

Relatórios COPPEAD é uma publicação do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Editor

Leticia Casotti

Editoração

Lucilia Silva

Ficha Catalográfica

Ana Rita Mendonça de Moura

Zborowski, Isabel Barbosa.

Empresas familiares no índice Bovespa / Isabel Barbosa
Zborowski, Ricardo Pereira Câmara Leal e Patrícia Bortolon. – Rio
de Janeiro: UFRJ /COPPEAD, 2011.

15 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 398)

ISBN 978-85-7508-084-9

ISSN 1518-3335

1. Finanças. 2. Governança corporativa. I. Leal, Ricardo
Pereira Câmara. II. Bortolon, Patrícia. III. Título. IV. Série.

CDD – 332

Pedidos para Biblioteca:

Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão

21941-972 – Rio de Janeiro – RJ

Telefone: 21-2598-9837

Telefax: 21-2598-9835

e-mail: biblioteca@coppead.ufrj.br

Disponível em www.coppead.ufrj.br

EMPRESAS FAMILIARES NO ÍNDICE IBOVESPA

Isabel Barbosa Zborowski¹

Ricardo P. Câmara Leal²

Patrícia Maria Bortolon³

RESUMO

Este artigo investiga a presença de famílias na propriedade, gestão e controle de empresas brasileiras. A amostra é composta por grandes e tradicionais empresas participantes do principal índice de bolsa de valores brasileiro, o Ibovespa. Características de controle, práticas de governança corporativa e resultados financeiros são comparados entre empresas com presença familiar e as não-familiares. As principais diferenças estão nas características de controle, com as empresas com presença familiar apresentando maior diferença entre propriedade e controle e maior emprego de acordos de acionistas e pirâmides de controle. As empresas familiares também compartilham menos o controle, especialmente com acionistas estrangeiros e fundos de pensão. O efeito da presença familiar na rentabilidade mostrou-se inconclusivo.

Palavras chave: empresas familiares, índice Ibovespa, governança corporativa.

1 – INTRODUÇÃO

Empresas de controle familiar são a forma mais antiga e ainda dominante de negócios em todo o mundo. Estas empresas podem ser pequenas ou grandes, de capital aberto ou fechado, empregando poucos ou milhares de funcionários.

Como demonstraram Ehrhardt, Nowak e Weber (2006), apesar de em 1903, na Alemanha, as firmas familiares representarem 81% de sua amostra, 100 anos depois, em 2003, as famílias permaneciam controlando 50% delas. Anderson e Reeb (2003) mostraram que entre as empresas do S&P 500 dos Estados Unidos um terço tem presença familiar. La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) pesquisaram dados de

¹ Economista do BNDES, mestre em Administração de Empresas

² Professor titular do Instituto COPPEAD de Administração da UFRJ

³ Professora adjunta do Departamento de Ciências Contábeis da UFES

Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

controle em 27 países e mostraram que famílias controlam aproximadamente 30% das grandes empresas (negociadas em bolsa) e 45% das médias. Lethbridge (1997) constata que, “a nível mundial, empresas controladas e administradas por familiares são responsáveis por mais da metade dos empregos e, dependendo do país, geram de metade a dois terços do PIB”.

Quando observada no contexto da governança corporativa, as empresas familiares podem agravar ou amenizar os problemas típicos abordados por esta área de estudos. Os custos de agência apresentados por Jensen e Meckling (1976) originam-se na divergência de interesses entre uma ou mais pessoas (o principal) que delegam poder a outra pessoa (o agente). Considerando que ambas as partes são maximizadoras de utilidade, o agente nem sempre age de maneira a favorecer os interesses do principal.

Nesses relacionamentos, Villalonga e Amit (2006) citam dois dos principais conflitos e os definem como “Problemas de Agência 1 e 2”. O primeiro problema de agência, Problema 1, pode ser definido como o clássico conflito entre gestão e propriedade. Este problema advém do fato de que os gestores da empresa muitas vezes possuem interesses conflitantes (envolvendo questões pessoais e profissionais) com os interesses dos proprietários, ou seja, não necessariamente os gestores tomam as decisões sempre pensando nos acionistas em primeiro lugar. Já o Problema 2, pode ser definido basicamente pelo conflito entre acionistas majoritários (neste caso, controladores e não apenas proprietários) e minoritários. Os acionistas majoritários, por possuírem o benefício do controle, podem utilizar-se deste para favorecimento próprio, gerando perdas para os demais acionistas, ou seja, pode ocorrer uma expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários.

Uma forma de amenizar os efeitos do Problema 1 é o monitoramento dos gestores por parte dos proprietários (Shleifer e Vishny, 1986). Como os grupos familiares geralmente possuem esta característica de deter participação relevante nas suas empresas, automaticamente teriam incentivos em reforçar o monitoramento dos gestores, atenuando, portanto, o conflito citado. No entanto, isso poderia não ser atribuído à presença familiar por si só e, sim, à característica de concentração de controle que estas possuem.

Villalonga e Amit (2006) argumentam que, mesmo em corporações com grandes acionistas, os incentivos a este monitoramento são mais fortes se este grande acionista (não necessariamente o controlador) é um indivíduo ou família e mais fracos se forem uma instituição como um banco ou fundo de investimento, já que estes últimos possuem interesses diluídos entre seus múltiplos acionistas.

Já em relação ao Problema 2, o controle da empresa por parte de uma família pode ser prejudicial aos investidores minoritários, assim como ao desempenho da firma. As famílias parecem ter “apego” pelo controle, segundo Ehrhardt, Nowak e Weber (2006). Os autores, ao estudar a evolução da propriedade e controle nas firmas familiares na Alemanha ao longo de 100 anos, demonstram que as famílias são bastante lentas para vender parte de suas ações e que elas raramente abrem mão do controle quando possuem parte da propriedade. Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) citam três teorias sobre os benefícios de a família preservar o controle (neste caso, a definição de controle utilizada é aquele exercido por meio da gestão): a primeira é o *amenity potential*, uma utilidade não pecuniária, como, por exemplo, a satisfação de ver um filho, que carrega o nome da família, à frente da empresa; a segunda teoria relaciona-se com a reputação que a presença da família pode trazer à empresa, o que a levaria a ser mais rigorosas em termos de qualidade; por fim, a terceira tem a ver com o medo de a família sofrer expropriação por parte dos novos controladores. Em linha com esta terceira teoria, Lethbridge (1997) cita o apego à tradição e o medo de perder o controle como possíveis causas para as dificuldades de crescimento das empresas familiares em cenários de maior liberalização da economia.

O poder de controle pode ser potencializado por mecanismos que permitam o desvio do princípio “uma ação – um voto”, tais como ações com diferentes direitos de voto e estruturas de controle indireto. Villalonga e Amit (2007) detectaram, entre as empresas estadunidenses presentes no *Fortune 500*, que as firmas familiares foram o único grupo de acionistas pesquisado que usa mecanismos que aumentam os direitos de controle em contrapartida aos direitos de fluxo de caixa. Os principais mecanismos empregados são o acordo de acionistas e as ações com diferentes direitos de voto.

Pesquisas mostram que há um efeito da presença familiar sobre o desempenho da firma. Andres (2008) compara o efeito do controle familiar na empresa ao do controle por outros grandes blocos. A pesquisa foi feita na Alemanha com 275 firmas de 1998 a 2004. O resultado confirmou que, mesmo se comparadas a empresas com controladores mais concentrados, as firmas familiares ainda assim apresentam desempenho superior (em termos de rentabilidade e de valor de mercado). Mesmo nos EUA, um terço das companhias presentes no S&P 500 tem famílias como acionistas, como mostram Anderson e Reeb (2003). Segundo os autores, observou-se desempenho superior tanto em termos de rentabilidade (medida pelo Retorno sobre Ativos, o *Return on Assets*, ROA) e no mercado (Q de Tobin, uma medida de valor de mercado relativo), nas empresas com presença familiar.

Ehrhardt, Nowak e Weber (2006) detectam que o desempenho superior da presença familiar (medido em termos de ROA) vai caindo ao longo das gerações da

família. Isto pode ser explicado pelos conflitos por poder entre os familiares, ou mesmo pelo nepotismo que limita a possibilidade de melhores escolhas no mercado de trabalho (Pérez-Gonzalez, 2006; Bertrand, Johnson, Samphantharak e Schoar, 2008). Outros estudos, entretanto, encontram melhores desempenhos em empresas familiares mesmo quando o diretor presidente é um herdeiro (Favero, Giglio, Honorati e Panunzi, 2006; Sraer e Thesmar, 2006; Bennedsen, Nielsen, Pérez-Gonzalez e Wolfenzon, 2006).

No Brasil, a presença familiar ainda é muito relevante nas empresas, inclusive nas maiores. Se tal “fator familiar” influencia de fato a corporação, seja nas práticas de governança corporativa adotadas, nos conflitos de interesses presentes ou no modelo de gestão adotado, este passa a ser objeto de interesse daqueles que possuem alguma relação com as mesmas, sejam investidores, financiadores ou funcionários. Esta pesquisa explora parte das questões abordadas nesta seção em uma amostra das principais empresas abertas presentes no mercado acionário brasileiro. O objetivo é comparar empresas com presença familiar com as demais, quando observados o controle e os mecanismos para aumento do mesmo, as práticas de governança corporativa, as características do conselho de administração (CA) e diferenças de desempenho.

2 – BASE DE DADOS, VARIÁVEIS E METODOLOGIA

Foram selecionadas para análise as empresas que faziam parte do Índice Bovespa (Ibovespa) no final do ano de 2007 (carteira de setembro a dezembro de 2007). Neste período, o Ibovespa era composto por 63 ações de 57 empresas, contudo, apenas 55 foram incluídas na amostra, pois duas delas (Acesita e Celesc) encontravam-se com problemas de disponibilidade de dados em algumas das fontes de informações consultadas (Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a antiga Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, Economática e Bloomberg).

A presença familiar na empresa foi pesquisada em três níveis: propriedade, controle e gestão. Para que seja classificada como empresa familiar, deve haver algum membro da família fundadora, de origem brasileira, em algum desses níveis. Para isso foram pesquisados os nomes completos dos fundadores de cada uma das empresas e comparados aos sobrenomes dos proprietários, controladores ou membros da diretoria executiva. Cabe destacar que, para que seja considerada proprietária, a família deve ser um acionista relevante, ou seja, possuir no mínimo 5% das ações da companhia. Há casos particulares, como empresas controladas por fundações pertencentes às famílias fundadoras. Neste caso, como as famílias não podem obter lucro diretamente, dadas as

particularidades que constituem uma fundação, mas possuem poder de decisão na empresa, foram consideradas controladoras, porém não proprietárias.

A identificação do acionista controlador foi feita por meio do Informativo Anual (IAN) disponível no *site* da CVM. O acionista identificado como controlador neste relatório foi classificado como: família, estrangeiro, estatal ou fundo de pensão. Quando há indicação de mais de um acionista como controlador, o controle é considerado compartilhado.

Em relação à estrutura de propriedade e controle, foram pesquisadas as participações dos controladores identificados no IAN no total de ações da companhia e no total de ações ordinárias (ON). A diferença entre essas participações foi também calculada uma vez que expressam o grau de afastamento do princípio “uma ação – um voto”. Os mecanismos para reforço do controle foram identificados pelas variáveis mudas que assumiram valor 1 caso houvesse ações sem direito a voto, acordo de acionistas ou estrutura piramidal de controle. A presença de pirâmide é considerada se os controladores do topo da árvore societária exercem controle por meio de uma estrutura que permita atingir tal poder sem possuir direito à totalidade dos 50% + 1 de ações geralmente necessárias para que se atinja o controle. Por exemplo: se a empresa analisada X é controlada com 80% das ações ON de posse do grupo Y, que é controlado pelo grupo Z por meio de 90% de ações ON, considera-se que a empresa X não possui uma estrutura piramidal, pois Z controla X com um “direito integral” sobre 72% das ações ON. Contudo, se a empresa X é controlada com 60% das ações de posse de Y, controlada por Z por meio de 70% das ações, então X possui uma estrutura piramidal, pois, indiretamente, possui apenas 42% da empresa.

Como indicadores das práticas de governança corporativa identificou-se as empresas listadas em algum segmento diferenciado da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), as listadas nos níveis com mais exigências (Nível 2 e Novo Mercado) e as com emissões de ADRs. Também foi usado o IPGC (Índice de Práticas de Governança Corporativa) calculado por Leal e Carvalhal da Silva (2007).

Especial atenção foi dada ao CA como um mecanismo de governança corporativa. Foram contabilizados como membros do CA apenas aqueles apontados como efetivos no IAN e foram classificados como membros externos do CA aqueles cujos nomes não coincidiam com os membros da diretoria executiva listados no IAN. A proporção de membros da família no CA foi calculada pelo número de membros efetivos com mesmo sobrenome da família fundadora dividido pelo número de membros efetivos do CA. Os nomes dos diretores presidentes e presidentes do CA foram comparados um a um com os nomes e sobrenomes dos fundadores das empresas. Caso possuíssem o mesmo sobrenome (mas não o nome), foram considerados como herdeiros.

A comparação do desempenho e características financeiras foi feita por meio das seguintes variáveis: valor da firma (Q de Tobin); lucratividade medida pelo retorno sobre ativos, *Return on Assets* – ROA (Lucro Operacional / Ativo Total Médio) e pelo retorno sobre o patrimônio líquido, *Return on Equity* – ROE (Lucro Líquido / Patrimônio Líquido Médio); estrutura de capital (razão entre o total da dívida e o valor contábil do patrimônio líquido); tamanho (logaritmo natural do total de ativos e também da receita total); crescimento (variação percentual da receita no ano); rendimento de dividendos (razão entre dividendos recebidos por ação ao longo do ano sobre o preço praticado no início do ano); tipo de operação (representa o nível de tangibilidade das operações da companhia, calculada pela razão entre ativos fixos brutos, acrescidos do estoque, e o ativo total).

Foram feitas comparações de médias das variáveis descritas acima para o grupo de empresas familiares (com presença de famílias na propriedade, gestão ou controle) e as não familiares por meio de testes t. Também foi empregado o teste não paramétrico Qui-Quadrado uma vez que as quantidades de empresas, quando separadas entre familiares e não familiares, formaram grupos pequenos. A possível interação das variáveis foi avaliada por regressões lineares multivariadas estimadas pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) tendo como alternativas de variáveis dependentes o ROE, o ROA e o Q de Tobin.

3 – RESULTADOS

Das 55 empresas pesquisadas, 23 foram classificadas como familiares e 32 como não familiares, o que representam percentuais de 42% e 58%, respectivamente. No grupo de não familiares, 7 empresas possuem controle estatal, ou seja, 22% deste último grupo ou 13% do total de empresas pesquisadas. Das 23 empresas familiares, 20 são de propriedade familiar, 22 possuem controle familiar e 10 são geridas pela família, o que significam percentuais de 87%, 96% e 43%, respectivamente. O fato aparentemente curioso de existirem mais empresas controladas pela família do que de propriedade familiar pode ser explicado pela questão exposta na seção anterior de que algumas famílias exercem controle através de uma fundação. A tabela 1 apresenta as médias e os resultados dos testes de diferença entre médias para as variáveis estudadas.

Tabela 1 - Médias e testes t e de Qui-quadrado de diferenças entre empresas familiares e não-familiares. Os valores em negrito são significativos a 5%

	Familiares	Não Familiares	Teste t	Teste Qui	
Composição do Controle	Controle Compartilhado	26%	50%	0,08	0,07
	Acionista relevante fora do bloco de controle	70%	66%	0,76	0,76
	Fundo de pensão no bloco de controle	0%	13%	0,03	0,08
	Acionista estrangeiro no bloco de controle	17%	47%	0,02	0,02
Mecanismos de Controle	Acionistas controladores - % de ações ordinárias	69,25	59,82	0,20	0,09
	Acionistas controladores - % de ações totais	39,48	41,75	0,72	0,73
	Acionistas controladores - diferença entre propriedade e controle	29,77	18,07	0,02	0,01
	Presença de ações com diferentes direitos de voto	78%	66%	0,32	0,31
	Presença de acordo de acionistas	57%	28%	0,03	0,03
	Presença de estrutura piramidal de controle	35%	13%	0,07	0,05
	Presença de no mínimo um dos mecanismo de reforço do controle anteriores	96%	78%	0,05	0,07
Conselhos de Administração	Tamanho do Conselho de Administração	9,13	9,25	0,87	0,83
	Membros externos no Conselho de Administração	8,39	8,47	0,92	0,87
	Diretor Presidente e Presidente do Conselho são a mesma pessoa	13%	28%	0,19	0,18
	Diretor Presidente participa do Conselho de Administração	48%	56%	0,55	0,54
Práticas de Gov. Corporativa	Pontuação no Índice de Práticas de Gov. Corporativa (IPGC)	12,02	11,86	0,79	0,54
	Possui ADRs	70%	75%	0,66	0,66
	Listada em algum segmento diferenciado de governança da Bovespa	96%	63%	0,00	0,00
	Listada no Novo Mercado ou Nível 2 da Bovespa	35%	31%	0,79	0,78
Dados Financeiros	Q de Tobin	1,55	1,50	0,86	0,35
	ROA	9%	13%	0,15	0,07
	ROE	19%	21%	0,72	0,68
	Rend. Dividendos	3%	5%	0,01	0,09
	Tangibilidade dos ativos	52%	92%	0,00	0,00

A participação de fundos de pensão e de estrangeiros no bloco de controle e a ocorrência de controle compartilhado é significativamente maior nas empresas não familiares. Este resultado sustenta a hipótese sugerida por Ehrhardt, Nowak e Weber (2006) que as famílias possuem um certo “apego” pelo controle da companhia, já que não costumam possuir participação relevante nas empresas sem que esta participação esteja associada ao controle. Esta última afirmação é reforçada, ainda, pelo fato de que, em nenhuma das companhias presentes no Ibovespa, a família possui posição acionária relevante sem participar, ao mesmo tempo, do controle ou da gestão da empresa.

O desvio do princípio "uma ação – um voto" e o emprego de mecanismos de aumento do controle, tais como acordos de acionistas, ações sem direito de voto e estruturas piramidais, são maiores entre as empresas familiares. Contudo, os resultados mostram que a concentração de propriedade, observadas as ações com direito a voto ou todas as ações em posse dos acionistas controladores, é uma característica do mercado brasileiro, presente tanto em empresas familiares como não familiares. Não constatou-se diferenças significativas a respeito das características do CA entre os dois grupos de empresas. Também não se observam diferenças significativas no que tange à qualidade das práticas de governança corporativa, quando medidas pelo IPGC, pela emissão de ADRs ou pela adesão aos Níveis 2 e Novo Mercado da Bovespa.

As comparações de rentabilidade e valor, apesar de poderem ser consideradas preliminares por se considerar somente o ano de 2007 e não se levar em conta o efeito de outras variáveis sobre o desempenho, não sustentam a hipótese de influência da presença familiar nas firmas. Apenas as diferenças entre o rendimento de dividendos e a tangibilidade dos ativos são significativamente menores entre as empresas familiares.

Foi realizada uma análise preliminar, por incluir apenas um ano, de possíveis determinantes do desempenho das empresas por meio de regressões lineares múltiplas. As variáveis dependentes que representaram o desempenho foram o ROE, o ROA e o Q de Tobin. Não foram consideradas na mesma equação variáveis com alta correlação, variáveis que são funções de outras incluídas no modelo (como a diferença entre a propriedade e o controle e as participações na propriedade e no controle) ou variáveis que visam explicar conceitos equivalentes (ROE não foi incluída como independente quando ROA era dependente e vice-versa). Como o número de variáveis é grande se comparado ao tamanho de cada amostra, foi empregado um método de eliminação das variáveis dependentes de forma a se apresentar a versão do modelo com o maior R^2 possível.

A tabela 2 mostra os modelos com maior R^2 para cada uma das três variáveis dependentes (desempenho). Considerando-se o desempenho contábil (ROA e ROE), apenas duas variáveis aparecem de forma significativa nos dois melhores modelos, ambas com sinal negativo: as presenças de controle compartilhado e de programa de ADR. A presença familiar não parece apresentar relação estatisticamente significativa com a rentabilidade da companhia, contudo, a presença da família na gestão aparentou possuir uma relação negativa (quando a rentabilidade é medida em termos de ROA). Diante das limitações expostas, o efeito da presença familiar na rentabilidade da empresa permanece indeterminado.

A análise do que influencia o valor (Q de Tobin) sugere que a presença familiar mantém relação positiva com o valor de mercado da empresa. No entanto, esse efeito é praticamente anulado se a companhia é gerida pela família, sugerindo que a gestão familiar é interpretada pelo mercado como prejudicial. Este resultado, porém, pode estar sendo distorcido pelo fato de que 70% das companhias geridas por famílias possuem como diretor presidente um herdeiro do fundador. Resultado semelhante ocorreu no estudo de Villalonga e Amit (2006) que, inicialmente, não encontraram influência significativa da gestão familiar na empresa, contudo, quando separaram a amostra entre gestão por fundadores e por herdeiros, eles repararam que os fundadores apresentam influência positiva enquanto os herdeiros geram efeito negativo. A amostra da presente pesquisa, todavia, por apresentar limitações na quantidade de companhias dirigidas pelos seus fundadores (apenas duas), impediu que tal teste fosse realizado.

Tabela 2 - Regressões com MQO para ROE, ROA e Q de Tobin como variáveis dependentes. Valores em negrito assinalam significância estatística a 5%

Variável	Variável Dependente		
	ROE	ROA	Q TOBIN
Constante	0,55 (0,00)	0,36 (0,00)	2,76 (0,00)
Presença familiar		0,03 (0,32)	0,41 (0,02)
Gestão familiar		-0,08 (0,03)	-0,33 (0,10)
Acionista controlador institucional		0,09 (0,04)	
Controle compartilhado	-0,003 (0,01)	-0,002 (0,02)	-0,50 (0,00)
Acionista controlador estrangeiro			0,79 (0,00)
Diferença entre direitos sobre controle e caixa			-0,01 (0,00)
Tamanho do Conselho de Administração	-0,08 (0,07)	0,01 (0,02)	
Membros externos no Conselho de Administração	0,09 (0,04)		
Diretor Presidente e Presidente do Conselho são a mesma pessoa	-0,08 (0,13)	-0,05 (0,08)	-0,65 (0,00)
Diretor Presidente participa do Conselho de Administração	0,12 (0,13)	0,05 (0,11)	0,56 (0,00)
Pontuação no Índice de Práticas de Gov. Corporativa (IPGC)	-0,02 (0,03)		
Possui ADRs	-0,12 (0,01)	-0,08 (0,00)	
Listada no Novo Mercado ou Nível 2 da Bovespa		-0,07 (0,01)	
Idade da firma	0,00 (0,17)		
Estrutura de capital: razão dívida / patrimônio líquido		-0,01 (0,21)	
Logaritmo natural do total de ativos		-0,02 (0,01)	-0,19 (0,00)
Tangibilidade dos ativos			-0,51 (0,00)
Crescimento: variação da receita no ano			0,61 (0,00)
Índice de liquidez			0,09 (0,00)
ROA - Lucro operacional / Ativo total médio			5,70 (0,00)
R ² ajustado	0,27	0,39	0,83

A presença de acionista estrangeiro no grupo de controle tem relação forte e positiva com o valor da empresa, com efeito maior do que a presença de famílias. A relação é negativa com a presença de compartilhamento de controle, o que sugere que o mercado considera que existem outras formas de controle, além da presença familiar, que podem beneficiar ou prejudicar a companhia. No que se refere aos mecanismos de controle, a diferença entre os direitos sobre o controle e o caixa tem relação significativa e negativa com o valor da firma.

Há uma relação positiva entre a presença do diretor presidente no CA e o valor da companhia, o que sugere que a participação do gestor nas decisões estratégicas tomadas pelo CA pode contribuir para o alinhamento das visões dos dois grupos em questão, além de facilitar o seu monitoramento, amenizando o Problema 1. Entretanto, o efeito desta relação positiva praticamente desaparece se há o acúmulo de cargos de Presidente do CA e da empresa, sugerindo que o maior poder dado ao diretor presidente no CA, particularmente se ele também for representante dos controladores, pode levá-lo a impor os interesses do grupo gestor em detrimento dos interesses dos demais acionistas, enfraquecendo o alinhamento das visões e o seu monitoramento por parte dos acionistas.

4 – CONCLUSÃO

Famílias têm participação relevante em 42% das empresas do principal índice de bolsa de valores do país, o que é uma proporção maior do que a encontrada nos Estados Unidos (um terço) por Anderson e Reeb (2003), na Alemanha (37,5%) por Andres (2008) e que a média de 30% nos 27 países pesquisados por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999). Destaca-se, ainda, que 43% delas são geridas por membros da família fundadora.

No que se refere ao controle destas empresas, o estudo convergiu para a hipótese de Ehrhardt, Nowak e Weber (2006) de que as famílias possuem um certo “apego” ao controle da companhia, reforçado pelo baixo compartilhamento de controle (apenas 26% compartilham o controle com outros grupos), pelo amplo uso de mecanismos de reforço do controle (96% utilizam pirâmides, acordo de acionistas e/ou ações de classes distintas), pela elevada diferença entre a participação da família nas ações com direito a voto e no total de ações (quase 30 pontos percentuais) e pelo fato de que não há participações acionárias relevantes por parte das famílias sem que estas estejam associadas ao controle ou à gestão da companhia. No que tange às características dos CA e das práticas de governança, o estudo não detectou diferenças significativas entre as empresas familiares e as demais firmas.

Em relação à influência da presença familiar no desempenho das companhias, o resultado foi inconclusivo quando observados indicadores de rentabilidade contábil (ROE e ROA). No entanto, a análise do valor relativo de mercado mostrou um efeito positivo da presença familiar. Entretanto, este prêmio é praticamente anulado se essa presença familiar é acompanhada também pela participação de algum membro da família fundadora na gestão. Destaca-se, no entanto, que o fundador participa de poucas empresas familiares, estando a maior parte delas sob o comando de herdeiros, o que poderia estar viesando o resultado. Isso porque, como sugerem os estudos de Villalonga e Amit (2006) e de Bennedsen, Nielsen, Pérez-Gonzalez e Wolfenzon (2006), os herdeiros podem estar associados a prêmios negativos, ao contrário dos fundadores, que geralmente estão associados a prêmios positivos.

Em relação ao efeito do uso de mecanismos de reforço de controle no desempenho da companhia, observa-se que, enquanto o uso de pirâmides e/ou acordo de acionistas não aparentou exercer efeito, a diferença entre o percentual de ações com direito a voto e do total de ações apresentou relação negativa com o valor de mercado (Q de Tobin).

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

5 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.

ANDRES, C. Large shareholders and firm performance – an empirical examination of founding family ownership. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 4, p. 431-445, 2008.

BENNEDSEN, M. et al. Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 122, n. 2, p. 647-691, 2007.

BUKART, M.; PANUNZI, F.; SCHLEIFER, A. Family firms. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 5, p. 2167-2202, 2003.

EHRHARDT, O.; NOWAK, E.; WEBER, F. **Running in the family: The evolution of ownership, control and performance in German family-owned firms, 1903-2003**. Swiss Finance Institute. Research paper series n° 06 – 13, 2006.

FAVERO, C. A. et al. **The performance of Italian family firms**. ECGI Working Paper Series in Finance. Working Paper N°127/2006.

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.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A., LOPEZ-DE-SILANES, F., orgs., **Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America**. Washington, DC: Stanford University Press, 2007. p. 213-287.

LETHBRIDGE, E. Tendências da empresa familiar no mundo. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 7, p. 15-18, jun. 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **The Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, part 1, p. 461-488, 1986.

SRAER, D.; THESMAR, D. Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market. **Journal of the European Economic Association**, v. 5, n. 4, p. 709-751, 2007.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How are U.S. family firms controlled? **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3047-3091, 2009.