Disponível em <<http://www.sciencemag.org/cgi/content/full/162/3859/1243>> acesso em 1/5/2009.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, Glenn R.; PALIA, Darius *Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance* **Journal of Financial Economics** v. 53 p.353-384, 1999.

HOROWITZ, Joel L.; LOUGHRAN, TIM; Savin, N. E. *Three analyses of the firm size premium* **Journal of Empirical Finance** n. 7, p.143-153, 2000.

JAYARAMAN, Narayanan; KHORANA, Ajay; NELLING, Edward; COVIN, Jeffrey *CEO Founder Status and Firm Financial Performance* **Strategic Management Journal** v. 21 n. 12 p. 1215-1224, dez. 2000.

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

JOHNSTON, John; DiNARDO, John **Econometric Methods**, New York: McGraw Hill, 1997

KELLER, Gerald. e WARRACK Brian **Statistics for Management and Economics**. Pacific Grove: Brooks/Cole-Thomson Learning, 2003

KIM, Changwan *Management Ownership and Firm Performance* Tese de Doutorado (Doutorado em Economia). Universidade da Califórnia. Los Angeles, 2001

KLEIN, Sabine B.; *et al.*; *The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory*. **Entrepreneurship: Theory & Practice** 29, no. 3: 321-339, mai. 2005.

LAUTERBACH, Beni; VANINSKY, Alexander *Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Israel* **Journal of Management and Governance** n.3, p. 189-201, 1999

- LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L. C.; VALADARES, Silvia M. *Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto*. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002
- LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L. C. *Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)*. In: CHONG, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. (Org.). **Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America** p. 213-287, Palo Alto: Stanford University Press, 2007
- LICHT, Amir N.; SIEGEL, Jordan I. *The Social Dimensions of Entrepreneurship* In: **The Oxford Handbook of Entrepreneurship** (Orgs.) CASSON, Mark; YEUNG, Bernard; BASU, Anuradha; WADESON, Nigel London: Oxford University Press, 2006.
- MARKIN, Anthony *Family Ownership and Performance in Canada* Dissertação de Mestrado, Simon Fraser University. Columbia Britânica, 2004
- MAURY, Benjamin *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations* **Journal of Corporate Finance**, n. 12 p. 321-341, 2006.
- MING, Tee C.; GEE Chan S. *The Influence of Ownership Structure on the Corporate Performance of Malaysian Public Listed Companies* **ASEAN Economic Bulletin** Vol. 25. N. 2 p. 195-208, 2008
- MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis* **Journal of Financial Economics** Volume 20, Num. 1,2; p. 293 – 316, jan./mar. 1988
- NELTON, Sharon *Taking stock of family-owned firms* **Nation's Business**; Volume 84, Num. 10; p. 64, out. 1996
- NETTO, Antonio D. *O Espírito Animal* Valor Econômico, São Paulo, p. A2, 14 de abril de 2009
- NEUBAUER, Fred.; LANK, Alden. G.: **Family Business: Its Governance for Sustainability**, London: McMillan Press Ltd., 1998.
- OKIMURA, Rodrigo T. *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor de Desempenho das Empresas no Brasil*. Dissertação de Mestrado. (Mestrado em Administração) Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

OSTROM, Elinor; NAGENDRA, Harini *Governing the Commons in the New Millenium: A Diversity of Institutions for Natural Resource Management* **The Encyclopedia of Earth**, ago. 2008. Disponível em <www.eoearth.org>. Acesso em 16/10/2009.

PEDERSEN, Torben; THOMSEN, Steen. *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The importance of Owner Identity*, **Journal of management and Governance** 7, p. 27 – 55, 2003.

POUTZIOURIS, Panikkos. *The UK Family Business PLC Economy*, **Institute for Family Business (UK)**, London, 2006. Disponível em <<http://www.ifb.org.uk/media/6677/theukfamilybusinessplceconomy.pdf>> acesso em 5/4/2009.

ROGERS, Pablo; DAMI, Anamalia B. T.; RIBEIRO, Korem C. de S.; SOUZA, Almir F. de *Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences* **Corporate Ownership and Control**, Vol. 5, Issue 2, p. 36 a 54. 2008.

SCIASCIA, Salvatore; MAZZOLA, Pietro, *Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance*, **Family Business Review**, vol. XXI, no. 4, dez. 2008.

SEBRAE, *Boletim Estatístico da Pequena e Média Empresa*, **Observatório SEBRAE**, 1º. Semestre de 2005.

SHANE, Scott; VENKATRAMAN, S. *The promise of Entrepreneurship as a Filed of Research* **Academy of management Review**, v. 25, n.1 p 217-226 2000.

SHEA, Hubert. *Family Firms: Controversies over Corporate Governance, Performance, and Management* **SSRN Working Paper**, set. 2006 Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=934025>. Acesso em 5/4/2009.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert A *Survey of Corporate Governance* **Journal of Finance**, v. 52, n.2 p. 737 – 783, 1997

SILVA, Edson C. da. **Governança Corporativa nas Empresas**, São Paulo: Editora Atlas, 2006

SILVEIRA, Alexandre M. da; BARROS, Lucas A. B. de C. *Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil*. Working Paper, jun. 2007. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=923310>> acesso em 6/6/2009.

SILVEIRA, Alexandre M. da; LANZANA, Ana P., BARROS, Lucas A. B. de C.; FAMÁ, Rubens *Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras* **Revista de Administração**, v.39, n. 4, p. 362 – 372, 2004.

SIQUEIRA, Tagore V. de *Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto* **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n.10, dez. 1998

SMITH, Adam **Os Economistas: A riqueza das nações investigação sobre sua natureza e suas causas** (Tradução de Luiz João Baraúna) São Paulo: Abril, 1983.

STEVENSON, Howard H. *Intellectual Foundations of Entrepreneurship In: WELSH, Harold P. (Org.) Entrepreneurship The Way Ahead*. New York: Routledge, 2004.

THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben. *Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies*, **Strategic Management Journal**, n. 21, p. 689 – 705, 2000.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael *How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?* Working Paper, dez. 2004. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556032> acesso em 21/5/2009

WEI, Gang *Ownership Structure, Corporate Governance and Company Performance in China* **Asia Pacific Business Review** Vol. 13, n. 4, p. 519–545, out. 2007

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria – Uma Abordagem Moderna** (Tradução de Rogério Souza e José Ferreira) São Paulo: Thomson Learning, 2007.

Apêndice A – Lista e classificação das empresas da amostra

Classificação: n=não; s=sim; correspondendo aos valores binários 0 e 1 respectivamente nas regressões e cálculos estatísticos. “?” indica que a informação não estava disponível e a observação/empresa foi eliminada da amostra para o modelo econométrico que utilizava esta informação

A lista inclui os *outliers*.

Observação	Empresa	Ano	Nome do CEO	Data Eleição (trunco em 2006)	CEO é Fundador	Control e Família	Control e Família Majoritário	Control e Família Fundadora
1	Abnote	2008	Sidney Levy	2006	n	n	n	n
2	Abnote	2007	Sidney Levy	2006	n	n	n	n
3	Abnote	2006	Sidney Levy	2006	n	n	n	n
4	Abyara	2008	Asterio Vaz Safatle	2009	n	n	n	n
5	Abyara	2007						
6	Abyara	2006						
7	Aco Altona	2008	ALCANTARO CORRÊA	2006	n	s	s	s
8	Aco Altona	2007	ALCANTARO CORRÊA	2006	n	s	s	s
9	Aco Altona	2006	ALCANTARO CORRÊA	2006	n	s	s	s
10	Acos Vill	2008	André Bier Gerdau Johannpeter	2009	n	n	n	n
11	Acos Vill	2007	JOSÉ JOAQUÍN SALAZAR PATERNAIN	2006	n	n	n	n
12	Acos Vill	2006	JOSÉ JOAQUÍN SALAZAR PATERNAIN	2006	n	n	n	n
13	AES Elpa	2008	Britaldo Pedrosa Soares	2007	n	n	n	n
14	AES Elpa	2007	Britaldo Pedrosa Soares	2007	n	n	n	n
15	AES Elpa	2006	Ricardo Alberto Loss Vincens	2006	n	n	n	n
16	AES Tiete	2008	Britaldo Pedrosa Soares	2008	n	n	n	n
17	AES Tiete	2007	Eduardo José Bernini	2006	n	n	n	n
18	AES Tiete	2006	Eduardo José Bernini	2006	n	n	n	n
19	Agra Incorp	2008	Luiz Roberto Horst Silveira Pinto	2007	s	s	n	n
20	Agra Incorp	2007	Luiz Roberto Horst Silveira Pinto	2007	s	s	n	n
21	Agra Incorp	2006						
22	ALL Amer Lat	2008	Bernardo Vieira Hees	2006	n	n	n	n
23	ALL Amer Lat	2007	Bernardo Vieira Hees	2006	n	n	n	n
24	ALL Amer Lat	2006	Bernardo Vieira Hees	2006	n	n	n	n

Amer Lat

25	Alpargatas	2008	Márcio Luiz Simões Utsch	2006	n	s	s	n
26	Alpargatas	2007	Márcio Luiz Simões Utsch	2006	n	s	s	n
27	Alpargatas	2006	Márcio Luiz Simões Utsch	2006	n	s	s	n
28	Ambev	2008	Luiz Fernando Ziegler de Saint Edmond	2006	n	n	n	n
29	Ambev	2007	Luiz Fernando Ziegler de Saint Edmond	2006	n	n	n	n
30	Ambev	2006	Luiz Fernando Ziegler de Saint Edmond	2006	n	n	n	n
31	Amil	2008	EDSON DE GODOY BUENO	2009	s	s	s	s
32	Amil	2007						
33	Amil	2006						
34	Anhangue ra	2008	Antonio Carbonari Netto	2006	s	s	s	n
35	Anhangue ra	2007	Antonio Carbonari Netto	2006	s	s	s	n
36	Anhangue ra	2006						
37	Aracruz	2008	CARLOS AUGUSTO LIRA AGUIAR	2006	n	n	n	n
38	Aracruz	2007	CARLOS AUGUSTO LIRA AGUIAR	2006	n	n	n	n
39	Aracruz	2006	CARLOS AUGUSTO LIRA AGUIAR	2006	n	n	n	n
40	Arcelor BR	2008						
41	Arcelor BR	2007						
42	Arcelor BR	2006	José Armando de Figueredo Campos	2007	n	n	n	n
43	Arthur Lange	2008	Érico Da Silva Ribeiro	2006	n	s	s	n
44	Arthur Lange	2007	Érico Da Silva Ribeiro	2006	n	s	s	n
45	Arthur Lange	2006	Érico Da Silva Ribeiro	2006	n	s	s	n
46	Bahema	2008	CARLOS EDUARDO AFFONSO FERREIRA	2007	n	s	s	s
47	Bahema	2007	CARLOS EDUARDO AFFONSO FERREIRA	2007	n	s	s	s
48	Bahema	2006	Manuel Alceu Affonso Ferreira	2006	n	s	s	s
49	Bardella	2008	JOSÉ ROBERTO MENDES DA SILVA	2006	n	s	s	s
50	Bardella	2007	JOSÉ ROBERTO MENDES DA SILVA	2006	n	s	s	s
51	Bardella	2006	JOSÉ ROBERTO MENDES DA SILVA	2006	n	s	s	s
52	Battistella	2008	Gerson Maurício Schmitt	2007	n	s	s	s
53	Battistella	2007	Gerson Maurício Schmitt	2007	n	s	s	s
54	Battistella	2006						
55	Bematech	2008	Marcel Martins Malczewski	2007	s	s	n	s
56	Bematech	2007	Marcel Martins Malczewski	2007	s	s	n	s
57	Bematech	2006						
58	Bombril	2008	Gustavo Hassum Ramos	2006	n	n	n	n
59	Bombril	2007	Gustavo Hassum Ramos	2006	n	n	n	n
60	Bombril	2006	Cláudio Del Valle	2006	n	n	n	n
61	Br Brokers	2008	Sérgio Newlands Freire	2009	n	n	n	n

62	Br Brokers	2007						
63	Br Brokers	2006						
64	BR Malls Par	2008	Carlos Medeiros Silva Neto	2007	n	n	n	n
65	BR Malls Par	2007	Carlos Medeiros Silva Neto	2007	n	n	n	n
66	BR Malls Par	2006						
67	Bradespar	2008	João Moisés de Oliveira	2006	n	n	n	n
68	Bradespar	2007	João Moisés de Oliveira	2006	n	n	n	n
69	Bradespar	2006	João Moisés de Oliveira	2006	n	n	n	n
70	Brasil T Par	2008	Luiz Eduardo Falco Pires Correa	2009	n	n	n	n
71	Brasil T Par	2007	Ricardo Knoepfelmacher	2006	n	n	n	n
72	Brasil T Par	2006	Ricardo Knoepfelmacher	2006	n	n	n	n
73	Brasil Telec	2008	Luiz Eduardo Falco Pires Correa	2009	n	n	n	n
74	Brasil Telec	2007	Ricardo Knoepfelmacher	2006	n	n	n	n
75	Brasil Telec	2006	Ricardo Knoepfelmacher	2006	n	n	n	n
76	BrasilAgr o	2008	Julio Cesar de Toledo Piza Neto	2008	n	n	n	n
77	BrasilAgr o	2007	Ivo Alves da Cunha	2006	n	n	n	n
78	BrasilAgr o	2006						
79	Braskem	2008	Bernardo Afonso de Almeida Gradin	2009	n	s	s	n
80	Braskem	2007	JOSÉ CARLOS GRUBISICH FILHO	2006	n	s	s	n
81	Braskem	2006	JOSÉ CARLOS GRUBISICH FILHO	2006	n	s	s	n
82	Brasmotor	2008	José Aurélio Drummond Junior	2009	n	n	n	n
83	Brasmotor	2007	Paulo Frederico M. de Oliveira Periquito	2006	n	n	n	n
84	Brasmotor	2006	Paulo Frederico M. de Oliveira Periquito	2006	n	n	n	n
85	Brookfield	2008	Nicholas Vincent Reade	2008	n	n	n	n
86	Brookfield	2007	Marcos Levy	2006	n	n	n	n
87	Brookfield	2006						
88	CC Des Imob	2008	Marcelo Gusmão de Figueiredo Mendes	2007	n	s	s	s
89	CC Des Imob	2007	Marcelo Gusmão de Figueiredo Mendes	2007	n	s	s	s
90	CC Des Imob	2006						
91	CCR Rodovias	2008	Renato Alves Vale	2006	n	s	n	n
92	CCR Rodovias	2007	Renato Alves Vale	2006	n	s	n	n
93	CCR Rodovias	2006	Renato Alves Vale	2006	n	s	n	n
94	CEB	2008	BENEDITO APARECIDO CARRARO	2009	n	n	n	n
95	CEB	2007	JOSÉ JORGE DE VASCONCELOS	2007	n	n	n	n
96	CEB	2006	ROGÉRIO VILLAS BOAS TEIXEIRA DE CARVALHO	2006	n	n	n	n
97	Celesc	2008	EDUARDO PINHO MOREIRA	2007	n	n	n	n

98	Celesc	2007 EDUARDO PINHO MOREIRA	2007	n	n	n	n
99	Celesc	2006 EDUARDO PINHO MOREIRA	2007	n	n	n	n
100	Celpe	2008 José Humberto Castro	2006	n	n	n	n
101	Celpe	2007 José Humberto Castro	2006	n	n	n	n
102	Celpe	2006 Roberto Manoel Guedes Alcoforado	2006	n	n	n	n
103	Cemig	2008 DJALMA BASTOS DE MORAIS	2006	n	n	n	n
104	Cemig	2007 DJALMA BASTOS DE MORAIS	2006	n	n	n	n
105	Cemig	2006 DJALMA BASTOS DE MORAIS	2006	n	n	n	n
106	Cesp	2008 Guilherme Augusto Cirne de Toledo	2006	n	n	n	n
107	Cesp	2007 Guilherme Augusto Cirne de Toledo	2006	n	n	n	n
108	Cesp	2006 Guilherme Augusto Cirne de Toledo	2006	n	n	n	n
109	Chiarelli	2008 Caio Albino de Souza	2008	n	s	s	s
110	Chiarelli	2007 Manoel Inácio Pinto	2007	n	s	s	s
111	Chiarelli	2006 João Luiz Nogueira de Macedo	2006	n	s	s	s
112	Cia Hering	2008 FABIO HERING	2009	n	s	n	s
113	Cia Hering	2007 IVO HERING	2006	n	s	n	s
114	Cia Hering	2006 IVO HERING	2006	n	s	n	s
115	Cobrasma	2008 Luis Eulalio de Bueno Vidigal Filho	2006	n	s	s	s
116	Cobrasma	2007 Luis Eulalio de Bueno Vidigal Filho	2006	n	s	s	s
117	Cobrasma	2006 Luis Eulalio de Bueno Vidigal Filho	2006	n	s	s	s
118	Coelba	2008 MOISES AFONSO SALES FILHO	2006	n	n	n	n
119	Coelba	2007 MOISES AFONSO SALES FILHO	2006	n	n	n	n
120	Coelba	2006 MOISES AFONSO SALES FILHO	2006	n	n	n	n
121	Coelce	2008 ABEL ALVES ROCHINHA	2007	n	n	n	n
122	Coelce	2007 ABEL ALVES ROCHINHA	2007	n	n	n	n
123	Coelce	2006 Cristián Eduardo Fierro Montes	2006	n	n	n	n
124	Comgas	2008 LUIS AUGUSTO DOMENECH	2006	n	n	n	n
125	Comgas	2007 LUIS AUGUSTO DOMENECH	2006	n	n	n	n
126	Comgas	2006 LUIS AUGUSTO DOMENECH	2006	n	n	n	n
127	Company	2008					
128	Company	2007 Walter Francisco Lafemina	2006	n	n	n	n
129	Company	2006 Walter Francisco Lafemina	2006	s	s	n	n
130	Confab	2008 Roberto Caiuby Vidigal	2008	n	n	n	n
131	Confab	2007 Roberto Caiuby Vidigal	2008	n	n	n	n
132	Confab	2006 Emyr Elias Berbare	2006	n	n	n	n
133	Contax	2008 FRANCIS JAMES LEAHY MEANEY	2006	n	n	n	n
134	Contax	2007 FRANCIS JAMES LEAHY MEANEY	2006	n	n	n	n
135	Contax	2006 FRANCIS JAMES LEAHY MEANEY	2006	n	n	n	n
136	Copasa	2008 Márcio Augusto Vasconcelos Nunes	2006	n	n	n	n
137	Copasa	2007 Márcio Augusto Vasconcelos Nunes	2006	n	n	n	n
138	Copasa	2006 Márcio Augusto Vasconcelos Nunes	2006	n	n	n	n
139	Copel	2008 Rubens Ghilardi	2006	n	n	n	n
140	Copel	2007 Rubens Ghilardi	2006	n	n	n	n
141	Copel	2006 Rubens Ghilardi	2006	n	n	n	n
142	Copesul	2008					

143	Copesul	2007					
144	Copesul	2006 LUIZ FERNANDO CIRNE LIMA	2006	n	n	n	n
145	Cosan	2008 RUBENS OMETTO SILVEIRA MELLO	2006	s	?	?	s
146	Cosan	2007 RUBENS OMETTO SILVEIRA MELLO	2006	s	?	?	s
147	Cosan	2006 RUBENS OMETTO SILVEIRA MELLO	2006	s	s	s	s
148	Coteminas	2008 Josué Christiano Gomes da Silva	2006	n	s	s	s
149	Coteminas	2007 Josué Christiano Gomes da Silva	2006	n	s	s	s
150	Coteminas	2006 Josué Christiano Gomes da Silva	2006	n	s	s	s
151	CPFL Energia	2008 Wilson P. Ferreira Júnior	2006	n	n	n	n
152	CPFL Energia	2007 Wilson P. Ferreira Júnior	2006	n	n	n	n
153	CPFL Energia	2006 Wilson P. Ferreira Júnior	2006	n	n	n	n
154	Cremer	2008 JOSÉ ALEXANDRE CARNEIRO BORGES	2009	n	n	n	n
155	Cremer	2007 ANTONIO CESAR GODOY DA SILVA	2006	n	n	n	n
156	Cremer	2006					
157	CSU CardSystem	2008 Marcos Ribeiro Leite	2007	n	n	n	n
158	CSU CardSystem	2007 Marcos Ribeiro Leite	2007	n	n	n	n
159	CSU CardSystem	2006					
160	Cyre Com-ccp	2008 Bruno Laskowsky	2008	n	n	n	n
161	Cyre Com-ccp	2007					
162	Cyre Com-ccp	2006					
163	Cyrela Realty	2008 ELIE HORN	2006	s	s	n	s
164	Cyrela Realty	2007 ELIE HORN	2006	s	s	n	s
165	Cyrela Realty	2006 ELIE HORN	2006	s	s	n	s
166	Dasa	2008 Marcelo Noll Barboza	2008	n	n	n	n
167	Dasa	2007 Marcelo Marques Moreira Filho	2006	n	n	n	n
168	Dasa	2006 Marcelo Marques Moreira Filho	2006	n	s	n	s
169	Datasul	2008					
170	Datasul	2007 Jorge Steffens	2006	n	n	n	n
171	Datasul	2006					
172	Dixie Toga	2008 NELSON FAZENDA	2006	n	n	n	n
173	Dixie Toga	2007 NELSON FAZENDA	2006	n	n	n	n
174	Dixie Toga	2006 NELSON FAZENDA	2006	n	n	n	n
175	Drogasil	2008 Cláudio Roberto Ely	2006	n	n	n	n
176	Drogasil	2007 Cláudio Roberto Ely	2006	n	n	n	n
177	Drogasil	2006 Cláudio Roberto Ely	2006	n	s	s	s

178	Duratex	2008 HENRI PENCHAS	2008	n	s	n	s
179	Duratex	2007 PAULO SETUBAL - NETO	2006	n	s	n	s
180	Duratex	2006 PAULO SETUBAL - NETO	2006	n	s	n	s
181	Ecodiesel	2008 José Carlos Aguilera Fernandes	2008	n	?	n	n
182	Ecodiesel	2007 ?		n	?	n	n
183	Ecodiesel	2006					
184	Elekeiroz	2008 Paulo Setubal Neto	2006	n	s	s	n
185	Elekeiroz	2007 Paulo Setubal Neto	2006	n	s	s	n
186	Elekeiroz	2006 Paulo Setubal Neto	2006	n	s	s	n
187	Elektro	2008 Carlos Marcio Ferreira	2007	n	n	n	n
188	Elektro	2007 Carlos Marcio Ferreira	2007	n	n	n	n
189	Elektro	2006 Orlando R. González	2006	n	n	n	n
190	Eletrobras	2008 José Antonio Muniz Lopes	2007	n	n	n	n
191	Eletrobras	2007 José Antonio Muniz Lopes	2007	n	n	n	n
192	Eletrobras	2006 Valter Luiz Cardeal	2007	n	n	n	n
193	Eletropaulo	2008 Britaldo Pedrosa Soares	2006	n	n	n	n
194	Eletropaulo	2007 Britaldo Pedrosa Soares	2006	n	n	n	n
195	Eletropaulo	2006 Eduardo José Bernini	2006	n	n	n	n
196	EMAE	2008 Guilherme Augusto Cirne de Toledo	2006	n	n	n	n
197	EMAE	2007 Guilherme Augusto Cirne de Toledo	2006	n	n	n	n
198	EMAE	2006 Guilherme Augusto Cirne de Toledo	2006	n	n	n	n
199	Embraer	2008 Frederico Pinheiro Fleury Curado	2006	n	n	n	n
200	Embraer	2007 Frederico Pinheiro Fleury Curado	2006	n	n	n	n
201	Embraer	2006 Maurício Novis Botelho	2006	n	n	n	n
202	Embratel Part	2008 JOSÉ FORMOSO MARTÍNEZ	2008	n	n	n	n
203	Embratel Part	2007		n	n	n	n
204	Embratel Part	2006 CARLOS HENRIQUE MOREIRA	2006	n	n	n	n
205	Energias BR	2008 Antonio Manuel Barreto Pita de Abreu	2006	n	n	n	n
206	Energias BR	2007 Antonio Manuel Barreto Pita de Abreu	2006	n	n	n	n
207	Energias BR	2006 Antonio Manuel Barreto Pita de Abreu	2006	n	n	n	n
208	Energisa	2008 Ricardo Perez Botelho	2008	n	n	n	n
209	Energisa	2007					
210	Energisa	2006					
211	Equatorial	2008 CARLOS AUGUSTO LEONE PIANI	2008	n	n	n	n
212	Equatorial	2007 OCTAVIO CÔRTEZ PEREIRA LOPES	2006	n	n	n	n
213	Equatorial	2006					
214	Estacio	2008 Eduardo Alcalay	2008	n	?	?	?
215	Estacio	2007					
216	Estacio	2006					
217	Estrela	2008 CARLOS ANTONIO TILKIAN	2009	n	s	s	s
218	Estrela	2007 CARLOS ANTONIO TILKIAN	2006	n	s	s	s
219	Estrela	2006 CARLOS ANTONIO TILKIAN	2006	n	s	s	s

220	Eternit	2008 Elio Antonio Martins	2006	n	n	n	n
221	Eternit	2007 Elio Antonio Martins	2006	n	n	n	n
222	Eternit	2006 Elio Antonio Martins	2006	n	n	n	n
223	Eucatex	2008 Flávio Maluf	2006	n	s	n	s
224	Eucatex	2007 Flávio Maluf	2006	n	s	n	s
225	Eucatex	2006 Flávio Maluf	2006	n	s	s	s
226	Even	2008 Carlos Eduardo Terepins	2007	n	n	n	n
227	Even	2007 Carlos Eduardo Terepins	2007	n	n	n	n
228	Even	2006					
229	Eztec	2008 Flávio Ernesto Zarzur	2008	s	s	n	s
230	Eztec	2007					
231	Eztec	2006					
232	Fer Heringer	2008 Dalton Carlos Heringer	2007	n	s	s	s
233	Fer Heringer	2007 Dalton Carlos Heringer	2007	n	s	s	s
234	Fer Heringer	2006					
235	Ferbasa	2008 Geraldo de Oliveira Lopes	2008	n	s	s	s
236	Ferbasa	2007 Gilvan Rodrigues Durão Filho	2006	n	s	s	s
237	Ferbasa	2006 Gilvan Rodrigues Durão Filho	2006	n	s	s	s
238	Forjas Taurus	2008 LUIS FERNANDO COSTA ESTIMA	2006	n	s	s	s
239	Forjas Taurus	2007 LUIS FERNANDO COSTA ESTIMA	2006	n	s	s	s
240	Forjas Taurus	2006 LUIS FERNANDO COSTA ESTIMA	2006	n	s	s	s
241	Fosfertil	2008 VITAL JORGE LOPES	2006	n	n	n	n
242	Fosfertil	2007 VITAL JORGE LOPES	2006	n	n	n	n
243	Fosfertil	2006 VITAL JORGE LOPES	2006	n	n	n	n
244	Fras-Le	2008 Raul Anselmo Randon	2006	n	s	s	n
245	Fras-Le	2007 Raul Anselmo Randon	2006	n	s	s	n
246	Fras-Le	2006 Raul Anselmo Randon	2006	n	s	s	n
247	Gafisa	2008 Wilson Amaral de Oliveira	2006	n	n	n	n
248	Gafisa	2007 Wilson Amaral de Oliveira	2006	n	n	n	n
249	Gafisa	2006 Wilson Amaral de Oliveira	2006	n	n	n	n
250	Gazola	2008					
251	Gazola	2007 ODILON ANDRÉ SUPERTI	2006	n	n	n	n
252	Gazola	2006 ODILON ANDRÉ SUPERTI	2006	n	n	n	n
253	Gerdau	2008 ANDRÉ BIER GERDAU JOHANNPETER	2006	n	s	s	s
254	Gerdau	2007 ANDRÉ BIER GERDAU JOHANNPETER	2006	n	s	s	s
255	Gerdau	2006 ANDRÉ BIER GERDAU JOHANNPETER	2006	n	s	s	s
256	Gerdau Met	2008 ANDRÉ BIER JOHANNPETER	2006	n	s	s	s
257	Gerdau Met	2007 ANDRÉ BIER JOHANNPETER	2006	n	s	s	s
258	Gerdau Met	2006 ANDRÉ BIER JOHANNPETER	2006	n	s	s	s
259	Globex	2008 Manoel Luiz Ferrão de Amorim	2007	n	n	n	n
260	Globex	2007 Manoel Luiz Ferrão de Amorim	2007	n	n	n	n

261	Globex	2006 Francisco Roberto André Gros	2006	n	n	n	n
262	Gol	2008 CONSTANTINO DE OLIVEIRA JUNIOR	2006	n	s	s	s
263	Gol	2007 CONSTANTINO DE OLIVEIRA JUNIOR	2006	n	s	s	s
264	Gol	2006 CONSTANTINO DE OLIVEIRA JUNIOR	2006	n	s	s	s
265	Gradiente	2008					
266	Gradiente	2007					
267	Gradiente	2006 Eugênio Emílio Staub	2006	s	s	s	s
268	Grazziotin	2008 Gilson Valentin Grazziotin	2007	n	s	s	s
269	Grazziotin	2007 Gilson Valentin Grazziotin	2007	n	s	s	s
270	Grazziotin	2006 Tranquilo Grazziotin	2006	s	s	s	s
271	Grendene	2008 Alexandre Grendene Bartelle	2006	n	s	s	s
272	Grendene	2007 Alexandre Grendene Bartelle	2006	n	s	s	s
273	Grendene	2006 Alexandre Grendene Bartelle	2006	n	s	s	s
274	Guarani	2008 JACYR DA SILVA COSTA FILHO	2008	n	n	n	n
275	Guarani	2007					
276	Guarani	2006					
277	Guararapes	2008 NEVALDO ROCHA	2006	n	s	s	s
278	Guararapes	2007 NEVALDO ROCHA	2006	n	s	s	s
279	Guararapes	2006 NEVALDO ROCHA	2006	n	s	n	s
280	GVT Holding	2008 Amos Genish	2007	n	n	n	n
281	GVT Holding	2007 Amos Genish	2007	n	n	n	n
282	GVT Holding	2006					
283	Haga S/A	2008 JOSÉ LUIZ ABICALIL	2008	n	n	n	n
284	Haga S/A	2007					
285	Haga S/A	2006					
286	Helbor	2008 Henrique Borenstein	2009	s	s	s	s
287	Helbor	2007					
288	Helbor	2006					
289	Hoteis Othon	2008 Paulo Brito Bezerra de Mello Júnior	2006	n	s	n	s
290	Hoteis Othon	2007 Paulo Brito Bezerra de Mello Júnior	2006	n	s	n	s
291	Hoteis Othon	2006 Paulo Brito Bezerra de Mello Júnior	2006	n	s	n	s
292	Hypermarcas	2008 Nelson José de Mello	2008	n	s	?	s
293	Hypermarcas	2007					
294	Hypermarcas	2006					
295	Ideiasnet	2008 Luis Alberto Monteiro Lobato Reategui	2009	n	n	n	n
296	Ideiasnet	2007 Carlos Mário Almeida	2007	n	n	n	n
297	Ideiasnet	2006 Carlos Mário Almeida	2007	n	n	n	n
298	Ienergia	2008 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2009	n	n	n	n
299	Ienergia	2007					

300	Ienergia	2006					
301	Iguatemi	2008 Carlos Jereissati	2007	n	s	?	s
302	Iguatemi	2007 Carlos Jereissati	2007	n	s	?	s
303	Iguatemi	2006					
304	Inds Romi	2008 Livaldo Aguiar dos Santos	2009	n	n	n	n
305	Inds Romi	2007 Américo Emílio Romi Neto	2006	n	s	n	s
306	Inds Romi	2006 Américo Emílio Romi Neto	2006	n	s	s	s
307	Inepar	2008 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2006	n	s	s	s
308	Inepar	2007 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2006	n	s	s	s
309	Inepar	2006 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2006	n	s	s	s
310	Inepar Tel	2008 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2006	n	s	s	s
311	Inepar Tel	2007 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2006	n	s	s	s
312	Inepar Tel	2006 ATILANO DE OMS SOBRINHO	2006	n	s	s	s
313	Inpar S/A	2008 Alvaro Luís Afonso Simões	2009	n	n	n	n
314	Inpar S/A	2007					
315	Inpar S/A	2006					
316	Invest Tur	2008 José Romeu Ferraz Neto	2009	s	n	n	n
317	Invest Tur	2007					
318	Invest Tur	2006					
319	Iochp-Maxion	2008 DAN IOSCHPE	2006	n	n	n	n
320	Iochp-Maxion	2007 DAN IOSCHPE	2006	n	s	n	s
321	Iochp-Maxion	2006 DAN IOSCHPE	2006	n	s	n	s
322	Ipiranga Dis	2008					
323	Ipiranga Dis	2007 Leocadio de Almeida Antunes Filho	2006	n	n	n	n
324	Ipiranga Dis	2006 Leocadio de Almeida Antunes Filho	2006	n	n	n	n
325	Ipiranga Pet	2008					
326	Ipiranga Pet	2007 LEOCADIO DE ALMEIDA ANTUNES FILHO	2007	n	n	n	n
327	Ipiranga Pet	2006 LEOCADIO DE ALMEIDA ANTUNES FILHO	2007	n	n	n	n
328	Ipiranga Ref	2008					
329	Ipiranga Ref	2007 CARLOS ALBERTO MARTINS BASTOS	2006	n	n	n	n
330	Ipiranga Ref	2006 CARLOS ALBERTO MARTINS BASTOS	2006	n	n	n	n
331	Itausa	2008 ALFREDO EGYDIO ARRUDA VILLELA FILHO	2009	n	s	n	s
332	Itausa	2007 OLAVO EGYDIO SETUBAL	2006	n	s	n	s
333	Itausa	2006 OLAVO EGYDIO SETUBAL	2006	n	s	n	s
334	Itautec	2008 PAULO SETUBAL NETO	2006	n	s	n	s
335	Itautec	2007 PAULO SETUBAL NETO	2006	n	s	n	s
336	Itautec	2006 PAULO SETUBAL NETO	2006	n	s	n	s
337	J B Duarte	2008 LAODSE DENIS DE ABREU DUARTE	2006	n	s	s	s
338	J B Duarte	2007 LAODSE DENIS DE ABREU DUARTE	2006	n	s	s	s

339	J B Duarte	2006 LAODSE DENIS DE ABREU DUARTE	2006	n	s	s	s
340	JBS	2008 Joesley Mendonça Batista	2007	n	s	s	s
341	JBS	2007 Joesley Mendonça Batista	2007	n	s	s	s
342	JBS	2006					
343	JHSF Part	2008 José Auriemo Neto	2006	n	s	s	s
344	JHSF Part	2007 José Auriemo Neto	2006	n	s	s	s
345	JHSF Part	2006					
346	Joao Fortes	2008 FRANCISCO DE ALMEIDA E SILVA	2007	n	s	s	n
347	Joao Fortes	2007 FRANCISCO DE ALMEIDA E SILVA	2007	n	s	n	n
348	Joao Fortes	2006 Márcio João De Andrade Fortes	2006	n	s	n	s
349	Karsten	2008 LUCIANO ERIC REIS	2006	n	s	s	s
350	Karsten	2007 LUCIANO ERIC REIS	2006	n	s	s	s
351	Karsten	2006 CARLOS ODEBRECHT	2006	n	s	s	s
352	Kepler Weber	2008 ANASTÁCIO UBALDINO FERNANDES FILHO	2006	n	n	n	n
353	Kepler Weber	2007 ANASTÁCIO UBALDINO FERNANDES FILHO	2006	n	n	n	n
354	Kepler Weber	2006 ANASTÁCIO UBALDINO FERNANDES FILHO	2006	n	n	n	n
355	Klabin S/A	2008 REINOLDO POERNBACHER	2009	n	s	s	s
356	Klabin S/A	2007 MIGUEL SAMPOL POU	2006	n	s	s	s
357	Klabin S/A	2006 MIGUEL SAMPOL POU	2006	n	s	s	s
358	Klabinseg all	2008 Sergio de Toledo Segall	2007	s	s	n	s
359	Klabinseg all	2007 Sergio de Toledo Segall	2007	s	s	n	s
360	Klabinseg all	2006					
361	Kroton	2008 Walter Luiz Diniz Braga	2007	s	s	s	s
362	Kroton	2007					
363	Kroton	2006					
364	Le Lis Blanc	2008 Alexandre Calixto Afrange	2009	n	n	n	n
365	Le Lis Blanc	2007					
366	Le Lis Blanc	2006					
367	Leco	2008					
368	Leco	2007 CARLOS ALBERTO MANSUR	2006	n	s	s	n
369	Leco	2006 CARLOS ALBERTO MANSUR	2006	n	s	s	n
370	Light S/A	2008 JOSÉ LUIZ ALQUERÉS	2006	n	n	n	n
371	Light S/A	2007 JOSÉ LUIZ ALQUERÉS	2006	n	n	n	n
372	Light S/A	2006 JOSÉ LUIZ ALQUERÉS	2006	n	n	n	n
373	Lix da Cunha	2008 JOSE CARLOS VALENTE DA CUNHA	2006	n	s	s	s
374	Lix da Cunha	2007 JOSE CARLOS VALENTE DA CUNHA	2006	n	s	s	s
375	Lix da Cunha	2006 JOSE CARLOS VALENTE DA CUNHA	2006	n	s	s	s
376	Localiza	2008 JOSÉ SALIM MATTAR JÚNIOR	2006	s	n	n	n

377	Localiza	2007 JOSÉ SALIM MATTAR JÚNIOR	2006	s	n	n	n
378	Localiza	2006 JOSÉ SALIM MATTAR JÚNIOR	2006	s	s	s	s
379	Log-In	2008 MAURO OLIVEIRA DIAS	2008	n	n	n	n
380	Log-In	2007					
381	Log-In	2006					
382	Lojas Americ	2008 MIGUEL GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ	2006	n	s	s	n
383	Lojas Americ	2007 MIGUEL GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ	2006	n	s	s	n
384	Lojas Americ	2006 MIGUEL GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ	2006	n	s	s	n
385	Lojas Renner	2008 JOSÉ GALLÓ	2006	n	n	n	n
386	Lojas Renner	2007 JOSÉ GALLÓ	2006	n	n	n	n
387	Lojas Renner	2006 JOSÉ GALLÓ	2006	n	n	n	n
388	Lopes Brasil	2008 Marcos Bulle Lopes	2008	n	s	n	s
389	Lopes Brasil	2007 Marcos Bulle Lopes	2008	n	s	n	s
390	Lopes Brasil	2006					
391	Lupatech	2008 NESTOR PERINI	2007	s	n	n	n
392	Lupatech	2007 NESTOR PERINI	2007	s	n	n	n
393	Lupatech	2006					
394	M G Poliest	2008 José Veiga Veiga	2006	n	n	n	n
395	M G Poliest	2007 José Veiga Veiga	2006	n	n	n	n
396	M G Poliest	2006					
397	M. Diasbranco	2008 FRANCISCO IVENS DE SÁ DIAS BRANCO	2006	n	s	s	s
398	M. Diasbranco	2007 FRANCISCO IVENS DE SÁ DIAS BRANCO	2006	n	s	s	s
399	M. Diasbranco	2006					
400	Magnesita	2008					
401	Magnesita	2007 RONALDO IABRUDI DOS SANTOS PEREIRA	2007	n	n	n	n
402	Magnesita	2006 EDUARDO CARLOS GUIMARAES	2006	n	s	s	s
403	Mangels Indl	2008 ROBERT MAX MANGELS	2006	n	s	s	s
404	Mangels Indl	2007 ROBERT MAX MANGELS	2006	n	s	s	s
405	Mangels Indl	2006 ROBERT MAX MANGELS	2006	n	s	s	s
406	Marcopolo	2008 José Rubens De La Rosa	2006	n	s	s	s
407	Marcopolo	2007 José Rubens De La Rosa	2006	n	s	s	s
408	Marcopolo	2006 José Rubens De La Rosa	2006	n	s	s	s
409	Marfrig	2008 MARCOS ANTONIO MOLINA DOS SANTOS	2007	s	s	s	s
410	Marfrig	2007					
411	Marfrig	2006					

412	Marisa	2008 Marcio Luiz Goldfarb	2008	n	s	s	s
413	Marisa	2007					
414	Marisa	2006					
415	Medial Saude	2008 Emílio Humberto Carazzai Sobrinho	2009	n	s	n	s
416	Medial Saude	2007 Luiz Kauffman	2006	n	s	n	s
417	Medial Saude	2006					
418	Metal Leve	2008 Claus Hoppen	2006	n	n	n	n
419	Metal Leve	2007 Claus Hoppen	2006	n	n	n	n
420	Metal Leve	2006 Claus Hoppen	2006	n	n	n	n
421	Metalfrio	2008 Luiz Eduardo Moreira Caio	2007	n	n	n	n
422	Metalfrio	2007 Luiz Eduardo Moreira Caio	2007	n	n	n	n
423	Metalfrio	2006					
424	Metisa	2008 EDVALDO ANGELO	2006	n	s	s	?
425	Metisa	2007 EDVALDO ANGELO	2006	n	s	s	?
426	Metisa	2006 EDVALDO ANGELO	2006	n	s	s	?
427	Micheletto	2008					
428	Micheletto	2007 ADÃO AUGUSTO DE ALMEIDA	2006	n	s	s	n
429	Micheletto	2006 ADÃO AUGUSTO DE ALMEIDA	2006	n	s	s	n
430	Millennium	2008 CIRO MATTOS MARINO	2006	n	n	n	n
431	Millennium	2007 CIRO MATTOS MARINO	2006	n	n	n	n
432	Millennium	2006 CIRO MATTOS MARINO	2006	n	n	n	n
433	Minerva	2008 Fernando Galletti de Queiroz	2009	s	s	s	s
434	Minerva	2007					
435	Minerva	2006					
436	Minupar	2008 DARLEI FOREST	2006	n	n	n	n
437	Minupar	2007 DARLEI FOREST	2006	n	n	n	n
438	Minupar	2006 DARLEI FOREST	2006	n	n	n	n
439	MMX Miner	2008 EIKE FUHRKEN BATISTA	2007	s	s	s	s
440	MMX Miner	2007 EIKE FUHRKEN BATISTA	2007	s	s	s	s
441	MMX Miner	2006					
442	MPX Energia	2008 Eduardo Karrer	2007	n	s	s	n
443	MPX Energia	2007					
444	MPX Energia	2006					
445	MRV	2008 Rubens Menin Teixeira de Souza	2009	s	s	n	s
446	MRV	2007					
447	MRV	2006					
448	Multiplan	2008 José Isaac Peres	2008	s	?	?	?
449	Multiplan	2007					
450	Multiplan	2006					

451	Mundial	2008	MICHAEL LENN CEITLIN	2006	n	?	?	?
452	Mundial	2007	MICHAEL LENN CEITLIN	2006	n	?	?	?
453	Mundial	2006	MICHAEL LENN CEITLIN	2006	n	?	?	?
454	Natura	2008	ALESSANDRO GIUSEPPE CARLUCCI	2006	n	s	s	s
455	Natura	2007	ALESSANDRO GIUSEPPE CARLUCCI	2006	n	s	s	s
456	Natura	2006	ALESSANDRO GIUSEPPE CARLUCCI	2006	n	s	s	s
457	Net	2008	José Antônio G. Felix	2007	n	s	s	n
458	Net	2007	Francisco Tosta Valim Filho	2006	n	s	s	n
459	Net	2006	Francisco Tosta Valim Filho	2006	n	s	s	n
460	Odontoprev	2008	Randal Luiz Zanetti	2007	s	s	n	n
461	Odontoprev	2007	Randal Luiz Zanetti	2007	s	s	n	n
462	Odontoprev	2006						
463	OHL Brasil	2008	JOSÉ CARLOS FERREIRA DE OLIVEIRA FILHO	2006	n	n	n	n
464	OHL Brasil	2007	JOSÉ CARLOS FERREIRA DE OLIVEIRA FILHO	2006	n	n	n	n
465	OHL Brasil	2006	JOSÉ CARLOS FERREIRA DE OLIVEIRA FILHO	2006	n	n	n	n
466	P.Acucar-CBD	2008	CLAUDIO EUGÊNIO STILLER GALEAZZI	2007	n	s	?	s
467	P.Acucar-CBD	2007	CLAUDIO EUGÊNIO STILLER GALEAZZI	2007	n	s	?	s
468	P.Acucar-CBD	2006	CÁSSIO CASSEB LIMA	2006	n	s	?	s
469	Paranapanema	2008	LUIZ ANTONIO SOUZA QUEIROZ FERRAZ JÚNIOR	2008	n	n	n	n
470	Paranapanema	2007	GERALDO RIBEIRO DO VALLE HAENEL	2006	n	n	n	n
471	Paranapanema	2006	GERALDO RIBEIRO DO VALLE HAENEL	2006	n	n	n	n
472	PDG Realt	2008	José Antônio Tornaghi Grabowsky	2007	n	n	n	n
473	PDG Realt	2007	José Antônio Tornaghi Grabowsky	2007	n	n	n	n
474	PDG Realt	2006						
475	Perdigao S/A	2008	JOSÉ ANTONIO DO PRADO FAY	2008	n	n	n	n
476	Perdigao S/A	2007	NILDEMAR SECCHES	2006	n	n	n	n
477	Perdigao S/A	2006	NILDEMAR SECCHES	2006	n	n	n	n
478	Pet Manguinh	2008						
479	Pet Manguinh	2007						
480	Pet Manguinh	2006	MARCUS VASCONCELLOS DA FONSECA	2006	n	s	n	n
481	Petrobras	2008	JOSÉ SERGIO GABRIELLI DE AZEVEDO	2006	n	n	n	n
482	Petrobras	2007	JOSÉ SERGIO GABRIELLI DE AZEVEDO	2006	n	n	n	n
483	Petrobras	2006	JOSÉ SERGIO GABRIELLI DE AZEVEDO	2006	n	n	n	n
484	Petroflex	2008						
485	Petroflex	2007	JORGE ALBERTO NOGUEIRA	2007	n	n	n	n

486	Petroflex	2006 WANDERLEI PASSARELLA	2006	n	n	n	n
487	Petroq Uniao	2008 RUBENS APPROBATO MACHADO JUNIOR	2006	n	n	n	n
488	Petroq Uniao	2007 RUBENS APPROBATO MACHADO JUNIOR	2006	n	n	n	n
489	Petroq Uniao	2006 RUBENS APPROBATO MACHADO JUNIOR	2006	n	n	n	n
490	Pettenati	2008 OTÁVIO RICARDO PETTENATI	2006	n	s	s	s
491	Pettenati	2007 OTÁVIO RICARDO PETTENATI	2006	n	s	s	s
492	Pettenati	2006 OTÁVIO RICARDO PETTENATI	2006	n	s	s	s
493	Plascar Part	2008 ANDRE CAMBAUVA DO NASCIMENTO	2007	n	n	n	n
494	Plascar Part	2007 ANDRE CAMBAUVA DO NASCIMENTO	2007	n	n	n	n
495	Plascar Part	2006 ANDRE CAMBAUVA DO NASCIMENTO	2007	n	n	n	n
496	Portobello	2008 CESAR GOMES JÚNIOR	2006	n	s	s	s
497	Portobello	2007 CESAR GOMES JÚNIOR	2006	n	s	s	s
498	Portobello	2006 CESAR GOMES JÚNIOR	2006	n	s	s	s
499	Positivo Inf	2008 Hélio Bruck Rotenberg	2006	s	s	s	s
500	Positivo Inf	2007 Hélio Bruck Rotenberg	2006	s	s	s	s
501	Positivo Inf	2006					
502	Profarma	2008 Sammy Birmarcker	2006	s	s	n	s
503	Profarma	2007 Sammy Birmarcker	2006	s	s	n	s
504	Profarma	2006					
505	Providenci a	2008 HERMINIO VICENTE SMANIA DE FREITAS	2007	n	n	n	n
506	Providenci a	2007					
507	Providenci a	2006					
508	Randon Part	2008 DAVID ABRAMO RANDON	2009	n	s	s	s
509	Randon Part	2007 Raul Anselmo Randon	2006	s	s	s	s
510	Randon Part	2006 Raul Anselmo Randon	2006	s	s	s	s
511	Rasip Agro	2008 Raul Anselmo Randon	2006	s	s	s	s
512	Rasip Agro	2007 Raul Anselmo Randon	2006	s	s	s	s
513	Rasip Agro	2006 Raul Anselmo Randon	2006	s	s	s	s
514	Recrusul	2008 Ricardo Mottin Junior	2006	n	n	n	n
515	Recrusul	2007 Ricardo Mottin Junior	2006	n	n	n	n
516	Recrusul	2006 Ricardo Mottin Junior	2006	n	n	n	n
517	Redecard	2008 ROBERTO JOSE MARIS DE MEDEIROS	2008	n	n	n	n
518	Redecard	2007					
519	Redecard	2006					
520	Renar	2008 ROBERTO FREY	2006	n	s	s	s
521	Renar	2007 ROBERTO FREY	2006	n	s	s	s
522	Renar	2006 ROBERTO FREY	2006	n	s	s	s
523	Rodobensi	2008 Eduardo Gorayeb	2006	n	s	n	s

	mob							
524	Rodobensi	2007	Eduardo Gorayeb	2006	n	s	n	s
525	mob	2006						
526	Rodobensi	2008	Heitor Cantergiani	2006	n	s	n	s
527	Resid	2007	Heitor Cantergiani	2006	n	s	n	s
528	Rodobensi	2006	Heitor Cantergiani	2006	n	s	n	s
529	Resid	2008	GESNER JOSÉ DE OLIVEIRA FILHO	2007	n	n	n	n
530	Sabesp	2007	GESNER JOSÉ DE OLIVEIRA FILHO	2007	n	n	n	n
531	Sabesp	2006	GESNER JOSÉ DE OLIVEIRA FILHO	2007	n	n	n	n
532	Sadia S/A	2008	Gilberto Tomazoni	2006	n	s	s	s
533	Sadia S/A	2007	Gilberto Tomazoni	2006	n	s	s	s
534	Sadia S/A	2006	Gilberto Tomazoni	2006	n	s	s	s
535	Sanepar	2008	STÊNIO SALES JACOB	2006	n	n	n	n
536	Sanepar	2007	STÊNIO SALES JACOB	2006	n	n	n	n
537	Sanepar	2006	STÊNIO SALES JACOB	2006	n	n	n	n
538	Sansuy	2008	TOSHIO NAKABAYASHI	2007	n	s	s	?
539	Sansuy	2007	TOSHIO NAKABAYASHI	2007	n	s	s	?
540	Sansuy	2006	TAKESHI HONDA	2006	n	s	s	?
541	Santos BRP	2008	Wady Santos Jasmin	2008	n	n	n	n
542	Santos BRP	2007						
543	Santos BRP	2006						
544	Sao Carlos	2008	Rolando Mifano	2006	n	n	n	n
545	Sao Carlos	2007	Rolando Mifano	2006	n	n	n	n
546	Sao Carlos	2006	Rolando Mifano	2006	n	n	n	n
547	Sao Martinho	2008	Fábio Venturelli	2007	n	s	s	n
548	Sao Martinho	2007	Fábio Venturelli	2007	n	s	s	n
549	Sao Martinho	2006						
550	Saraiva Livr	2008	JOSÉ LUIZ MACHADO ALVIM DE PRÓSPERO	2007	n	s	n	s
551	Saraiva Livr	2007	JOSÉ LUIZ MACHADO ALVIM DE PRÓSPERO	2007	n	s	n	s
552	Saraiva Livr	2006	JORGE EDUARDO SARAIVA	2006	n	s	n	s
553	Satipel	2008	PLÍNIO VILLARES MUNETTI	2008	n	s	s	?
554	Satipel	2007						
555	Satipel	2006						
556	Schulz	2008	OVANDI ROSENSTOCK	2006	n	s	s	s
557	Schulz	2007	OVANDI ROSENSTOCK	2006	n	s	s	s
558	Schulz	2006	OVANDI ROSENSTOCK	2006	n	s	s	s
559	Seb	2008	CHAIM ZAHER	2007	s	s	s	s
560	Seb	2007						

561	Seb	2006						
562	Sergen	2008	Antonio de Pádua Coimbra Tavares Pais	2006	s	s	s	s
563	Sergen	2007	Antonio de Pádua Coimbra Tavares Pais	2006	s	s	s	s
564	Sergen	2006	Antonio de Pádua Coimbra Tavares Pais	2006	s	s	s	s
565	Sid Nacional	2008	BENJAMIN STEINBRUCH	2006	n	s	n	n
566	Sid Nacional	2007	BENJAMIN STEINBRUCH	2006	n	s	n	n
567	Sid Nacional	2006	BENJAMIN STEINBRUCH	2006	n	s	n	n
568	SLC Agricola	2008	ARLINDO DE AZEVEDO MOURA	2009	n	s	s	s
569	SLC Agricola	2007						
570	SLC Agricola	2006						
571	Souza Cruz	2008	Dante João Letti	2007	n	n	n	n
572	Souza Cruz	2007	Dante João Letti	2007	n	n	n	n
573	Souza Cruz	2006	Andrew Maclachlan Gray	2006	n	n	n	n
574	Springs	2008	JOSUÉ CHRISTIANO GOMES DA SILVA	2009	n	s	s	s
575	Springs	2007						
576	Springs	2006						
577	Sultepa	2008	RICARDO LINS PORTELLA NUNES	2006	n	s	s	s
578	Sultepa	2007	RICARDO LINS PORTELLA NUNES	2006	n	s	s	s
579	Sultepa	2006	RICARDO LINS PORTELLA NUNES	2006	n	s	s	s
580	Suzano Papel	2008	ANTONIO DOS SANTOS MACIEL NETO	2006	n	s	s	s
581	Suzano Papel	2007	ANTONIO DOS SANTOS MACIEL NETO	2006	n	s	s	s
582	Suzano Papel	2006	ANTONIO DOS SANTOS MACIEL NETO	2006	n	s	s	s
583	TAM S/A	2008	David Barioni Neto	2007	n	s	s	s
584	TAM S/A	2007	Marco Antonio Bologna	2006	n	s	s	s
585	TAM S/A	2006	Marco Antonio Bologna	2006	n	s	s	s
586	Tec Blumenau	2008						
587	Tec Blumenau	2007	JOSE AFONSO BEZERRA	2007	n	n	n	n
588	Tec Blumenau	2006						
589	Tecnisa	2008	Carlos Alberto Júlio	2006	n	s	s	s
590	Tecnisa	2007	Carlos Alberto Júlio	2006	n	s	s	s
591	Tecnisa	2006						
592	Tectoy	2008	Fernando Fischer Pereira	2007	n	n	n	n
593	Tectoy	2007	Fernando Fischer Pereira	2007	n	n	n	n
594	Tectoy	2006	Lourival Kiçula	2006	n	n	n	n
595	Tegma	2008	Gennaro Oddone	2009	n	s	n	s
596	Tegma	2008						

597	Tegma	2008					
598	Teka	2008 Frederico Kuehnrich Neto	2009	n	s	s	s
599	Teka	2007 Luiz Fernando Brandt	2006	n	s	s	s
600	Teka	2006 Luiz Fernando Brandt	2006	n	s	s	s
601	Tekno	2008 José Lyra David de Madeira	2006	n	s	s	?
602	Tekno	2007 José Lyra David de Madeira	2006	n	s	s	?
603	Tekno	2006 José Lyra David de Madeira	2006	n	s	s	?
604	Tele Nort Cl	2008					
605	Tele Nort Cl	2007 Oscar Thompson	2006	n	n	n	n
606	Tele Nort Cl	2006 Oscar Thompson	2006	n	n	n	n
607	Telemar	2008 PAULO ALTMAYER GONÇALVES	2007	n	n	n	n
608	Telemar	2007 PAULO ALTMAYER GONÇALVES	2007	n	n	n	n
609	Telemar	2006 PAULO ALTMAYER GONÇALVES	2007	n	n	n	n
610	Telemar N L	2008 LUIZ EDUARDO FALCO PIRES CORRÊA	2006	n	n	n	n
611	Telemar N L	2007 LUIZ EDUARDO FALCO PIRES CORRÊA	2006	n	n	n	n
612	Telemar N L	2006 LUIZ EDUARDO FALCO PIRES CORRÊA	2006	n	n	n	n
613	Telemig Part	2008 Roberto de Oliveira Lima	2008	n	n	n	n
614	Telemig Part	2007 Roberto de Oliveira Lima	2008	n	n	n	n
615	Telemig Part	2006 Oscar Thompson	2006	n	n	n	n
616	Telesp	2008 ANTONIO CARLOS VALENTE DA SILVA	2007	n	n	n	n
617	Telesp	2007 ANTONIO CARLOS VALENTE DA SILVA	2007	n	n	n	n
618	Telesp	2006 ANTONIO CARLOS VALENTE DA SILVA	2007	n	n	n	n
619	Tempo Part	2008 Carlos Rodrigo Formigari	2009	n	n	n	n
620	Tempo Part	2007					
621	Tempo Part	2006					
622	Tenda	2008 Carlos Eduardo Dan Alves Trostli	2008	n	n	n	n
623	Tenda	2007					
624	Tenda	2006					
625	Terna Part	2008 Alessandro Fiocco	2008	n	n	n	n
626	Terna Part	2007					
627	Terna Part	2006					
628	Tex Renaux	2008 ARMANDO CESAR HESS DE SOUZA	2006	n			
629	Tex Renaux	2007 ARMANDO CESAR HESS DE SOUZA	2006	n	?	?	?
630	Tex Renaux	2006 ARMANDO CESAR HESS DE SOUZA	2006	n	s	n	s
631	Tim Part S/A	2008 Luca Luciani	2009	n	n	n	n
632	Tim Part S/A	2007 Mario Cesar Pereira de Araujo	2006	n	n	n	n
633	Tim Part S/A	2006 Mario Cesar Pereira de Araujo	2006	n	n	n	n

634	Totvs	2008	Laércio José de Lucena Cosentino	2006	s	n	n	n
635	Totvs	2007	Laércio José de Lucena Cosentino	2006	s	n	n	n
636	Totvs	2006	Laércio José de Lucena Cosentino	2006	s	n	n	n
637	Tractebel	2008	MANOEL ARLINDO ZAROA_NI TORRES	2006	n	n	n	n
638	Tractebel	2007	MANOEL ARLINDO ZAROA_NI TORRES	2006	n	n	n	n
639	Tractebel	2006	MANOEL ARLINDO ZAROA_NI TORRES	2006	n	n	n	n
640	Trafo	2008	MARCOS ANDREATI PERILLO	2008	n	?	?	n
641	Trafo	2007	MARCOS ANDREATI PERILLO	2008	n	?	?	n
642	Trafo	2006	Willian Peixoto Coura	2006	n	?	?	n
643	Tran	2008	CÉSAR AUGUSTO RAMIREZ ROJAS	2009	n	n	n	n
644	Tran	2007	JOSÉ SIDNEI COLOMBO MARTINI	2006	n	n	n	n
645	Tran	2006	JOSÉ SIDNEI COLOMBO MARTINI	2006	n	n	n	n
646	Trisul	2008	Jorge Cury Neto	2007	s	s	s	s
647	Trisul	2007						
648	Trisul	2006						
649	Triunfo	2008	CARLO ALBERTO BOTTARELLI	2009	n	s	s	n
650	Triunfo	2007						
651	Triunfo	2006						
652	Tupy	2008	LUIZ TARQUÍNIO SARDINHA FERRO	2006	n	n	n	n
653	Tupy	2007	LUIZ TARQUÍNIO SARDINHA FERRO	2006	n	n	n	n
654	Tupy	2006	LUIZ TARQUÍNIO SARDINHA FERRO	2006	n	n	n	n
655	Ultrapar	2008	PEDRO WONGTSCHOWSKI	2006	n	s	s	n
656	Ultrapar	2007	PEDRO WONGTSCHOWSKI	2006	n	s	s	n
657	Ultrapar	2006	PEDRO WONGTSCHOWSKI	2006	n	s	s	n
658	Unipar	2008	JOSÉ OCTÁVIO VIANELLO DE MELLO	2009	n	s	s	s
659	Unipar	2007	ROBERTO PINHO DIAS GARCIA	2006	n	s	s	s
660	Unipar	2006	ROBERTO PINHO DIAS GARCIA	2006	n	s	s	s
661	Uol	2008	Luis Frias	2006	?	s	s	s
662	Uol	2007	Luis Frias	2006	?	s	s	s
663	Uol	2006	Luis Frias	2006	?	s	s	s
664	Usiminas	2008	MARCO ANTÔNIO SOARES C. CASTELLO BRANCO	2008	n	n	n	n
665	Usiminas	2007	MARCO ANTÔNIO SOARES C. CASTELLO BRANCO	2008	n	n	n	n
666	Usiminas	2006	RINALDO CAMPOS SOARES	2006	n	n	n	n
667	V C P	2008	José Luciano Duarte Penido	2006	n	s	s	s
668	V C P	2007	José Luciano Duarte Penido	2006	n	s	s	s
669	V C P	2006	José Luciano Duarte Penido	2006	n	s	s	s
670	Vale R Doce	2008	Roger Agnelli	2006	n	n	n	n
671	Vale R Doce	2007	Roger Agnelli	2006	n	n	n	n

672	Vale R Doce	2006 Roger Agnelli	2006	n	n	n	n
673	Vigor	2008					
674	Vigor	2007 CARLOS ALBERTO MANSUR	2006	n	s	s	n
675	Vigor	2006 CARLOS ALBERTO MANSUR	2006	n	s	s	n
676	Vivo	2008 ROBERTO OLIVEIRA DE LIMA	2006	n	n	n	n
677	Vivo	2007 JAVIER RODRIGUES GARCIA	2006	n	n	n	n
678	Vivo	2006					
679	Weg	2008 HARRY SCHMELZER JUNIOR	2007	n	s	s	s
680	Weg	2007 HARRY SCHMELZER JUNIOR	2007	n	s	s	s
681	Weg	2006 DECIO DA SILVA	2006	n	s	s	s
682	Wetzel S/A	2008 NORBERTO CUBAS DA SILVA	2006	n	s	s	s
683	Wetzel S/A	2007 NORBERTO CUBAS DA SILVA	2006	n	s	s	s
684	Wetzel S/A	2006 NORBERTO CUBAS DA SILVA	2006	n	s	s	s
685	Whirlpool	2008 José Aurélio Drummond Junior	2009	n	n	n	n
686	Whirlpool	2007					
687	Whirlpool	2006					
688	Wiest	2008					
689	Wiest	2007 JAMIRO WIEST	2006	n	s	s	s
690	Wiest	2006 JAMIRO WIEST	2006	n	s	s	s

Apêndice B - Efeitos Aleatórios para controle familiar

Tabela 34 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa cujo controle é familiar

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAMC	1,298	0,051	-0,010	-0,012
	erro padrão	0,864	0,122	0,013	0,014
Concentração de votos do controlador	CON	0,030	0,448	0,010	0,045
	erro padrão	2,629	0,434	0,045	0,045
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	1,676	0,008	0,014	-0,047
	erro padrão	3,325	0,564	0,058	0,057
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	0,333	-0,072	-0,008	-0,022
	erro padrão	0,981	0,152	0,016	0,016
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-0,215	-0,153	0,013	0,017
	erro padrão	0,779	0,099	0,011	0,012
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-2,223	-0,232	0,025	0,030
	erro padrão	1,203*	0,148	0,016	0,0176*
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,019	-0,00348	-0,00078	-0,00044
	erro padrão	0,013	0,00227	0,00023***	0,00022**
Alavancagem Financeira	LEV	5,162	0,381	-0,118	-0,048
	erro padrão	1,167***	0,177**	0,0186***	0,0191**
Índice de Governança Corporativa	IGOV	-0,050	0,033	-0,00379	-0,00155
	erro padrão	0,143	0,021	0,00224*	0,00231
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	0,025	-0,046	-0,00366	-0,00039
	erro padrão	0,240	0,043	0,00439	0,00421
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim

<i>Dummy</i> para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	sim	sim
Intercepto	const	6,290	1,741	0,029	0,074
	erro padrão	5,711	0,729**	0,078	0,086

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 9 utilizando o Modelo de Efeitos Aleatórios: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle familiar que recebe valor “1” quando o controle é familiar ou individual e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE).

Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 414 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 417 observações para o Retorno Q de Tobin, 414 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 413 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Apêndice D - MQO para controle familiar majoritário

Tabela 35 Resultados da regressão pelos MQO - desempenho da empresa cujo controle é familiar e majoritário

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAMAJ	0,582	-0,162	-0,022	-0,033
	erro padrão	0,708	0,125	0,0110*	0,0138**
Concentração de votos do controlador	CON	0,179	0,816	0,006	0,106
	erro padrão	1,808	0,392**	0,040	0,0522**
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	1,641	-0,162	0,046	-0,057
	erro padrão	2,648	0,699	0,073	0,096
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	-0,423	-0,147	0,000	-0,023
	erro padrão	0,795	0,125	0,015	0,018
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	0,105	-0,070	0,011	0,014
	erro padrão	0,529	0,094	0,009	0,014
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-1,386	-0,132	0,028	0,033
	erro padrão	1,075	0,159	0,0153*	0,021
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,025	-0,0019	-0,0008	-0,0012
	erro padrão	0,018	0,0024	0,00029***	0,00033***
Alavancagem Financeira	LEV	4,966	0,435	-0,080	-0,017
	erro padrão	2,067**	0,220**	0,0219***	0,027
Índice de Governança Corporativa	IGOV	-0,114	0,047	-0,003	0,001
	erro padrão	0,133	0,0179***	0,002	0,002
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	-0,386	0,016	-0,001	0,009
	erro padrão	0,391	0,037	0,005	0,006
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	sim	sim	sim	sim

<i>Dummy</i> anual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim
<i>Dummy</i> para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	sim	sim
Intercepto	const	5,545	0,411	-0,001	0,015
	erro padrão	7,605	0,853	0,077	0,118
R-quadrado	R ²				

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 14 utilizando o método dos MQO: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle familiar que recebe valor “1” quando o controle é familiar e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação, a natureza do controle (estatal, privada – nacional ou estrangeira e *holding* nacional, estatal ou estrangeira) e para o segmento econômico de atuação. Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%. A regressão apresenta erros robustos à heterocedasticidade e correlação serial. A amostra para esta regressão contemplou 414 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 417 observações para o Retorno Q de Tobin, 414 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 413 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Apêndice E - Efeitos Aleatórios para controle familiar majoritário

Tabela 36 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios - desempenho da empresa cujo controle é familiar e majoritário

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar Majoritário	FAMAJ	-1,719	-0,446	0,015	0,013
		1,990	0,490	0,020	0,018
Concentração de votos do controlador	CON	-1,213	-0,083	0,001	0,000
		2,261	0,515	0,082	0,080
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	3,882	0,760	0,021	-0,018
		3,516	0,576	0,093	0,076
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	2,408	0,320	-0,016	-0,005
		1,211**	0,174*	0,026	0,023
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-0,118	-1,637	-0,019	-0,015
		1,980	0,347***	0,048	0,052
Idade da Empresa (anos)	LAGE	não	não	não	não
Volatilidade das Ações	VOLAT	-0,016	-0,0026	-0,00075	-0,0001
		0,011	0,0028	0,00040*	0,0002
Alavancagem Financeira	LEV	3,602	0,398	-0,206	-0,099
		2,298	0,338	0,0548***	0,0318***
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,097	0,0027	-0,00366	-0,0033
		0,454	0,0371	0,00381	0,0036
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	0,186	-0,121	-0,006	-0,005
		0,292	0,0515**	0,005	0,005
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy anual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim

<i>Dummy</i> para Segmento Econômico	D_SEC_n	não	não	não	não
Intercepto	const	0,322	11,503	0,284	0,301
		11,127	2,197***	0,304	0,338
R-quadrado	R ²	0,9065	0,8601	0,84472	0,9072

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 14 utilizando o Modelo de Efeitos Aleatórios: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* controle familiar majoritário que recebe valor “1” quando o controle é familiar e é igual ou superior a 50% e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE).

Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 416 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, 419 observações para o Retorno Q de Tobin, 416 observações para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido), e 415 observações para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Apêndice F – Resultados para amostra IBOVESPA

Tabela 37 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios– subamostragem IBOVESPA – controle familiar

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAMC	0,058	-0,231	-0,014	-0,059
	erro padrão	2,283	0,276	0,018	0,0292**
Concentração de votos do controlador	CON	-1,082	-0,656	-0,032	-0,075
	erro padrão	3,061	0,745	0,058	0,070
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	0,555	1,926	0,082	0,160
	erro padrão	4,860	1,203	0,095	0,112
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	0,201	0,352	-0,005	0,015
	erro padrão	1,540	0,330	0,025	0,032
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-2,324	-0,707	-0,015	-0,051
	erro padrão	1,551	0,221***	0,014	0,0232**
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-0,921	-0,599	-0,037	-0,008
	erro padrão	2,744	0,319*	0,021	0,034
Volatilidade das Ações	VOLAT	0,009	0,00012	-0,00200	-0,00005
	erro padrão	0,018	0,00539	0,000498***	0,00047
Alavancagem Financeira	LEV	0,903	-0,534	-0,202	-0,078
	erro padrão	1,394	0,380	0,0316***	0,0345**
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,220	0,046	-0,00318	-0,00618
	erro padrão	0,198	0,049	0,00388	0,00459
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	-0,178	-0,102	0,00243	-0,00320
	erro padrão	0,245	0,076	0,00720	0,00660
Dummy para Natureza do Controle	D_OW_N_n	não	não	não	não

<i>Dummy</i> annual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	Sim
<i>Dummy</i> para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	sim	Sim
Intercepto	const	16,477	5,313	0,236	0,485
	erro padrão	13,067	1,972***	0,134*	0,2019**

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 9 utilizando o Modelo de Efeitos Aleatórios com subamostragem contemplando exclusivamente as companhias que compunham o índice IBOVESPA para o anos de 2008: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é *adummy* controle familiar que recebe valor “1” quando o controle é familiar ou individual e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE).

Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 142 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, para o Q de Tobin, para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido) para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 38 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios– subamostragem IBOVESPA – controle família fundadora

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAFO	-2,632	-0,412	-0,028	-0,075
	erro padrão	2,074	0,266	0,018	0,0276***
Concentração de votos do controlador	CON	-1,704	-0,721	-0,035	-0,072
	erro padrão	3,059	0,727	0,056	0,068
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	2,019	2,240	0,105	0,177
	erro padrão	4,855	1,181*	0,094	0,110
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	0,728	0,452	0,004	0,022
	erro padrão	1,525	0,326	0,025	0,031
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-2,123	-0,657	-0,012	-0,045
	erro padrão	1,497	0,2157***	0,014	0,0224**
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-0,971	-0,595	-0,036	-0,007
	erro padrão	2,569	0,309	0,0204*	0,033
Volatilidade das Ações	VOLAT	0,008	0,00005	-0,00200	-0,00008
	erro padrão	0,018	0,0054*	0,00049	0,00047
Alavancagem Financeira	LEV	0,669	-0,663	-0,213	-0,091
	erro padrão	1,412	0,386	0,0324***	0,0349**
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,218	0,055	-0,00218	-0,00517
	erro padrão	0,199	0,049	0,00393	0,00458
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	-0,193	-0,103	0,00169	-0,00346
	erro padrão	0,249	0,076	0,00718	0,00665
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy annual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	sim	sim
Intercepto	const	14,789	4,707	0,188	0,417
	erro padrão	12,602	1,956**	0,138	0,198**

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 10 utilizando o Modelo de Efeitos Aleatórios com subamostragem contemplando exclusivamente as companhias que compunham o índice IBOVESPA para o anos de 2008: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é *adummy* controle da família fundadora que recebe valor “1” quando o controle é da família ou indivíduos que fundou a empresa e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE).

Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 142 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, para o Q de Tobin, para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido) para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Tabela 39 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Aleatórios– subamostragem IBOVESPA – controle familiar majoritário

Variáveis Independentes e de Controle		Variável Dependente			
		Valor de Mercado/Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
Controle Familiar	FAMAJ	1,378	-0,309	-0,036	-0,084
	erro padrão	2,211	0,296	0,0212*	0,0339**
Concentração de votos do controlador	CON	-0,979	-0,793	-0,056	-0,066
	erro padrão	3,444	0,762	0,060	0,075
Concentração de propriedade do controlador	OSHP	1,468	2,997	0,164	0,176
	erro padrão	5,634	1,248**	0,099	0,123
Excesso de direito de voto do controlador	EXC	0,248	0,501	0,015	0,026
	erro padrão	1,580	0,331	0,026	0,033
Tamanho da Empresa (R\$ ajustados)	LSIZ	-1,157	-0,528	-0,013	-0,050
	erro padrão	1,451	0,210**	0,015	0,0239**
Idade da Empresa (anos)	LAGE	-0,143	-0,514	-0,037	-0,014
	erro padrão	2,349	0,294*	0,0206*	0,035
Volatilidade das Ações	VOLAT	0,006	0,00068	-0,00183	0,00007
	erro padrão	0,019	0,00529	0,00050***	0,00046
Alavancagem Financeira	LEV	0,756	-0,572	-0,208	-0,087
	erro padrão	1,435	0,369	0,0318***	0,0339**
Índice de Governança Corporativa	IGOV	0,116	0,013	-0,00362	-0,00737
	erro padrão	0,202	0,048	0,00398	0,00458
Tempo de Permanência do CEO no Cargo (anos)	TEN	-0,232	-0,120	0,00115	-0,00454
	erro padrão	0,259	0,075	0,00726	0,00650
Dummy para Natureza do Controle	D_OWN_n	não	não	não	não
Dummy annual	D_YEAR_n	sim	sim	sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	D_SEC_n	sim	sim	sim	sim
Intercepto	const	8,848	4,105	0,196	0,486
	erro padrão	12,119	1,833**	0,133	0,204**

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes à Equação 9 utilizando o Modelo de Efeitos Aleatórios com subamostragem contemplando exclusivamente as companhias que compunham o índice IBOVESPA para o anos de 2008: A variável dependente é o desempenho (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é *adummy* controle familiar que recebe valor “1” quando o controle é familiar ou individual e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE).

Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.

A amostra para esta regressão contemplou 142 observações para o Valor de Mercado sobre o Valor Contábil, para o Q de Tobin, para o Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido) para o Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA), com os dados de 2006, 2007 e 2008.

Apêndice G - Resultados para companhias até 50 anos

Tabela 40 Resultados da regressão pelo estimador de Efeitos Fixos – administração do *CEO* fundador (restrita a companhias com até 50 anos)

Variáveis Independentes e de Controle	Variável Dependente (1)				Variável Dependente (2)				Variável Dependente			
	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)	Valor de Mercado/ Valor Contábil	Q de Tobin	Retorno sobre o Ativo (LL)	Retorno sobre o Ativo (LAJIRDA)
<i>CEO</i> Fundador	0,065	0,184	-0,011	-0,006	51,238	15,575	-0,746	-0,436	-0,647	4,428	-0,169	0,043
erro padrão	1,069	0,236	0,013	0,010	26,57*	8,375*	0,494	0,285	9,947	1,39***	0,151	0,142
<i>CEO</i> Fundador * Idade da Empresa	não	não	não	não	-8,437	-2,537	0,121	0,047	não	não	não	não
erro padrão					4,476*	1,375*	0,081	1,505				
<i>CEO</i> Fundador * Tamanho da Empresa	não	não	não	não	não	não	não	não	0,540	-3,220	0,120	-0,037
erro padrão									7,148	1,038	0,111	0,104
Concentração de votos do controlador	-5,873	0,812	0,085	0,052	-5,739	0,852	0,084	0,051	-5,873	0,810	0,086	0,052
erro padrão	6,319	0,691	0,116	0,123	6,223	0,699	0,116	0,123	6,316	0,691	0,116	0,123
Concentração de propriedade do controlador	12,574	-0,207	-0,056	-0,090	11,700	-0,471	-0,043	-0,083	12,574	-0,208	-0,056	-0,090
erro padrão	11,657	1,111	0,159	0,129	11,290	1,164	0,158	0,128	11,658	1,112	0,159	0,129

Excesso de direito de voto	5,384	-0,072	-0,055	-0,024	5,221	-0,122	-0,052	-0,022	5,384	-0,077	-0,055	-0,024
erro padrão	3,994	0,331	0,045	0,045	3,902	0,334	0,045	0,045	4,001	0,332	0,045	0,045
Tamanho da Empresa	-0,166	-2,232	0,082	-0,012	0,819	-1,941	0,068	-0,021	-0,165	-2,238	0,082	-0,012
erro padrão	3,143	0,44***	0,051	0,051	3,362	0,37***	0,050	0,055	3,152	0,44***	0,051	0,051
Volatilidade das Ações	-0,02812	0,00266	-0,00120	-0,00023	-0,03065	0,00342	-0,00116	-0,00021	-0,02814	0,00250	-0,00121	-0,00023
erro padrão	0,01854	0,00352	0,00050**	0,00020	0,01923	0,00352	0,00049**	0,00020	0,01881	0,00354	0,00051**	0,00020
Alavancagem Financeira	4,076	0,782	-0,230	-0,101	4,526	0,918	-0,236	-0,105	4,078	0,774	-0,229	-0,101
erro padrão	2,581	0,4367*	0,0639***	0,0329***	2,770	0,471*	0,0642***	0,0336***	2,591	0,436*	0,0639***	0,0330***
Índice de Governança Corporativa	0,1282	0,0296	-0,0027	-0,0009	0,1215	0,0273	-0,0026	-0,0009	0,1287	0,0267	-0,0026	-0,0010
erro padrão	0,6186	0,0461	0,0047	0,0042	0,6144	0,0455	0,0048	0,0042	0,6189	0,0465	0,0047	0,0042
Tempo de Permanência do CEO no Cargo	0,173	-0,223	0,000	-0,002	0,281	-0,192	-0,001	-0,003	0,175	-0,230	0,001	-0,002
erro padrão	0,451	0,0653**	0,006	0,006	0,492	0,0620**	0,006	0,006	0,466	0,0664**	0,006	0,006
Dummy para Natureza do Controle	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não
Dummy anual	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Dummy para Segmento Econômico	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não
Intercepto	-1,949	15,205	-0,360	0,280	-7,973	13,432	-0,274	0,331	-1,953	15,222	-0,361	0,281
erro padrão	19,739	3,01***	0,324	0,328	21,027	2,41***	0,320	0,352	19,787	2,99***	0,324	0,328
R-quadrado	0,907235	0,87676	0,836619	0,913386	0,908537	0,88158	0,837977	0,913713	0,907235	0,87720	0,836694	0,913391

Esta tabela relata os resultados das regressões referentes às Equações 11, 12 e 13 utilizando o estimador de Efeitos Fixos com subamostragem contemplando apenas as empresa com idade de até 50 anos. A variável dependente é o desempenho correspondendo as colunas indicados por (1), (2) e (3) respectivamente (representado em cada uma das colunas da tabela como medidos pelo Valor de Mercado/Valor Contábil; Q de Tobin; Lucro Líquido sobre o Ativo e LAJIRDA sobre o Ativo). A variável independente é a *dummy* administração do *CEO* fundador que recebe valor “1” quando o indivíduo que fundou a empresa ocupa o cargo de *CEO* e “0” caso contrário. As variáveis de controle são Concentração de Votos do Controlador, Concentração de Propriedade do Controlador, Excesso de Direito de Votos do Controlador, Logaritmo do Tamanho da Empresa, Logaritmo da Idade da Empresa, Volatilidade das Ações, Endividamento, Índice de Governança Corporativa da Empresa e Tempo que o mesmo *CEO* ocupa o cargo. As regressões utilizam variáveis *dummies* para controlar o ano da observação e para o segmento econômico de atuação. Para o estimador de Efeitos Aleatórios as *dummies* que representam o tipo de controle são retiradas por apresentarem alta correlação com o setor econômico de atuação (SEC) e idade da empresa (LAGE). Os valores em negrito indicam a estimativa (coeficiente) obtida e a linha seguinte o valor do erro padrão desta. * após o valor do erro representa significância no nível de 10%; ** após o valor do erro representa significância no nível de 5% e *** após o valor do erro representa significância no nível de 1%.