

Estrutura de Propriedade e Desempenho Empresarial: Uma Análise em Empresas Familiares Listadas na BM&FBovespa

Itzhak David Simão Kaveski¹
Larissa Degenhart²
Mara Vogt³
João Bosco Batista Dias Junior⁴

RESUMO

Este estudo objetivou verificar a associação da estrutura de propriedade com o desempenho empresarial das empresas familiares listadas na BM&FBovespa. Diante disso, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa. O período de análise compreendeu os anos de 2010 a 2013. A população do estudo foi composta por 191 empresas familiares listadas na BM&FBovespa, exceto as empresas classificadas no setor econômico "Financeiro e Outros". A amostra constituiu-se das empresas que apresentaram todas as variáveis utilizadas em cada ano pesquisado, totalizando 66 empresas, estas que foram separadas em cinco grupos de estrutura de propriedade (Conselho de Administração, CEO, Propriedade Institucional, Propriedade Estrangeira e Propriedade Familiar). As variáveis de desempenho empresarial utilizadas no estudo foram: Retorno sobre o Ativo Total (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Retorno sobre o Capital Investido (ROI). Para a análise dos dados inicialmente realizou-se estatística descritiva das variáveis, o teste de média de *Kruskal-Wallis* e a regressão logística multinomial, por meio do *software* estatístico SPSS[®]. A partir dos resultados do estudo verificou-se que existe uma associação entre desempenho empresarial avaliado pelo ROA e o ROI e a estrutura de propriedade das empresas familiares, ao qual não ocorrem ao acaso. Entretanto, não foi possível afirmar que existe uma associação entre o ROE e a Estrutura de Propriedade.

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade. Desempenho Empresarial. Empresas Familiares.

ABSTRACT

This study aimed to investigate the association of the ownership structure and corporate performance of family business listed on the BM&FBovespa. Therefore, we carried out a descriptive, documentary and research with a quantitative approach. The review period was the years 2010 to 2013. The study population consisted of 191 family companies listed on the BM&FBovespa, except for companies classified in the economic sector "Financial and Other". The sample consisted of companies that presented all the variables used in each year surveyed, totaling 66 companies, those that were separated into five groups of ownership structure (Board of Directors, CEO, Institutional Property, Foreign Property and Family Property). The business performance variables used in the study were: Return on Assets

¹ Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau – FURB
Professor da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal – UFMS/CPAN
E-mail: itzhak.kaveski@ufms.br, Tel.: (67) 3234-6845

² Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau
Professora da Faculdades de Itapiranga – FAI
E-mail: lari_ipo@hotmail.com, Tel.: (49) 3678-8700

³ Professora da Faculdades de Itapiranga – FAI
E-mail: maravogtcco@gmail.com, Tel.: (49) 3678-8700

⁴ Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/
Campus do Pantanal – UFMS/CPAN
E-mail: boscofilho@hotmail.com, Tel.: (67) 3234-6845

(ROA), Return on Equity (ROE) and Return on Invested Capital (ROI). To analyze the data initially held descriptive statistics of the variables, the average of Kruskal-Wallis and multinomial logistic regression, through the SPSS statistical software. From the study results it was found that there is an association between business performance measured by ROA and ROI and the ownership structure of family businesses, which do not occur randomly. However, it was not possible to identify an association between ROE and Ownership Structure.

Keywords: Ownership Structure. Corporate Performance. Family Business.

1 INTRODUÇÃO

Importante campo dos estudos organizacionais é aquele que tem por objetivo a análise do desempenho empresarial. As pesquisas apresentam diferentes questionamentos que compreendem desde a abordagem da geração de lucros, agregação de valor, até questões relacionadas as dimensões internas da empresa. Isso pode afetar o desempenho, como é o caso da estrutura de propriedade (CAMPOS, 2006).

Okimura (2003) ressalta que a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho empresarial das empresas foi discutida a partir da teoria de finanças, por meio do debate sobre a separação entre propriedade e controle das entidades. Esse debate foi apresentado inicialmente pelos autores Berle e Means (1932) e posteriormente, com a formalização da Teoria da Agência, por Jensen e Meckling (1976).

Para tanto, a premissa comum entre os estudos é a de que os administradores, proprietários das empresas, possuem interesses e objetivos divergentes dos acionistas. Os acionistas desejam a maximização do valor da empresa e os administradores requerem estratégias voltadas as suas preferências. Assim, diversos mecanismos de Governança Corporativa, dentre os quais se inclui a estrutura de propriedade, foram pesquisados com o intuito de propor soluções para os problemas relacionados à divergência de interesses e minimizando desta forma, os custos que ocorrem destas ações (OKIMURA, 2003).

Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976), abordam que uma relação de agência é um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) empregam outra pessoa (agente), para realizar algum tipo de trabalho na empresa em seu favor. Isso envolve a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. A relação pode ocasionar o denominado problema de agência, discutido na Teoria da Agência.

A Governança Corporativa por meio dos seus incentivos e controles, internos e externos, atua na empresa com o objetivo de minimizar os custos decorrentes do problema de agência. O tema é considerado importante, visto que apresenta a hipótese de que as práticas de Governança Corporativa podem afetar o desempenho empresarial (SILVEIRA, 2004).

As empresas familiares brasileiras até 1950 estiveram presentes em praticamente todos os segmentos da economia (GOLÇALVES, 2000). Nesse sentido, Petry e Nascimento (2009) salientam que no Brasil e no mundo, as empresas familiares são importantes para a economia e geração de emprego. Além disso, essas empresas foram fundamentais no desenvolvimento econômico e social do Brasil e dos países mais desenvolvidos do mundo (GOMES; SANTANA; ARAÚJO, 2008).

Neste sentido, apresenta-se a questão problema: Qual é a associação da estrutura de propriedade com o desempenho empresarial das empresas familiares listadas na BM&FBovespa? O objetivo do estudo é verificar a associação da estrutura de propriedade com o desempenho empresarial das empresas familiares listadas na BM&FBovespa.

O estudo justifica-se, pois, conforme Silveira (2004), ainda não existe um arcabouço teórico e até mesmo evidências empíricas conclusivas sobre como os mecanismos de

Governança Corporativa podem influenciar o desempenho corporativo. Ainda, não se sabe de que maneira estes mecanismos, como é o caso da estrutura de propriedade, foco deste estudo, complementam o desempenho. Diante do exposto, a partir do mecanismo de Governança Corporativa, considerado nesta pesquisa, no caso a estrutura de propriedade, vislumbra-se a importância deste para o desempenho empresarial das empresas, justificando a realização deste estudo e contribuindo para o campo das ciências sociais no Brasil.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Na revisão de literatura aborda-se inicialmente a Teoria da Agência, seguida da Governança Corporativa. Na sequência, destaca-se a estrutura de propriedade e por fim, o desempenho empresarial.

2.1 Teoria da Agência e Governança Corporativa

A literatura ao longo dos anos se moveu em direção as teorias que buscam rejeitar o modelo clássico da empresa, mas que assumem formas clássicas de comportamento econômico por parte dos agentes, isto é, a Teoria da Agência. Nesta teoria, a empresa é vista como um conjunto de contratos, entre os mais diversos fatores de produção, sendo que cada fator é motivado por meio do seu próprio interesse. Em função de sua ênfase perante a importância dos diretores na organização é de que essa literatura é caracterizada pelos direitos de propriedade (FAMA, 1980). Jensen e Meckling (2008) salientam que pelo fato de a determinação dos direitos ser no geral afetada pelos contratos existentes nas empresas, o comportamento individual dos indivíduos depende da natureza desses contratos.

Fama (1980) complementa esta questão ressaltando que a empresa é disciplinada pela concorrência de outras empresas, o que faz com que esta desenvolva dispositivos para monitorar de forma eficiente o desempenho de toda a equipe. Assim, os gestores necessitam enfrentar a disciplina e oportunidades oferecidas pelo mercado para os seus serviços, tanto no âmbito interno quanto externo da entidade em que atuam.

A relação de agência é considerada uma das mais antigas formas de codificar a interação social, sendo que a relação de agência surge entre duas ou mais partes, uma destas designadas como agente, que atua em seu nome ou como representante de outro indivíduo. A outra parte é designada como principal, isto é, o diretor, este que atua perante um domínio específico de problemas voltados a decisão da empresa (ROOS, 1973). Esta relação pode ocasionar conflitos em decorrência da separação entre propriedade e gestão (JENSEN; MECKLING, 1976).

A Teoria da Agência examina as relações que existem entre os principais e agentes da empresa. Além disso, institui que a empresa é considerada um conjunto de contratos, pois um dos direitos contratuais seria a participação acionária sobre os ativos e fluxos de caixa da empresa. Deste modo, os administradores e acionistas agem em defesa de seus próprios interesses, possibilitando o surgimento de custos de agência, originados em função da busca constante em resolver os conflitos de interesses entre os gestores e acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nakamura et al. (2007) ressaltam que na relação entre os acionistas e credores é de que surgem os problemas de agência e frente essa situação, os credores preferem emprestar o seu capital para empresas que possuem ativos que são possíveis de monitorar. Nesse sentido, vislumbra-se a importância da estrutura de propriedade nas entidades, para que apresente um bom desempenho empresarial.

Berle e Means (1932) destacam que a propriedade material passou a ser substituída por contratos que representam diversos direitos e expectativas das empresas. Assim, trata-se de uma nova configuração da estrutura de propriedade, na qual o proprietário deixou de

exercer o controle direto sobre a empresa que possui e administra. Diante do exposto, o conselho de administração exerce papel fundamental na Governança, pois é considerado um dos principais mecanismos internos das empresas para diminuir os custos de agência ocorridos a partir dos acionistas e gestores, bem como, entre acionistas controladores e majoritários (SILVEIRA, 2004).

Dami, Rogers e Ribeiro (2007), destacam que a existência de conflitos, custos de agência e direitos assimétricos, faz com que a empresa necessite estabelecer mecanismos de controle, para que o processo de Governança Corporativa institua-se na empresa, de forma a harmonizar os interesses entre as partes envolvidas com as operações da entidade. Contudo, a vantagem em relação à concentração de propriedade está conectada à possibilidade dos proprietários das empresas monitorarem a administração, de modo que consigam reduzir os conflitos de interesses e os custos de agência, abordados na Teoria da Agência.

Saito e Silveira (2008) frisam que os custos de agência e a resolução dos problemas de agência são considerados um desafio constante a ser vencido pelas entidades ao longo dos seus negócios, tanto na subjetividade quanto na complexidade.

Diante do exposto, a Governança Corporativa nos últimos anos vem se tornando uma preocupação importante em diversas empresas (SILVA, 2004). Deste modo, a estrutura de propriedade e os conflitos de interesse que ocorrem na alta gestão das empresas, sempre foram temas que estiveram no centro das discussões relacionadas à Governança Corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Shleifer e Vishny (1997) definem a Governança Corporativa, como um conjunto de restrições que os administradores aplicam a si mesmos e, os investidores aplicam sobre os administradores, de modo a reduzir a má alocação de recursos, motivando dessa forma, os investidores a investirem mais seus recursos nas empresas.

Conforme Silveira (2004), a Governança Corporativa pode ser vista como sendo um conjunto de mecanismos que visam aumentar as chances dos fornecedores de recursos garantirem de certa forma para si, o retorno sobre seu investimento. Para tanto, o risco de os recursos investidos nas entidades não serem bem empregados ocorre em função da situação de separação entre propriedade e controle, pois as pessoas que fornecem o capital, não participam diretamente da tomada de decisão corporativa.

Deste modo, a minimização dos prejuízos que são causados pelos conflitos de interesse entre os tomadores de decisões e os fornecedores de recursos, depende da instituição de mecanismos de governança, tanto internos, quanto externos, que passam a alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas (SILVEIRA, 2004).

Segundo Coutinho, Amaral e Bertucci (2006), a expressão Governança Corporativa associa-se com a definição do sistema de relações entre os acionistas, auditores independentes e executivos das empresas, estes que são liderados pelo conselho de administração, sendo que em uma visão mais ampla, estas relações estendem-se também aos *stakeholders*. Para Jensen (1993), os mecanismos de Governança Corporativa podem ser classificados a partir de quatro categorias de forças de controle que atuam sobre uma mesma empresa, sendo estas: o ambiente legal, político e regulatório; o mercado de capitais, juntamente com fusões e aquisições; o mercado competitivo e os mecanismos internos.

Nesse sentido, Silveira (2004) destaca que toda a discussão sobre o tema Governança Corporativa, parte da hipótese de que os mecanismos de governança passam a influenciar o desempenho das empresas.

Okimura (2003) ressalta que a principal motivação para as empresas focarem na Governança Corporativa é o pressuposto de que a responsabilidade dos administradores é a de gerar riqueza e criar valor para os acionistas. Para Rappaport (1998), a avaliação de uma empresa com o intuito de administrá-la com base na criação de valor é a questão principal

para todos os executivos, pois a criação de valor para o acionista torna-se um padrão para a mensuração do desempenho empresarial.

La Porta et al. (2000) complementam que a governança constitui-se de um conjunto de mecanismos que asseguram que os investidores externos estejam protegidos contra a expropriação de capital. Conforme Gompers, Ishii e Metrick (2001), os problemas de agência são induzidos em função da separação entre propriedade e controle nas empresas. Deste modo, a Governança Corporativa e o desempenho empresarial das empresas são considerados uma relação incorporada por meio do mercado, pois de certa forma, o preço das ações pode ajustar-se rapidamente a partir de qualquer mudança que seja relevante na governança da empresa.

2.2 Estrutura de Propriedade e Empresa Familiar

A relação entre a concentração da estrutura de propriedade e o desempenho foi abordada inicialmente por Berle e Means (1932), no qual sugeriram que em função da separação entre a propriedade e o controle, havia uma relação inversa entre a pulverização da concentração das ações e o desempenho. Algumas décadas mais tarde, essa relação foi formalizada por meio de modelos teóricos nas pesquisas de Jensen e Meckling (1976). Argumentavam que a estrutura de propriedade influenciava no desempenho corporativo (OKIMURA, 2003).

Em relação às empresas familiares, estas possuem características diferentes das demais empresas, ou seja, a convivência no ambiente empresarial com a família e, diante disso podem ocorrer conflitos com mais frequência (MUNÓZ, 2012). Ward (2002) argumenta que as empresas familiares tendem a ser mais complexas, visto que além de lidarem com aspectos voltados as oportunidades dos negócios, devem levar em conta as necessidades e os desejos da família, esta que detém a sua estrutura de propriedade.

Nesse sentido, para Silva (2004), a compreensão da estrutura de propriedade é importante, pois influencia diretamente na eficiência do mercado, demonstrando o quão diversificado é o risco dos acionistas, para na sequência, apresentar o problema potencial de agência na direção da empresa. Além disso, pode ocorrer um problema de agência entre a administração da empresa e os acionistas, sendo que a administração pode não estar maximizando o valor para estes.

Segundo Brenes, Madrigal e Requena (2011), estas questões podem implicar em riscos de supervisão a longo prazo, isto é, a avaliação dos riscos que podem acontecer na empresa, ao considerar as necessidades familiares no que tange as oportunidades de negócios. Ward (1997) salienta que com o crescimento da empresa, aumentam também os custos de agência e a complexidade dos negócios. Frente a essa situação, o talento e instinto do empresário podem não ser suficientes para lidar com as novas situações que a empresa irá passar.

Conforme Campos (2006), a estrutura de propriedade é determinada pela concentração de propriedade e ainda, pela identidade do acionista majoritário da empresa. Dessa forma, a concentração da propriedade está relacionada com o percentual de ações do acionista majoritário ou até mesmo de um grupo e o acionista ou grupo pode ser uma família, Governo, banco, investidores ou então uma companhia não financeira. Já nas empresas familiares, de acordo com Colarossi et al. (2008), o empresário concentra todas as atividades em suas mãos, fazendo com que a estrutura de governança não seja relevante. Este modelo de negócios é considerado dominante em todo o mundo.

A estrutura de propriedade é também considerada importante mecanismo de Governança Corporativa, proporcionando melhor desempenho e maior valor para as organizações (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007). De acordo com Jensen e Meckling (2008), a estrutura de propriedade não se refere apenas a quantia de capital de terceiros e próprio, mas

também, as parcelas de capital de terceiros e próprio que é detida pelo administrador. Os estudos de Morck et al. (1988) e McConnel e Servaes (1990) apresentaram relação positiva entre a estrutura de propriedade e o desempenho econômico e financeiro.

Conforme Okimura (2003), a estrutura de propriedade é um fator determinante do valor e do desempenho de uma organização. As principais correntes teóricas propõem que em um contexto brasileiro, no qual tem-se a separação entre direito de controle e sobre o fluxo de caixa, a concentração de votos e de capital favorece o melhor monitoramento por parte do acionista controlador sobre os executivos. Contudo, esse efeito seria combinado ao mesmo tempo com maior probabilidade de expropriação dos acionistas não controladores, visto que os controladores teriam o poder de usufruir de benefícios privados, enquanto os custos destes benefícios seriam compartilhados com todos os outros acionistas.

Segundo Alchian-Demsetz (1972) é possível explicar a existência de obrigações e ações na estrutura de propriedade das empresas como uma consequência de diferentes expectativas sobre os resultados da organização. A discussão sobre estrutura de propriedade assume importante papel, visto que a concentração do poder pode representar apropriação ou então, má utilização dos recursos da empresa. Diante disso, houve a necessidade de aperfeiçoar o exercício do controle, tanto das atividades desses gerentes, quanto do acionista majoritário ou representante legal (COUTINHO; AMARAL; BERTUCCI, 2006). Deste modo, conforme Al-Musalli e Ismail (2012) a estrutura de propriedade é considerada um dos principais mecanismos de governança corporativa, este que pode desempenhar fundamental papel no desenvolvimento do desempenho de uma empresa.

2.3 Desempenho Empresarial

As diversas medidas de lucratividade possibilitam ao analista financeiro, a avaliação dos lucros da empresa e, possíveis ganhos de mercado (GITMAN; MADURA, 2003; GITMAN, 2004). A lucratividade da empresa, conforme Ferreira (2005) pode ser avaliada em função das suas vendas, ativos, patrimônio líquido e do valor das ações. Além disso, na análise dos índices estão envolvidos os cálculos e as interpretações para análise e monitoramento do desempenho da empresa. As demonstrações da empresa, por apresentarem a eficiência operacional desta, possuem um significado importante para as partes interessadas (GITMAN; MADURA, 2003).

De acordo com Gitman (2004), sem ter lucros, as empresas não conseguem atrair capital externo. Diante disso, proprietários, credores e administradores preocupam-se muito em aumentar seu lucro. Gropelli e Nikbakht (2006) frisam que os investidores, acionistas e administradores possuem um olhar cético sobre a rentabilidade das empresas, sendo que, a análise da rentabilidade inicia pela forma com que os ativos foram utilizados. As taxas de retorno são essenciais para atrair capital e contratar financiamentos para a empresa. A análise das demonstrações financeiras é uma das maneiras para avaliar o desempenho de uma empresa, detectar os pontos fracos, buscar medidas preventivas e alocar os recursos disponíveis da melhor forma.

É por esse motivo que os administradores financeiros revisam periodicamente suas demonstrações financeiras, buscando identificar os problemas que possam afetar as metas que são estabelecidas, preservando dessa forma, a criação de valor da empresa (GITMAN, 2010). Vale destacar que de acordo com Ferreira (2005), indiferente o método utilizado para a análise das demonstrações financeiras, é necessário considerar apenas os aspectos mais importantes na qual esta análise está sendo implementada. Além disso, pode ser realizada, considerando um período pelos analistas.

A análise das demonstrações financeiras visa o estudo do desempenho da empresa em determinado período que passou, com vistas a diagnosticar sua posição atual, produzindo dessa forma, resultados que sirvam de base para prever as tendências futuras (ASSAF NETO,

2010). Além disso, o lucro da empresa é o resultado gerado pelas decisões de ativos, sendo que não é influenciado pela maneira que a empresa é financiada. Os indicadores de rentabilidade, conforme Assaf Neto (2010) costumam exercer significativa influência sobre as decisões da empresa que está sendo analisada.

Pinheiro (2012) salienta que a análise é um instrumento para compreender o valor da empresa, fundamentar as decisões sobre a compra e venda de ações, as aplicações existentes em certo momento e, possibilita o entendimento das fontes de financiamento que originam as aplicações de recursos. Para Ehrhardt e Brigham (2012) a análise das demonstrações financeiras envolve comparar o desempenho da empresa com o desempenho das demais, avaliar a organização, as tendências da sua posição financeira e patrimonial, entre outros aspectos. Diante disso é que os administradores identificam as situações que precisam de maior atenção, os credores verificam se a empresa possui credibilidade e os acionistas utilizam-se dessa análise para ajudar a prever os resultados futuros da empresa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo pode ser caracterizado como uma pesquisa descritiva. O procedimento empregado para a coleta dos dados é o documental, pois se utiliza do formulário de referência publicadas pelas empresas no sítio da BM&FBovespa e do banco de dados da *Thomson One Banker*, como fonte dos dados para a pesquisa. Em relação à abordagem, esta pesquisa pode ser classificada como quantitativa, com o emprego de técnicas estatísticas para obter seus principais resultados.

A população estudada é composta por 191 empresas familiares listadas na BM&FBovespa nos anos de 2010 a 2013, exceto as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”. As características observadas para determinar uma companhia como familiar foram o percentual de concentração mínimo de ações com uma família de pelo menos 10% e/ou a participação de dois membros da família no conselho de administração, por ser as características mais utilizadas pelos pesquisadores (ABOR; BIEKPE, 2007; SHYU, 2011; POLITELO et al., 2014). A amostra não probabilística da pesquisa é composta por 66 empresas familiares, visto que foram excluídas as empresas que não apresentaram as informações necessárias para realização da pesquisa.

As variáveis utilizadas na pesquisa para a estrutura de propriedade são apresentadas no Quadro 1. Os dados foram coletados no formulário de referência das empresas pertencentes a amostra no sítio da BM&FBovespa.

Quadro 1 – Variáveis de estrutura de propriedade

| Variável | Mensuração | Autores |
|--------------------------------|--|--|
| Conselho de Administração (CA) | Percentual de ações com os membros do conselho de administração, exceto com o CEO. | Dwivedi e Jain (2005); Reddy, Locke e Scrimgeour (2010). |
| CEO | Percentual de ações com o CEO. | Mehran (1995). |
| Propriedade Institucional (PI) | Percentual de ações com investidores institucionais. | Bowen, Rajgopal e Venkatachalam, (2008). |
| Propriedade Estrangeira (PE) | Percentual de ações com investidores estrangeiros. | Filatotchev, Lien e Piesse (2005). |
| Propriedade Familiar (PF) | Percentual de ações com a família. | Filatotchev, Lien e Piesse (2005). |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Foi identificado primeiramente o percentual de ações para cada grupo de estrutura de propriedade (família, conselho de administração, CEO, investidor institucional e investidor estrangeiro). Posteriormente, foi verificada as circunstâncias em que havia duplicidade de contagem de capital, ou seja, situação em que as ações de um acionista eram somadas em

duos grupos diferentes. Em seguida as empresas foram separadas entre os grupos a partir da sua maior concentração de capital, ou seja, a entidade familiar que possui ações concentradas com o conselho de administração e com a propriedade institucional, mas a maior participação de ações é com a propriedade institucional, fica classificada no grupo de propriedade institucional. A Tabela 1 demonstra o número de empresas separado por grupo em seu respectivo ano.

Tabela 1 – Quantidade de empresas separado por grupo

| Ano | Grupo | Quantidade |
|------|---------------------------|------------|
| 2010 | Conselho de Administração | 5 |
| | CEO | 3 |
| | Propriedade Estrangeira | 4 |
| | Propriedade Familiar | 37 |
| | Propriedade Institucional | 17 |
| 2011 | Conselho de Administração | 6 |
| | CEO | 3 |
| | Propriedade Estrangeira | 4 |
| | Propriedade Familiar | 38 |
| | Propriedade Institucional | 15 |
| 2012 | Conselho de Administração | 7 |
| | CEO | 6 |
| | Propriedade Estrangeira | 5 |
| | Propriedade Familiar | 31 |
| | Propriedade Institucional | 17 |
| 2013 | Conselho de Administração | 13 |
| | CEO | 6 |
| | Propriedade Estrangeira | 7 |
| | Propriedade Familiar | 26 |
| | Propriedade Institucional | 14 |

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 1 que algumas empresas alteraram de grupo no decorrer dos anos. Isso ocorre devido ao fato das empresas estarem listadas em bolsa. Existem sempre a opção de compra e a venda das ações, o que pode ocorrer mudanças em sua estrutura de propriedade. As variáveis utilizadas na pesquisa para o desempenho empresarial são apresentadas no Quadro 2, os dados foram coletados na base de dados da *Thomson One Banker*.

Quadro 2 – Variáveis de desempenho empresarial

| Variável | Mensuração | Autores |
|--|--|---|
| Retorno sobre o Ativo Total (ROA) | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$ | Assaf Neto (2010); Matarazzo (2010). |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$ | Assaf Neto (2010); Matarazzo (2010). |
| Retorno sobre o Capital Investido (ROI) | $\frac{\text{Lucro operacional (antes do Imposto de Renda)}}{\text{Passivo Oneroso + Patrimônio Líquido}}$ | Assaf Neto (2010); Matarazzo (2010). |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se a análise para verificar a associação entre a estrutura de propriedade e o desempenho empresarial das empresas familiares, valendo-se do *software Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS). Primeiramente, foi realizado uma estatística descritiva das variáveis e o teste de média de *Kruskal-Wallis* para verificar a distribuição da estrutura de propriedade e do desempenho empresarial são iguais ou diferentes. Em seguida a regressão logística multinomial.

Foi aplicado o teste de média de *Kruskal-Wallis*, uma vez que ao aplicar o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, foi verificado que a distribuição das variáveis das empresas não é normal e que as variâncias são heterogêneas. Conforme Fávero et al. (2009, p. 176), “o teste de *Kruskal-Wallis* verifica a probabilidade de que k amostras ($k > 2$) independentes sejam provenientes da mesma população”. Ainda conforme o autor, o teste deve ser aplicado quando as suposições exigidas pela Análise de Variância forem violadas.

A regressão logística segundo Fávero et al. (2009, p. 441) investiga “a relação entre variáveis explicativas, métricas e não métricas e uma variável dependente categórica binária. Diferentemente da regressão múltipla, a regressão logística não pressupõe a existência de homogeneidade de variância e normalidade dos resíduos”. Ainda de acordo com o autor, a regressão logística multinomial permite que a variável dependente possua mais de dois grupos, seja nominal ou ordinal. Assim, a variável dependente (estrutura de propriedade) utilizada no estudo foi separada em cinco grupos: conselho de administração, CEO, propriedade estrangeira, propriedade familiar e propriedade institucional.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, para análise dos dados apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa, bem como, um teste de comparação de média. O resultado da estatística descritiva das variáveis de Estrutura de Propriedade é apresentado na Tabela 2. Ressalta-se que as empresas foram separadas por grupos, dessa forma foram apresentados os percentuais de participação apenas para a variável correspondente, exemplo das empresas do grupo de Conselho de Administração, pois foi analisado apenas a concentração de ação com o Conselho de Administração.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis de estrutura de propriedade

| Ano | Grupo | N | Máximo | Mínimo | Média | Desvio-padrão | Kruskal-Wallis | Sig. |
|------|---------------------------|----|--------|--------|--------|---------------|----------------|-------|
| 2010 | Conselho de Administração | 5 | 78,890 | 6,500 | 30,830 | 28,119 | 17,679 | 0,001 |
| | CEO | 3 | 99,920 | 65,810 | 87,643 | 18,957 | | |
| | Propriedade Estrangeira | 4 | 77,500 | 5,610 | 30,943 | 32,626 | | |
| | Propriedade Familiar | 37 | 97,580 | 0,680 | 56,878 | 25,408 | | |
| | Propriedade Institucional | 17 | 98,230 | 0,450 | 29,497 | 30,273 | | |
| 2011 | Conselho de Administração | 6 | 78,890 | 11,830 | 24,758 | 27,571 | 17,530 | 0,002 |
| | CEO | 3 | 99,920 | 65,780 | 87,633 | 18,974 | | |
| | Propriedade Estrangeira | 4 | 60,000 | 5,610 | 21,895 | 25,532 | | |
| | Propriedade Familiar | 38 | 97,580 | 0,680 | 59,500 | 25,095 | | |
| | Propriedade Institucional | 15 | 94,990 | 0,450 | 31,322 | 31,961 | | |
| 2012 | Conselho de Administração | 7 | 43,470 | 3,740 | 17,541 | 17,577 | 15,360 | 0,004 |
| | CEO | 6 | 99,920 | 2,170 | 67,988 | 38,940 | | |
| | Propriedade Estrangeira | 5 | 88,740 | 5,620 | 45,284 | 39,515 | | |
| | Propriedade Familiar | 31 | 99,990 | 0,680 | 58,602 | 30,323 | | |
| | Propriedade Institucional | 17 | 97,800 | 2,280 | 31,971 | 26,698 | | |
| 2013 | Conselho de Administração | 13 | 43,470 | 3,740 | 13,835 | 14,803 | 17,336 | 0,002 |
| | CEO | 6 | 99,920 | 2,170 | 57,417 | 37,156 | | |
| | Propriedade Estrangeira | 7 | 88,740 | 5,620 | 40,223 | 34,047 | | |
| | Propriedade Familiar | 26 | 96,520 | 0,680 | 55,697 | 31,984 | | |
| | Propriedade Institucional | 14 | 97,800 | 6,000 | 28,968 | 28,793 | | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se, a partir da Tabela 2, que as empresas analisadas possuem diferentes estruturas, variando de companhias com altas concentrações de capital com os membros do Conselho de Administração, com o diretor presidente, investidores institucionais, família, investidores estrangeiros, até empresas com baixas concentrações de capital. Ressalta-se que a maioria da concentração de ações está no grupo de empresas CEO e Propriedade Familiar. Além disso, o teste de comparação de média foi significativo em todos os anos, ou seja, a média de concentração de ações entre os grupos são diferentes.

Na sequência, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis de desempenho empresarial utilizadas neste estudo separadas entre os grupos de empresa, bem como, o seu teste de média. A estatística descritiva das variáveis de desempenho empresarial é exposta na Tabela 3.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis de desempenho empresarial

| Variáveis | Grupo | N | Máximo | Mínimo | Média | Desvio-padrão | Kruskal-Wallis | Sig. |
|------------------------------------|-------|----|---------|------------|----------|---------------|----------------|-------|
| Painel A – 2010 | | | | | | | | |
| Retorno sobre o Ativo Total | CA | 5 | 16,760 | 2,700 | 7,158 | 5,842 | 1,144 | 0,887 |
| | CEO | 3 | 48,480 | 3,710 | 19,607 | 25,048 | | |
| | PE | 4 | 20,430 | 4,340 | 10,095 | 7,107 | | |
| | PF | 37 | 292,540 | -7,590 | 15,094 | 47,232 | | |
| | PI | 17 | 28,530 | 1,220 | 9,575 | 7,203 | | |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido | CA | 5 | 23,380 | -33,810 | 1,486 | 21,543 | 3,052 | 0,549 |
| | CEO | 3 | 54,690 | 3,390 | 22,233 | 28,230 | | |
| | PE | 4 | 33,140 | 10,290 | 18,525 | 10,100 | | |
| | PF | 37 | 74,920 | -221,960 | 5,051 | 44,074 | | |
| | PI | 17 | 40,140 | -8,650 | 13,886 | 12,737 | | |
| Retorno sobre o Capital Investido | CA | 5 | 22,220 | 3,280 | 11,078 | 7,523 | 0,119 | 0,998 |
| | CEO | 3 | 65,750 | 4,390 | 26,310 | 34,227 | | |
| | PE | 4 | 24,670 | 6,890 | 12,740 | 8,102 | | |
| | PF | 37 | 606,410 | -12,580 | 30,306 | 98,620 | | |
| | PI | 17 | 42,400 | 1,400 | 12,491 | 9,655 | | |
| Painel B – 2011 | | | | | | | | |
| Retorno sobre o Ativo Total | CA | 6 | 14,230 | -5,710 | 3,937 | 6,550 | 2,980 | 0,561 |
| | CEO | 3 | 7,130 | 3,430 | 5,700 | 1,988 | | |
| | PE | 4 | 30,670 | 4,340 | 13,078 | 12,210 | | |
| | PF | 38 | 40,230 | -14,940 | 6,886 | 9,815 | | |
| | PI | 15 | 18,000 | -1,820 | 7,475 | 5,556 | | |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido | CA | 6 | 20,800 | -100,870 | -16,272 | 43,619 | 6,219 | 0,183 |
| | CEO | 3 | 11,540 | -6,010 | 4,903 | 9,525 | | |
| | PE | 4 | 41,820 | 9,420 | 23,090 | 15,169 | | |
| | PF | 38 | 132,550 | -505,140 | -5,250 | 91,085 | | |
| | PI | 15 | 35,980 | -23,920 | 10,300 | 14,745 | | |
| Retorno sobre o Capital Investido | CA | 6 | 35,710 | -6,720 | 10,793 | 14,914 | 0,980 | 0,913 |
| | CEO | 3 | 9,480 | 3,990 | 7,490 | 3,041 | | |
| | PE | 4 | 45,620 | 6,540 | 18,378 | 18,542 | | |
| | PF | 38 | 377,450 | -24,030 | 20,696 | 61,978 | | |
| | PI | 15 | 22,730 | -3,660 | 9,465 | 6,921 | | |
| Painel C – 2012 | | | | | | | | |
| Retorno sobre o Ativo Total | CA | 7 | 21,210 | -10,160 | 5,246 | 9,852 | 1,974 | 0,741 |
| | CEO | 6 | 65,820 | -15,240 | 12,428 | 27,852 | | |
| | PE | 5 | 10,850 | 4,850 | 7,470 | 2,864 | | |
| | PF | 31 | 31,040 | -13,940 | 4,926 | 8,014 | | |
| | PI | 17 | 15,640 | -11,360 | 4,691 | 6,507 | | |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido | CA | 7 | 65,940 | -32,670 | 9,071 | 30,335 | 3,622 | 0,460 |
| | CEO | 6 | 71,490 | -195,670 | -7,863 | 94,949 | | |
| | PE | 5 | 25,110 | 8,270 | 13,934 | 6,513 | | |
| | PF | 31 | 103,940 | -5,610,970 | -169,834 | 1,010,151 | | |
| | PI | 17 | 27,960 | -123,850 | -1,456 | 33,415 | | |
| Retorno sobre o Capital Investido | CA | 7 | 30,630 | -13,820 | 6,684 | 13,599 | 1,223 | 0,874 |
| | CEO | 6 | 97,300 | -47,080 | 13,445 | 46,863 | | |
| | PE | 5 | 12,590 | 7,820 | 9,878 | 2,430 | | |
| | PF | 31 | 52,130 | -17,180 | 10,875 | 16,947 | | |
| | PI | 17 | 23,270 | -15,800 | 6,287 | 8,867 | | |
| Painel D – 2013 | | | | | | | | |
| Retorno sobre o Ativo Total | CA | 13 | 16,220 | -22,110 | 4,135 | 9,428 | 7,799 | 0,099 |
| | CEO | 6 | 7,400 | -6,380 | 1,065 | 4,937 | | |
| | PE | 7 | 26,110 | 4,890 | 10,596 | 7,382 | | |
| | PF | 26 | 33,430 | -26,300 | 5,639 | 10,377 | | |
| | PI | 14 | 15,040 | -43,530 | 1,549 | 13,776 | | |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido | CA | 13 | 73,550 | -147,480 | -4,522 | 49,200 | 5,878 | 0,208 |
| | CEO | 6 | 44,580 | -4,890 | 14,913 | 18,677 | | |
| | PE | 7 | 35,070 | 7,800 | 19,154 | 10,483 | | |
| | PF | 26 | 77,840 | -100,960 | 1,260 | 37,077 | | |
| | PI | 14 | 19,050 | -248,840 | -41,357 | 100,854 | | |
| Retorno sobre o Capital Investido | CA | 13 | 38,720 | -36,400 | 6,208 | 17,614 | 7,422 | 0,115 |
| | CEO | 6 | 10,970 | -52,420 | -5,860 | 23,315 | | |
| | PE | 7 | 36,700 | 6,590 | 14,654 | 10,595 | | |
| | PF | 26 | 127,420 | -28,060 | 12,236 | 26,216 | | |
| | PI | 14 | 17,240 | -72,180 | 0,776 | 21,758 | | |

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados apresentados na Tabela 3 revelam que, a média das variáveis de desempenho empresarial representadas pelo ROA, ROE e ROI, não foi significativa em todos os anos analisados, ou seja, a média do desempenho empresarial entre os grupos é igual. Observa-se que em todos os anos ocorreu de empresas evidenciarem significativos prejuízos em um ou mais grupos de empresas, ao passo que empresas evidenciaram significativos lucros demonstrando que, as empresas familiares possuem uma heterogeneidade no seu desempenho cujos motivos podem ser os mais variados.

Na Tabela 4 são apresentados os resultados da regressão logística multinomial. A tabela foi separada em Painel A, Painel B e Painel C. O Painel A apresenta as informações de ajuste do modelo multinomial, o Painel B os testes de razão de verossimilhança e o Painel C os coeficientes do modelo logístico multinomial.

Tabela 4 – Resultados da regressão logística multinomial

| Painel A – Informações de ajuste do modelo multinomial | | | | | | |
|--|------------------------------------|-------------------------------|--------------|------------------------------------|-------|----------------|
| Modelo | | Critérios de ajuste de modelo | | Testes de razão de verossimilhança | | |
| | | Verossimilhança de log -2 | Qui-quadrado | gl | Sig. | |
| Modelo nulo | | 696,217 | | | | |
| Modelo completo | | 652,661 | 43,556 | 12,000 | 0,000 | |
| Pseudo R ² de Nagelkerke | | | | 0,164 | | |
| Pseudo R ² de Cox e Snell | | | | 0,152 | | |
| Pseudo R ² de McFadden | | | | 0,063 | | |
| Painel B – Testes de razão de verossimilhança | | | | | | |
| Efeito | | Critérios de ajuste de modelo | | Testes de razão de verossimilhança | | |
| | | -2LL do modelo reduzido | Qui-quadrado | gl | Sig. | |
| Constante | | 652,661 | 0,000 | 0,000 | | |
| Retorno sobre o Ativo Total | | 681,814 | 29,153 | 5,000 | 0,000 | |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido | | 656,003 | 3,343 | 5,000 | 0,502 | |
| Retorno sobre o Capital Investido | | 688,282 | 35,662 | 5,000 | 0,000 | |
| Painel C – Coeficientes do modelo logístico multinomial | | | | | | |
| Grupo/Modelo | | β | Erro padrão | Wald | Sig. | Risco Relativo |
| Conselho de Administração | Constante | -0,561 | 0,275 | 4,150 | 0,042 | |
| | Retorno sobre o Ativo Total | -0,210 | 0,089 | 5,587 | 0,018 | 0,811 |
| | Retorno sobre o Patrimônio Líquido | 0,001 | 0,004 | 0,028 | 0,867 | 1,001 |
| | Retorno sobre o Capital Investido | 0,131 | 0,057 | 5,298 | 0,021 | 1,140 |
| CEO | Constante | -1,787 | 0,387 | 21,313 | 0,000 | |
| | Retorno sobre o Ativo Total | 0,193 | 0,090 | 4,593 | 0,032 | 1,213 |
| | Retorno sobre o Patrimônio Líquido | 0,000 | 0,002 | 0,028 | 0,867 | 1,000 |
| | Retorno sobre o Capital Investido | -0,105 | 0,056 | 3,514 | 0,061 | 0,900 |
| Propriedade Estrangeira | Constante | -1,486 | 0,365 | 16,534 | 0,000 | |
| | Retorno sobre o Ativo Total | -0,028 | 0,118 | 0,057 | 0,811 | 0,972 |
| | Retorno sobre o Patrimônio Líquido | 0,020 | 0,014 | 2,199 | 0,138 | 1,021 |
| | Retorno sobre o Capital Investido | 0,031 | 0,076 | 0,163 | 0,686 | 1,031 |
| Propriedade Familiar | Constante | 0,701 | 0,198 | 12,509 | 0,000 | |
| | Retorno sobre o Ativo Total | -0,223 | 0,078 | 8,132 | 0,004 | 0,800 |
| | Retorno sobre o Patrimônio Líquido | 0,000 | 0,001 | 0,166 | 0,684 | 1,000 |
| | Retorno sobre o Capital Investido | 0,156 | 0,052 | 8,792 | 0,003 | 1,168 |

Obs.: O grupo de referência é: Propriedade Institucional.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 4, observa-se no Painel A, que existe pelo menos um indicador capaz de discriminar os grupos: Conselho de Administração, CEO, Propriedade Estrangeira, Propriedade Familiar, Propriedade Institucional. Os pseudo-R² de Cox e Snell (0,152), Nagelkerke (0,164) e McFadden (0,063) proporcionam poder de fraco ao modelo, devendo ser considerado como limitações. Pelo teste de razão de verossimilhança (Painel B) constatou-se que o Retorno sobre o Ativo Total (ROA) e o Retorno sobre o Capital Investido (ROI) apresentam capacidade discriminante para os grupos.

Com relação à comparação (Painel C) entre o grupo de Conselho de Administração e o grupo de referência Propriedade Institucional, as variáveis ROA e ROI se apresentaram estatisticamente significativas ao nível de 5%, ao qual sugere que a associação entre as variáveis ROA e ROI, utilizadas como medidas de desempenho empresarial e a estrutura de propriedade não ocorre ao acaso. Assim, o risco relativo de menores índices de ROA e maiores de ROI estarem presente no grupo de Conselho de Administração diminui em 19% e aumenta em 14% respectivamente quando se comparado a probabilidade de estarem no grupo Propriedade Institucional.

Na comparação entre o grupo CEO e o grupo Propriedade Institucional, observa-se que o ROA se demonstrou significativo ao nível de 5%, assim o desempenho empresarial avaliado por meio da rentabilidade do ativo total está associado com a Estrutura de Propriedade. Verifica-se ainda, que a probabilidade de uma empresa com alto ROA estar no grupo CEO aumenta em 21% quando comparado com a no grupo Propriedade Institucional.

Já na comparação entre o grupo Propriedade Estrangeira e o grupo Propriedade Institucional, verifica-se que nenhuma das variáveis foram estatisticamente significantes. Dessa forma, nenhuma das associações entre as variáveis de desempenho empresarial e Estrutura de Propriedade são significativas.

Por fim, constatou-se que na análise do grupo Propriedade Familiar com o grupo Propriedade Institucional, as variáveis ROA e ROI se apresentaram estatisticamente significativas ao nível de 1%, ao qual sugere que a associação entre as variáveis ROA e ROI, utilizadas como medidas de desempenho empresarial e a Estrutura de Propriedade não ocorrem por acaso. Para tanto, o risco relativo de menores ROA e maiores ROI estarem presente no grupo de Propriedade Familiar diminui em 20% e aumenta em 17% respectivamente quando se comparado à probabilidade de estarem no grupo Propriedade Institucional.

Não encontrou-se associação entre a variável Retorno sobre o patrimônio Líquido e a Estrutura de Propriedade em nenhum dos grupos analisados. Assim, afirma-se que não existe associação entre a medida de desempenho empresarial ROE com a Estrutura de Propriedade.

De acordo com o estudo de Dwivedi e Jain (2005), a posse de ações com o Conselho de Administração possui uma relação positiva com o desempenho da empresa, visto que a posse de ações com o Conselho de Administração pode servir de incentivo para o alinhamento de interesses entre agente e principal. Este achado foi encontrado apenas para Retorno sobre o Capital Investido (ROI), quando comparado com a Propriedade Institucional.

Para Mehran (1995), o desempenho da empresa está positivamente relacionado com a porcentagem de capital detido pelos CEOs. Este resultado foi encontrado de forma significativa para o Retorno sobre o Ativo Total (ROA), quando comparado com a Propriedade Institucional.

Segundo a pesquisa de Filatotchev, Lien e Piesse (2005), empresas com Propriedade Estrangeira são mais propensas a produzirem um desempenho empresarial positivo, uma vez que os investidores fornecem às entidades um maior conjunto de recursos financeiros em comparação com instituições locais. Conforme a Tabela 4, não foram encontradas associações significativas entre Propriedade Estrangeira e as variáveis de desempenho avaliadas pelo ROA, ROE e ROI, quando comparada com a Propriedade Institucional.

Ainda com base na pesquisa Filatotchev, Lien e Piesse (2005), os autores explanam que a presença de proprietários de empresas de controle familiar está associada a um melhor desempenho empresarial, pois estas empresas possuem uma supervisão superior e forte incentivo para monitorar os gestores, o que diminui os conflitos entre agente e principal. Conforme os achados neste estudo, o Retorno sobre o Capital Investido apresentou uma

associação positiva com Propriedade Familiar, quando comparada com a Propriedade Institucional.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou verificar a associação da estrutura de propriedade com o desempenho empresarial das empresas familiares listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2013. Para a consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. Da população de 191 empresas familiares da BM&FBovespa, 66 compuseram a amostra, totalizando 264 observações.

Para a análise dos resultados foram utilizados diferentes testes estatísticos, conforme segue: (i) caracterização da amostra por meio de estatística descritiva; (ii) teste de *Kruskal-Wallis* para comparação das médias; e (iii) regressão logística multinomial para verificar a associação da Estrutura de Propriedade com o desempenho empresarial.

Os resultados sugerem evidências empíricas de que existe uma associação entre desempenho empresarial avaliado pelo Retorno sobre o Ativo Total (ROA) e o Retorno sobre o Capital Investido (ROI) e a Estrutura de Propriedade das empresas familiares, ao qual não ocorrem ao acaso. Entretanto, não foi possível afirmar para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

Observa-se que as empresas familiares do grupo Conselho de Administração possuem um menor Retorno sobre o Ativo Total (ROA) e um maior Retorno sobre o Capital Investido (ROI) quando comparadas com as empresas familiares do grupo Propriedade Institucional. Já no que tange o grupo Propriedade Familiar, tem-se o mesmo comportamento do grupo Conselho de Administração, em comparação ao grupo Propriedade Institucional. Porém, em relação ao grupo de empresas CEO, percebe-se que estas empresas possuem maior variação positiva (aumento) da Rentabilidade do Ativo do que as empresas do grupo Propriedade Institucional. Por fim, no grupo de empresas familiares de Propriedade Estrangeira não foi verificada associação entre a Estrutura de Propriedade e as variáveis de desempenho empresarial.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a verificação da associação da Estrutura de Propriedade com o desempenho empresarial, possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização das empresas familiares da BM&FBovespa que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis de desempenho empresarial utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo.

Recomenda-se para pesquisas futuras, a replicação desta pesquisa em empresas não familiares, empresas familiares do setor “Financeiro e Outros” da BM&FBovespa, ou empresas familiares de outros países para que seja possível comparar os achados. Recomenda-se também a utilização de outras variáveis de desempenho empresarial.

REFERÊNCIAS

ABOR, J.; BIEKPE, N. Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. **Corporate Governance**, v. 7, n. 3, p. 288-300, 2007.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

AL-MUSALI, M. A. K.; ISMAIL, K. N. I. K. Corporate governance, bank specific characteristics, banking industry characteristics, and intellectual capital (IC) performance of

banks in Arab Gulf Cooperation Council (GCC) countries. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 8, n. 1, p. 115-135, 2012.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

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

BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 2, p. 351-405, 2008.

BRENES, E. R.; MENA, M.; MOLINA, G. E. Key success factors for strategy implementation in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 590-598, 2008.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

COLAROSSO, F.; GIORGINO, M.; STERI, R.; VIVIANI, D. A corporate governance study on Italian family firms. **Corporate Ownership & Control**, v. 5, n. 4, p. 93- 103, 2008.

COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 197-207, 2006.

DWIVEDI, N.; JAIN, A. K. Corporate governance and performance of Indian firms: The effect of board size and ownership. **Employee Responsibilities and Rights Journal**, v. 17, n. 3, p. 161-172, 2005.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. **Administração financeira: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012

FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L. da; CHAN, B. L.. **Análise de Dados: Modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERREIRA, J. A. S. **Finanças Corporativas: conceitos e aplicações**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

FILATOTCHEV, I.; LIEN, Y-C.; PIESSE, J. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 257-283, 2005.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12 ed. São Paulo: Pearson, 2010.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração Financeira: Uma Abordagem Gerencial**. São Paulo: Addison Wesley, 2003.

GOMES, A. F.; SANTANA, W. G. P.; ARAÚJO, U. P. Mecanismos de vigilância e dispositivos de controle: o caso de uma indústria familiar de confecções de Minas Gerais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 8, p. 67-87, 2008.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. **Corporate Governance and Equity Prices**. National Bureau of Economic Research, 2001.

GONÇALVES, J. S. R. C. As empresas familiares no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v.7, n. 1, p. 7-12, 2000.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E. **Administração financeira**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010

MCCONNELL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 595-612, 1990.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163-184, 1995.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, 1988.

MUÑOZ, V. L. Política de dividendos y conflict en la empresa familiar: El protocolo. **Revista de Empresa Familiar**, v. 2, n. 1, p. 55-63, 2012.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F. D.; COSTA, A. C. F. da.; AMARAL, A. C. do. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PETRY, L. I.; NASCIMENTO, A. M. Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 109-125, 2009.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

POLITELO, L.; KAVESKI, I. D. S. K.; CHIARELLO, T. C.; SILVA, T. P. da. Propriedade familiar e remuneração baseada em ações da diretoria das empresas brasileiras. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 1, p. 183-201, 2014.

RAPPAPORT, A. **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**. 2.ed. New York: The Free Press, 1998.

REDDY, K.; LOCKE, S.; SCRIMGEOUR, F. The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. **International Journal of Managerial Finance**, v. 6, n. 3, p. 190-219, 2010.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: The principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. D. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHYU, J. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.

SILVA, A. L. C. da. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

WARD, J. L. Growing the family business: special challenges and best practices. **Family Business Review**, v. 10, n. 4, p. 323-338, 1997.

WARD, J. L. The role of the board in family business strategy. **Family Business Know-How**, v. 4, p. 1-3, 2002.