

---

## A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O RETORNO DAS AÇÕES DE EMPRESAS DE CONTROLE FAMILIAR E DE CONTROLE NÃO FAMILIAR NO BRASIL

---

DOI: 10.5700/rege527

ARTIGO – FINANÇAS

### *Ricardo Bruno Queiroz Sampaio*

Especialista em Gestão Empresarial pela Faculdades Nordeste – Fortaleza-CE, Brasil  
Graduado em Administração pela Universidade Federal do Ceará  
E-mail: ricardobqs@gmail.com

Recebido em: 10/11/2011

Aprovado em: 31/1/2014

### *Bruno Chaves Correia Lima*

Doutorando em Administração na Universidade Federal da Bahia – Salvador-BA, Brasil  
Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará  
Graduado em Ciências Contábeis  
E-mail: brunoccl@hotmail.com

### *Augusto César de Aquino Cabral*

Associado II no Programa de Pós-graduação em Administração e Controladoria (PPAC) da Universidade Federal do Ceará – Fortaleza-CE, Brasil  
Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais  
Mestre em Administração pela Universidade Estadual do Ceará  
Mestre em Educational Administration and Supervision pela University of New Hampshire  
Graduado em Administração pela Universidade de Fortaleza  
E-mail: cabral@ufc.br

### *Álvaro Luiz Bandeira de Paula*

Professor Efetivo na Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo (FEAAC) da Universidade Federal do Ceará – Fortaleza-CE, Brasil  
Mestre em Administração de Empresas pelo Instituto COPPEAD da Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Graduado em Administração pela Universidade Federal do Ceará  
E-mail: alvarodepaula@uol.com.br

## RESUMO

O presente estudo tem por objetivo avaliar, dentre as empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, a significância das diferenças no retorno de ações, em decorrência da identidade do controle e da atuação de familiares do controlador na diretoria. Trata-se de estudo descritivo, de natureza quantitativa, envolvendo as 107 empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, categorizadas em: “controle familiar”, “controle não familiar”, e, entre as empresas de controle familiar, “com membros da família controladora na diretoria” e “sem membros da família controladora na diretoria”. As informações foram obtidas por meio do acesso aos sites da BM&FBOVESPA e das organizações analisadas, além do banco de dados Economática®. Os dados foram tratados por meio de estatística descritiva, com uso do método “Teste de Duas Amostras para Médias” e coeficiente de correlação. A pesquisa identificou que a proporção de empresas familiares é bastante relevante, sendo quase a metade de toda a amostra. Ademais, o coeficiente de correlação mostrou-se fortemente correlato e positivo entre as séries estudadas. Finalmente, não se evidenciaram diferenças significativas de retorno devidas à identidade do controle e à participação de membros da família controladora na diretoria em nenhum dos casos estudados.

**Palavras-Chave:** Governança Corporativa, Teoria de Agência, Estrutura de Controle e Propriedade, Companhias Familiares.

### **CORPORATE GOVERNANCE AND RETURN ON EQUITY OF FAMILY CONTROL COMPANIES AND NON-FAMILY CONTROL COMPANIES IN BRAZIL**

#### **ABSTRACT**

*This study aims to evaluate, among the companies of BM&BOVESPA's New Market ("Mercado Novo"), the significance of differences of return on equity, due to the control identity and the operation of the controlling shareholder's relatives in the board of directors. The study is qualified as descriptive and of quantitative nature, involving all 107 companies inside BM&BOVESPA's New Market, categorized into "family control", "non-family control" and, among the companies with family control, "with members of the controlling family in the board of directors" and "without members of the controlling family in the board of directors". The information were obtained through BM&BOVESPA's and of the analyzed organizations' websites, in addition to database Economática®. The data were treated by descriptive statistics, using the "Two Sample Test for Equal Means" method and correlation coefficient. The research identified that the proportion of family companies is rather relevant, representing nearly half of the entire sample. Furthermore, the correlation coefficient showed a strong correlation and positivity between the studied series. Finally, there was no evidence of meaningful differences of payback due to the control identity and the participation of members of the controlling family in the board of directors in none of the studied cases.*

**Key Words:** Corporate Governance, Agency Theory, Control Structure and Propriety, Family Companies.

### **LA GOBERNANZA CORPORATIVA Y EL RETORNO DE LAS ACCIONES DE EMPRESAS DE CONTROL FAMILIAR Y DE CONTROL NO FAMILIAR EN BRASIL**

#### **RESUMEN**

*El presente estudio tiene el objetivo de evaluar, entre las empresas del Nuevo Mercado de la BM&FBOVESPA, el significado de las diferencias en el retorno de acciones, en consecuencia de la identidad del control y de la actuación de familiares del controlador en el directorio. Se trata de estudio descriptivo, de naturaleza cuantitativa, incluyendo a las 107 empresas del Nuevo Mercado de la BM&FBOVESPA, clasificadas en: "control familiar", "control no familiar", y, entre las empresas de control familiar, "con miembros de la familia controladora en el directorio" y "sin miembros de la familia controladora en el directorio". Las informaciones se obtuvieron por medio del acceso a los sitios de la BM&FBOVESPA y de las organizaciones analizadas, además del banco de datos Economática®. Los datos se trataron por medio de estadística descriptiva, con uso del método "Prueba de Dos Muestras para Promedios" y coeficiente de correlación. La investigación identificó que la proporción de empresas familiares es muy pertinente, siendo casi la mitad de toda la muestra. Además, el coeficiente de correlación se mostró fuertemente correlato y positivo entre las series estudiadas. Finalmente, no se destacaron diferencias significativas de retorno debidas a la identidad del control y a la participación de miembros de la familia controladora en el directorio en ninguno de los casos estudiados.*

**Palabras-Llave:** Gobernanza Corporativa, Teoría de Agencia, Estructura de Control y Propiedad, Compañías Familiares.

## 1. INTRODUÇÃO

O fortalecimento do mercado de capitais constitui um dos fatores determinantes do crescimento e do desenvolvimento econômico das nações (OLIVEIRA *et al.*, 2013), até mesmo por permitir o financiamento das empresas privadas, que, por sua vez, passaram a buscar índices mais elevados de profissionalização da administração, o que levou à dissociação entre as figuras do gestor empresarial e do proprietário do negócio. Nesse sentido, essa diferenciação de papéis aconteceu, em parte, pela pulverização do controle acionário permitida pelo mercado de capitais, uma vez que, de modo geral, este tem como objetivo o financiamento das atividades empresariais (SILVEIRA, 2002).

A separação entre propriedade e controle também foi mais evidente e acelerada nos países que desenvolveram regulamentações que garantissem aos investidores maior proteção legal, respeitando os princípios da transparência, equidade e responsabilidade corporativa, entre outros. Logo, a necessidade de um conjunto de regras que normatizassem as relações entre os gestores e os acionistas, amenizando os conflitos de interesse entre estes e aqueles – próprio do problema de agência formalizado por Jensen e Meckling (1976) em *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* –, fez emergir o conceito de “governo de empresa”, ou, como é mais conhecido, governança corporativa (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

Com o propósito de assegurar aos investidores uma gestão competente e alinhada com suas finalidades, garantindo um ganho de retorno àqueles que aplicaram seus recursos nos ativos da companhia, a governança corporativa também pode fazer parte do cotidiano de empresas familiares. Estas atraem a atenção de pesquisadores e investidores por representarem uma proporção substancial das empresas em todo o mundo (ALPAY *et al.*, 2008), contribuindo relevantemente para o crescimento e a internacionalização das economias emergentes (BARTON; WONG, 2006). A continuidade dessas empresas, de acordo com Petry e Nascimento (2009), é muito sensível à influência da forma de gestão de suas atividades. Harmonia

entre os membros da família é um fator importante, que facilita o bom andamento dos processos de legitimação da organização (ALPAY *et al.*, 2008).

Ressaltam como fatores relevantes de um bom nível de governança familiar a profissionalização e a preparação estratégica de membros da família, gestores ou não, para conduzir o negócio, para assumir cargos na alta administração e exercer seu papel de acionista (FREITAS; KRAI, 2010). É pela falta de preparo, como um processo que engloba desdobramentos técnicos e emocionais, de pessoas ligadas à família proprietária que ocorrem diversos problemas na transição do poder e do conhecimento sobre a gestão do negócio, problemas que podem explicar a redução do tempo de vida médio das empresas (OLIVEIRA; BERNARDON, 2008).

Ademais, estudos indicam que os investidores estariam dispostos a pagar mais pela ação de uma empresa com notória eficiência de governança corporativa. Segundo Carvalhal-da-Silva (2006:81), uma pesquisa conduzida pela McKinsey Company entrevistou diversos investidores na Europa, Ásia e América Latina com o “objetivo de determinar se eles estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa e de quanto seria o prêmio pela boa governança”. Mais de 80% dos investidores afirmaram essa disposição, e 75% consideraram a governança tão importante quanto o desempenho financeiro da companhia. Os investidores estão dispostos a pagar mais por menores riscos. Segundo a pesquisa, o prêmio pela boa governança variou de 18% a 28%, dependendo do país, demonstrando como pode ser significativa a melhoria na prática dos princípios para o valor da ação da companhia no mercado.

No Brasil, Silveira (2002:147) demonstrou que a relação entre governança e valor é diferente daquela entre governança e desempenho, sendo mais forte a primeira. Segundo o autor, “não é exagero afirmar que as empresas que têm pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas, embora não se possa afirmar com convicção que tenham desempenho superior”.

Em outro estudo, Silveira e Barros (2008) constataram que quanto maior é o poder do

acionista controlador, no tocante ao direito de voto e à disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, tanto pior é a qualidade da governança corporativa. Tais pesquisas reforçam a tese de que os investidores enxergam com bons olhos as práticas de governança corporativa, como a prática de empresas que têm pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente do conselho.

A adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para o aumento no valor das companhias, conforme diversos estudos realizados no Brasil e no mundo, alguns dos quais foram citados anteriormente. No entanto, pouco se sabe a respeito das diferenças concernentes ao retorno das ações de empresas que adotam boas práticas de governança, mas que diferem no tocante à identidade do controle, o que ressalta a relevância deste estudo para o aprofundamento do tema em pauta.

Nesse sentido, pergunta-se: Qual a significância das diferenças no retorno das ações das empresas listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) em decorrência do controle acionário e da participação de membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria?

O presente estudo tem como objetivo geral avaliar, entre as companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, a significância das diferenças que se verificam, no retorno das ações, em decorrência do modelo de composição acionária e da atuação de familiares do controlador na diretoria. Para alcançar esse objetivo, realizou-se uma pesquisa de caráter descritivo, quantitativo, com base em procedimentos estatísticos, tendo como objetivo fazer inferências para a população objeto da pesquisa.

Para os fins da pesquisa, definiu-se como hipótese nula a não existência de diferenças significativas, no que concerne ao retorno das ações, entre empresas de controle familiar e de controle não familiar, e como hipótese alternativa a existência significativa de tais diferenças.

Quanto à atuação de familiares do controlador, as hipóteses incidem sobre a existência ou não existência de diferenças significativas no retorno das ações de empresas de controle familiar com

membros da família na diretoria e de companhias de controle familiar que não têm membros da família na diretoria.

Além da introdução, o estudo apresenta um referencial teórico que contextualiza conceito, características e práticas de governança corporativa adotadas no Brasil e aborda, em seguida, Estrutura de Controle e Propriedade. Na sequência, expõe-se a metodologia empregada na pesquisa e elucidam-se os resultados obtidos. Encerram o artigo as considerações finais, seguidas da lista das obras consultadas.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este tópico contextualiza a governança corporativa e a estrutura de controle e propriedade. Inicialmente, apresentam-se conceitos e características do modelo de governança corporativa adotado no Brasil e no mundo, no contexto do Mercado de Capitais; em seguida, explicitam-se o modo e os efeitos organizacionais da Estrutura de Controle e Propriedade.

### 2.1. Conceitos e Modelos de Governança Corporativa

A exposição para o mercado de capitais internacional tem o potencial de estimular a adoção de mecanismos de governança corporativa (HOLM; SCHOLER, 2010). Os estudos mais recentes realizados no mercado de capitais brasileiro buscam comprovar que as empresas que adotam práticas de governança corporativa têm melhor desempenho e maior valor de mercado, pois possibilitam aos investidores o acesso a informações de qualidade sobre a empresa (SILVA; CARMONA; LAGIOIA, 2011). Nesse contexto, a necessidade de atender a exigências externas de transparência, *compliance*, *accountability* e de aumentar o nível de controle mostra-se relevante na formação de valor, nas companhias abertas nacionais (LAMEIRA; NESS JÚNIOR; MACEDO-SOARES, 2007).

O conceito de governança corporativa tem sido abordado desde o estudo *The modern corporation and private property*, de Berle e Means, publicado em 1932, sobre o surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão. Contudo, segundo Mendes-da-Silva *et al.* (2009), foi nos últimos vinte anos que a análise



das práticas de governança corporativa tornou-se um fator-chave para o melhor conhecimento das empresas listadas em bolsas de valores.

Ao definirem governança corporativa como a forma pela qual os fornecedores de recursos, sejam eles acionistas ou credores, podem assegurar retornos a seus investimentos, Shleifer e Vishny (1997) ressaltam a possibilidade de divergência sobre as escolhas que propiciam retorno a esses fornecedores de recursos e os interesses dos gestores que os aplicam, bem como sobre a forma de controle desses gestores. Para Ongore e K'Obonio (2011), trata-se da existência de mecanismos para um acompanhamento eficaz, ratificação e sanção de decisões gerenciais.

Essas questões levam em conta a teoria da agência formalizada por Jensen e Meckling (1976). Companhias abertas em que a propriedade e o controle do capital concentram-se nas mesmas pessoas estão isentas, em princípio, dos conflitos de interesse entre proprietários, desejosos de aumentar sua riqueza e o valor da empresa, e gestores, interessados em riqueza pessoal e prestígio (ONGORE; K'OBONIO, 2011).

A teoria da agência, conforme Siffert Filho (1998), se interessa por um tipo de relação econômica bastante frequente no sistema econômico, ou seja, a relação bilateral entre o principal e o agente, na qual três condições necessárias se fazem presentes:

- a) o agente dispõe da possibilidade de adotar diferentes comportamentos: em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle dos ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;
- b) a ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também o do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos);
- c) as ações do agente dificilmente são observáveis para o principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Então, a governança corporativa surge para superar o conflito de agência. Suas boas práticas vêm ganhando destaque, tanto no mercado internacional quanto no nacional, por funcionarem

como mecanismo de confiança dos investidores nas tomadas de decisão dos executivos e conselhos de administração, principalmente de empresas que têm ações negociadas na Bolsa de Valores. Assim, promove-se o desenvolvimento de melhores estruturas organizacionais, aptas a melhorar resultados corporativos, minimizar os riscos inerentes ao mercado de atuação e esclarecer a percepção do investidor sobre a empresa (SILVA *et al.*, 2009).

Entretanto, na sua forma atual, a estrutura de governança corporativa necessita de um sistema de monitoramento que alinhe o papel dos proprietários da empresa ao do conselho de administração, aos interesses dos gestores e às ações no âmbito da criação de riqueza, motivação e bem-estar dos *stakeholders*. Nesse contexto, ressalta a importância do conselho de administração como intermediário entre os interesses de diretores e agentes (ONGORE; K'OBONIO, 2011), além de ser o principal mecanismo que pode reduzir a assimetria da qualidade das informações e os custos de agência (HOLM; SCHOLER, 2010).

Além disso, o modelo de governança corporativa depende do ambiente cultural, legal e institucional em que está inserido. Carvalhal-da-Silva (2006) afirma que, se o mercado de capitais de um determinado país é ativo e desenvolvido, o conflito ocorre entre principal e agente. Por outro lado, em um país com mercado de capitais menos líquido e desenvolvido, o conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

Os modelos de governança corporativa possuem características semelhantes, porém apresentam outras peculiares, próprias de cada país. Lethbridge (1997) explica que, em geral, as economias apresentam dois modelos: o *nipo-germânico*, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental, e o *anglo-saxão*, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido.

No modelo anglo-saxão, a propriedade é relativamente pulverizada e a liquidez das ações é garantida nas bolsas de valores, o que diminui o risco dos acionistas; no modelo *nipo-germânico* existe mais concentração da propriedade e as participações acionárias são de longo prazo. No primeiro modelo, o objetivo principal das

empresas é a criação de valor para os acionistas (*shareholders*); no segundo, as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com os de outros grupos de interesse: os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral (*stakeholders*) (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

No entanto, a maior parte do resto do mundo, incluindo o Brasil, está em uma posição intermediária entre os dois modelos (o anglo-saxão e o nipo-germânico), pois a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela fragilidade do sistema judiciário, incapaz de fazer cumprir rigorosamente a lei (SILVEIRA, 2002).

A consequência é que as empresas continuam sendo controladas por famílias, tendo dificuldade em levantar recursos externos e financiando a maior parte de seus investimentos com capital próprio. No Brasil, essa afirmação é válida para uma boa parte das empresas; como afirma Silveira (2002), no Brasil o financiamento é predominantemente interno ou procede de bancos estatais, e existe uma grande concentração da propriedade.

Iniciativas como o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa têm importância destacada na busca de boas práticas (TERRA; LIMA, 2006). As reformas da Lei nº 6.404/1976, o código de boas práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o ativismo do BNDES e dos fundos de pensão e as recomendações da CVM sobre governança corporativa também contribuíram para o mesmo objetivo.

## 2.2. Estrutura de Controle e Propriedade

Com a evolução das instituições financeiras durante o século XX, as participações acionárias se tornaram cada vez mais uma questão de investimento, em vez de um instrumento ativo de propriedade e de exercício do controle. Um acionista, quando não aprovasse a forma pela qual a companhia estivesse sendo gerenciada, poderia vender suas ações. Apenas raramente se questionavam os gestores de empresas razoavelmente lucrativas (GREENSPAN, 2008).

Nesse contexto, emergem as companhias modernas de controle pulverizado, principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, conforme o

modelo anglo-saxão. A estrutura de controle e de propriedade das companhias é essencial para o entendimento dos modelos de governança corporativa, também no Brasil.

A Lei nº 6.404/1976, também conhecida como Lei das S.A., assim define o acionista controlador (Art. 116):

A pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Essa mesma lei reconheceu a existência do poder de controle acionário, baseado no direito à maioria dos votos e ao exercício efetivo da direção dos negócios. Há quatro modalidades de controle acionário: (a) majoritário; (b) compartilhado; (c) minoritário; (d) pulverizado. O controle é majoritário quando um acionista, pessoa física ou jurídica, ou uma família detêm a maioria das ações com direito de voto. O controle compartilhado configura-se quando, mesmo inexistindo um acionista majoritário, o poder de controle é exercido por várias pessoas em conjunto, que fazem acordo de acionistas, obrigando-se a votar em bloco nas matérias referentes ao exercício do poder de controle (EIZIRIK *et al.*, 2008).

Com relação à caracterização do controlador, o IBGC (2009) classifica as organizações conforme os seguintes tipos:

- a) Estatal: controle definido, em que a maioria do capital votante pertence ao Estado.
- b) Familiar/Multifamiliar: controle definido ou difuso, em que uma ou mais famílias detêm o poder de controle.
- c) Não Familiar: controle definido ou difuso, em que um ou mais indivíduos ou grupos empresariais detêm o poder de controle.
- d) Estrangeiro: controle definido ou difuso, em que o sócio controlador é estrangeiro.
- e) Institucional: controle definido ou difuso, em que os controladores são investidores

institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, entre outros).

Por sua vez, Silva (2006:117) define como familiar a “empresa que tem como principais acionistas uma ou mais famílias que detêm o comando da gestão”, de acordo com a definição do IBGC (2009). Estudos recentes, conforme Alpay *et al.* (2008), sugerem que as empresas familiares podem ter desempenho superior ao das empresas não familiares. Para os autores, a composição majoritária da gestão da empresa por membros da família potencializa decisões orientadas a um longo prazo, além de representar maiores níveis de comprometimento.

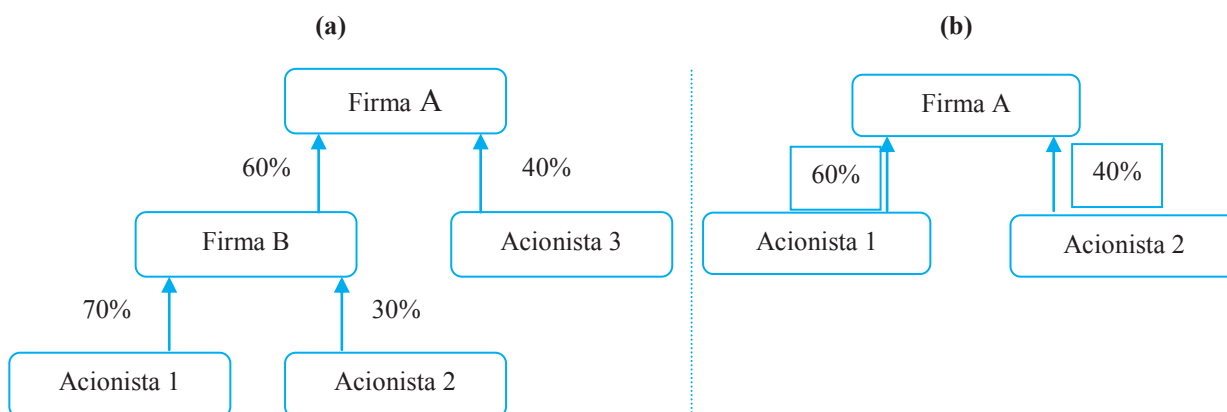
A estrutura de controle (direito de voto) e de propriedade (direito de fluxo de caixa) das empresas, ao lado da proteção legal, é determinante para a governança corporativa. Segundo Carvalhal-da-Silva (2006), na maioria dos países são comuns a concentração do capital e a separação entre controle e propriedade, pois os controladores podem desejar abrir o capital de

uma empresa sem, no entanto, correr o risco de perder o controle sobre ela.

Existem três formas principais de reduzir a propriedade sem perder o controle. A primeira é a emissão de ações sem direito a voto ou com direitos inferiores de voto (ações preferenciais, no caso do Brasil). O segundo mecanismo são os acordos de acionistas sobre o exercício do direito de voto ou do poder de controle. E, por fim, podem ser usados mecanismos de participação cruzada, em que uma empresa controlada por outra possui ações de sua controladora (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

A Lei das S.A. reconhece as estruturas diretas e indiretas de controle em toda a extensão de seu texto, quando, entre outros momentos, no Art. 243 § 2º, descreve sociedades coligadas, controladoras e controladas.

Os acionistas indiretos são aqueles que detêm a propriedade da empresa, em última instância; os acionistas diretos são aqueles que possuem ações da própria companhia, conforme o demonstra a figura a seguir:



**Figura 1 – Exemplos de estrutura acionária**

Legenda: (a) Estrutura indireta de controle e propriedade, (b) Estrutura direta de controle e propriedade

Fonte: Adaptada de Carvalhal-da-Silva (2006).

A análise da estrutura direta e indireta é possível no Brasil, pois a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exige das empresas a apresentação, em seus relatórios anuais, da composição acionária das companhias *holding*. Assim, essa composição, analisada, permite que se encontrem os verdadeiros proprietários, sejam eles indivíduos ou famílias, investidores estrangeiros, governos ou ainda investidores

institucionais como, por exemplo, bancos, companhias de seguros, fundos de pensão, fundos de investimento, entre outros (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

Nos países com menos mecanismos de informação e proteção aos acionistas, há maior número de empresas estatais e de controle familiar com baixo grau de separação entre controle e

propriedade. Essa realidade potencializa o conflito de agência, principalmente entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (DJANKOV *et al.*, 2005).

Em suma, a Governança Corporativa contribui para amenizar os conflitos de agência e combater a assimetria de informação entre os diversos investidores e demais interessados em determinada companhia, bem como para o fortalecimento do mercado de capitais, ao oferecer maior transparência.

### 3. METODOLOGIA DO ESTUDO EMPÍRICO

Esta pesquisa, que se caracteriza por ser descritiva e quantitativa, baseando-se em procedimentos estatísticos, tem como objetivo, a partir das amostras consideradas, fazer inferências extensíveis à população objeto da pesquisa.

O método quantitativo caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como porcentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão, etc. (RICHARDSON *et al.*, 2008).

#### 3.1. Banco de Dados

Em um primeiro momento, foram coletados dados de publicações do sítio oficial da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) e do banco de dados Economática®, sistema de informação utilizado para análise de ações e fundos.

O sítio oficial da BM&FBOVESPA, em novembro de 2010, permitiu identificar e analisar todas as 107 empresas inseridas no nível mais avançado de Governança Corporativa do Novo Mercado, além de indicar os sítios oficiais de cada empresa, acessados para fins de consulta da posição acionária e classificação de cada empresa como sendo familiar ou não. Para tal divisão, tomou-se por base a definição de Silva (2006) e do IBGC (2009) mencionada no referencial teórico deste trabalho. Por sua vez, admitiu-se que empresa de controle “não familiar” é toda aquela que não se conforma às definições supracitadas, seja ela de natureza pública ou privada.

Adicionalmente, foi realizada uma pesquisa no sistema DIVEXT – Divulgação Externa da CVM – e nos sítios oficiais de cada empresa, mais especificamente nas páginas de “Relações com Investidores”, a fim de identificar informações acerca da identidade do controle das empresas e da participação de membros de famílias controladoras na diretoria. Ademais, para a definição das companhias que possuíam membros da família na diretoria, observaram-se os membros com o mesmo sobrenome dos controladores.

O banco de dados Economática® foi utilizado para a coleta do histórico de cotações mensais (de final de mês) das ações, ajustadas a dividendos e outros eventos, das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA; considerou-se o período de janeiro de 2006 a agosto de 2010, totalizando 56 períodos.

#### 3.2. Metodologia

Para os fins da pesquisa, considerando-se as empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, relacionam-se abaixo as seguintes hipóteses quanto à identidade do controle e retorno:

$H_0$  (hipótese nula): não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas de controle não familiar e as companhias de controle familiar.

$H_1$  (hipótese alternativa 1): existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas de controle não familiar e as companhias de controle familiar.

Quanto à relação entre atuação de familiares do controlador e retorno, as hipóteses são as seguintes:

$H_0$  (hipótese nula): não existem diferenças significativas, no tocante ao retorno, entre as empresas de controle familiar com membros da família na diretoria e as companhias de controle familiar que não apresentam membros da família na diretoria.

$H_1$  (hipótese alternativa 1): existem diferenças significativas, no tocante ao retorno, entre as empresas de controle familiar com membros da



família na diretoria e as companhias de controle familiar que não apresentam membros da família na diretoria.

Na prática, é preferível trabalhar com retornos, que são livres de escala, a trabalhar com preços, pois os primeiros têm propriedades estatísticas mais interessantes, tais como estacionariedade e ergodicidade (MORETTIN; TOLOI, 2006).

Por esse motivo, após a classificação de cada empresa como familiar ou não, foram compostos portfólios dos dois grupos por meio de uma média aritmética (sem ponderação) das taxas históricas de retorno, compostas continuamente (aplicadas a logaritmo neperiano), a exemplo de Morettin e Toloi (2006:10):

$$r_t = \log\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad \text{Equação (3.2.1)}$$

em que  $P_t$  é o preço de um ativo no instante  $t$  (em meses); e  $r_t$  é igual ao  $\Delta \log P_t$  (retorno logarítmico ou log-retorno).

Em seguida, depois de calculados a média e o desvio-padrão do histórico de log-retornos de cada empresa e de cada portfólio, bem como o coeficiente de correlação das duas séries, aplicou-se um método de comparação – o “Teste de Duas Amostras para Médias”, usado para decidir se as médias de duas populações são iguais. O teste foi aplicado na forma como é apresentado por Stevenson (1981, p. 240), uma vez que os desvios-padrão das amostras também foram calculados, como se segue:

$$z_{teste} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{\sigma_1^2}{n_1} + \frac{\sigma_2^2}{n_2}}} \quad \text{Equação (3.2.2)}$$

em que  $\bar{x}_i$  é a média dos log-retornos do Portfólio  $i$ ;  $\sigma_i^2$  é a variância dos log-retornos do Portfólio  $i$ ; e  $n_i$  é o número de períodos da amostra do Portfólio  $i$ .

Na presente pesquisa, chamou-se de “Portfólio 1” a série histórica gerada pela média dos log-retornos de empresas de controle familiar; e “Portfólio 2” a série gerada de empresas de controle não familiar. Acrescente-se que foi

adotada a premissa de que a distribuição de probabilidade seria a log-normal, além de ter sido adotado um nível de significância de 5%.

Mais adiante, o “Teste de Duas Amostras para Médias” foi aplicado novamente, retirando-se das amostras dos dois portfólios as empresas que apresentaram, no período definido pela pesquisa, as médias dos log-retornos 10% maiores e 10% menores, tendo em vista a confirmação ou negação do teste com todas as empresas da amostra.

Os mesmos procedimentos foram adotados para testar as hipóteses em relação à existência de membros de família(s) na diretoria de empresas familiares. Por sua vez, chamou-se de “Portfólio 1A” a série histórica gerada pela média dos log-retornos de empresas de controle familiar com membros da família na diretoria; e “Portfólio 1B” a série gerada de empresas de controle familiar que não incluíam membros da família na diretoria.

Os próximos tópicos apresentam os resultados encontrados a partir dos procedimentos descritos e as conclusões oriundas dos testes feitos e da teoria discutida ao longo da pesquisa.

#### 4. RESULTADOS

Os resultados concentram-se na caracterização das empresas aderentes ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA, mostrando com que frequência elas apresentam estruturas de controle e propriedade familiar ou não familiar, e com que frequência as empresas familiares apresentam membros da família controladora na diretoria. Além disso, os resultados mais importantes da

pesquisa concentram-se na possível relação entre identidade do controle e retorno; e na relação entre membros da(s) família(s) controladora(s) na composição da diretoria e retorno.

#### 4.1. Identidade das Empresas no Novo Mercado

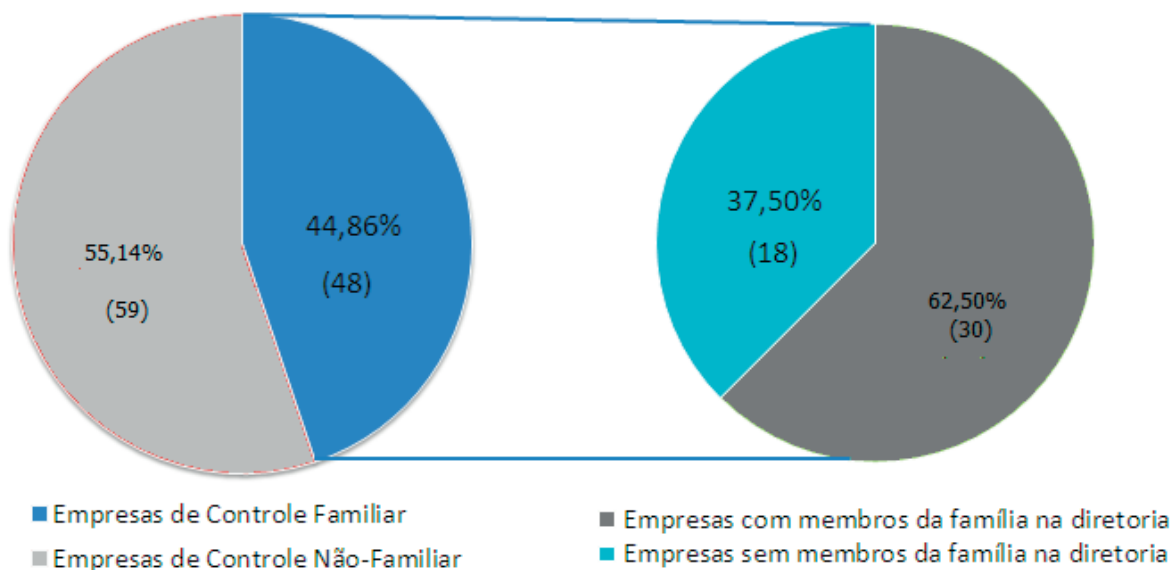
Foram identificadas, no Novo Mercado, 107 empresas, em 26 de setembro de 2010. Destas, 48 (44,86%) eram empresas de controle familiar e 59 (55,14%) eram empresas de controle não familiar. A proporção de empresas familiares se mostrou bastante relevante, sendo quase a metade de toda a amostra.

Ademais, entre as 48 empresas de controle familiar, foram identificadas 30 empresas que

possuíam membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria e 18 empresas que não possuíam membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria. Vê-se, pois, que a maioria das empresas de controle familiar apresentava membros da família participando da direção da companhia, em 15 de novembro de 2010. Ao mesmo tempo, quase todas as companhias apresentavam familiares (geralmente, o fundador ou herdeiro da companhia) no conselho de administração.

O Gráfico 1, a seguir, exhibe a identidade de controle e propriedade das empresas do Novo Mercado, classificando as familiares em dois grupos: as que tinham ou não tinham membros da família na diretoria:

Gráfico 1 – Identidade do controle das empresas do Novo Mercado



Fonte: Elaborado pelos autores.

O resultado, apresentado pelo Gráfico 1, é semelhante ao encontrado por Silveira e Barros (2008), que realizaram uma pesquisa com 161 empresas de todos os níveis do Novo Mercado em 2002. Na época, segundo os autores, 45,96% das empresas eram controladas por famílias ou controladores individuais, e o restante era controlado por grupos privados estrangeiros, grupos privados nacionais, fundos de pensão ou pelo governo. Nota-se, portanto, que a

caracterização do controle das companhias brasileiras no Novo Mercado, em geral, não tem sofrido grandes mudanças, uma vez que as proporções se mantêm bem próximas das encontradas pelos autores.

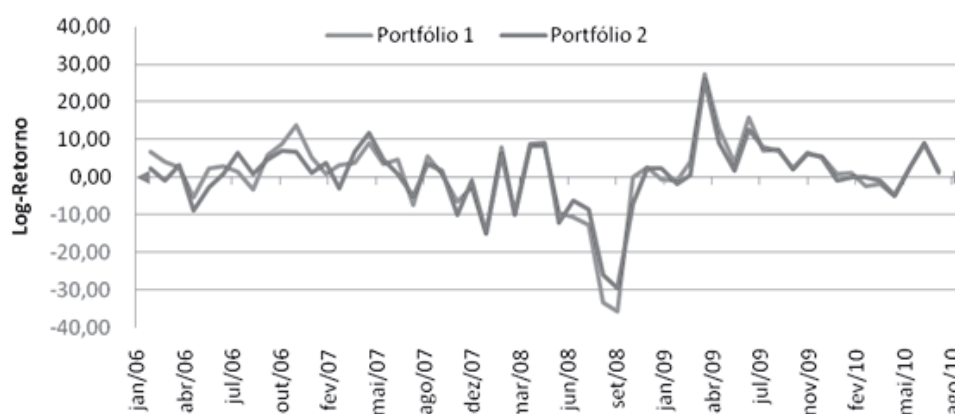
Os tópicos seguintes apresentam os resultados encontrados por meio dos procedimentos descritos na metodologia da pesquisa.

#### 4.2. Relação entre Identidade do Controle e Retorno

Os log-retornos de cada portfólio – (1) empresas de controle familiar e (2) empresas de controle não familiar –, que foram gerados a partir

das médias dos log-retornos mensais das empresas de cada segmento, podem ser visualizados no Gráfico 2, a seguir, que demonstra a evolução desse indicador para cada um dos portfólios:

**Gráfico 2 – Evolução dos log-retornos de empresas familiares (portfólio 1) e não familiares (portfólio 2).**



Fonte: Elaborado pelos autores.

Percebe-se que os log-retornos dos dois portfólios evoluem de forma bastante semelhante, o que é comprovado pelo coeficiente de correlação dos dois conjuntos de dados. As séries apresentam um coeficiente de correlação da ordem de 0,9503, o que significa uma forte correlação positiva entre as duas séries.

Ademais, a fim de testar as hipóteses na equação 3.2.2 – se existem ou não diferenças

significativas, no tocante ao retorno, entre as empresas de controle familiar e as companhias de controle não familiar – calculou-se a média e o desvio-padrão a partir dos log-retornos mensais de cada portfólio (Tabela 1). O portfólio composto de empresas familiares apresentou uma média 75,86% maior que a média do portfólio composto de empresas de controle não familiar.

**Tabela 1 – Comparação das médias e desvio-padrão dos log-retornos de empresas de controle familiar (portfólio 1) e de empresas de controle não-familiar (portfólio 2)**

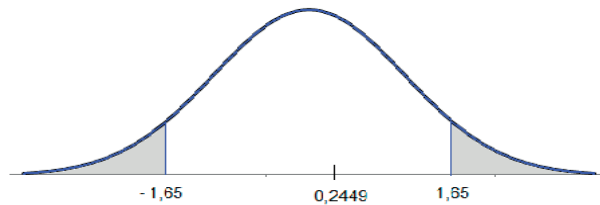
	<b>Portfólio 1 (Familiar)</b>	<b>Portfólio 2 (Não Familiar)</b>
<b>MÉDIA</b>	1,02	0,58
<b>DESVIO-PADRÃO</b>	10,0839	8,8106

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em seguida, para a amostra (n) igual a 55 observações para os dois portfólios, foram testadas as hipóteses  $H_0: x_1 = x_2$  e  $H_1: x_1 \neq x_2$ , para um nível de significância de 5%. O resultado

do Z-Teste foi 0,2449, ilustrado no Gráfico 3, a seguir:

Gráfico 3 – Resultado do Z-Teste para a amostra completa



Fonte: Elaborado pelos autores.

Para um nível de significância de 5%, em que a estatística teste é menor do que 1,65, aceita-se a hipótese nula, ou seja, como a estatística teste está na região de aceitação, a hipótese nula não pode ser rejeitada. Mais adiante, tendo-se retirado das amostras dos dois portfólios as empresas com as médias dos log-retornos 10% maiores e 10% menores, a estatística teste foi 0,1804, ainda na região de aceitação, corroborando o resultado do teste anterior.

Os resultados indicam que a diferença entre as médias dos dois portfólios é provavelmente o resultado de uma variação casual, não evidenciando que empresas de controle familiar apresentam naturalmente um retorno superior inferior ao de empresas de controle não familiar.

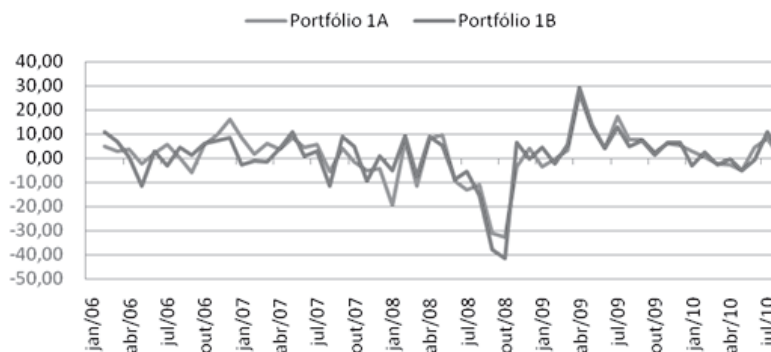
Nesse sentido, o fato de o controle de uma companhia ser familiar ou não, muito embora comprometa a qualidade da governança

corporativa, segundo os estudos de Silveira e Barros (2008), não tem influência significativa no retorno dessas companhias. Os resultados sugerem que os investidores não utilizam a identidade do controle como parâmetro norteador para investir ou não em determinada companhia do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

#### 4.3. Relação entre Membros da Família na Composição da Diretoria e Retorno

As séries de log-retornos de cada portfólio – (1A) empresas com membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria e (1B) empresas sem membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria –, que foram geradas a partir das médias dos log-retornos mensais das companhias de cada segmento, podem ser visualizadas no gráfico a seguir, demonstrando a evolução desse indicador para cada um dos portfólios:

Gráfico 4 – Evolução dos log-retornos de empresas com ou sem membros da família na diretoria



Fonte: Elaborado pelos autores.



Nesse caso, as séries apresentaram um coeficiente de correlação da ordem de 0,8761, o que significa uma forte correlação positiva. Além disso, também foram calculadas as mesmas estatísticas descritivas do estudo anterior, a fim de testar as hipóteses na equação 3.2.2 – se existem ou não existem diferenças significativas, no tocante ao retorno, entre as empresas de controle

familiar com membros da família na diretoria e as companhias de controle familiar que não apresentam membros da família na diretoria. O portfólio composto de empresas com familiares na diretoria apresentou uma média 62,16% maior que a média do portfólio composto de empresas sem familiares na diretoria.

**Tabela 2 – Comparação das médias e desvios-padrão dos log-retornos de empresas com familiares na diretoria (portfólios 1A) e sem familiares na diretoria (portfólio 1B)**

	Portfólio 1A (Com Familiares na Diretoria)	Portfólio 1B (Sem Familiares na Diretoria)
<b>MÉDIA</b>	1,20	0,74
<b>DESVIO-PADRÃO</b>	10,25	10,74

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em seguida, para a amostra (n) igual a 55 observações para os dois portfólios, foram testadas as hipóteses  $H_0: \bar{x}_{1A} = \bar{x}_{2B}$  e  $H_1: \bar{x}_{1A} \neq \bar{x}_{2B}$ , para um nível de significância de 5%. O resultado do Z-Teste foi 0,2306.

Para um nível de significância de 5%, em que a estatística teste é menor do que 1,65, não se rejeita a hipótese nula, pois a estatística teste está na região de aceitação. Mais adiante, tendo-se retirado das amostras dos dois portfólios as empresas com as médias dos log-retornos 10% maiores e 10% menores, a estatística-teste foi 0,0672, ainda na região de aceitação e confirmando o resultado do teste anterior.

Esses resultados também indicam que a diferença entre as médias dos dois portfólios é provavelmente o resultado de uma variação casual, o que passou a ser esperado desde o momento em que o primeiro teste (item 4.2) mostrou que não se verificavam diferenças significativas nos retornos de empresas de controle familiar e de controle não familiar.

Uma possível explicação do fato de as médias dos log-retornos dos portfólios dos dois estudos não serem estatisticamente diferentes é que as empresas que compõem o Novo Mercado da BM&FBOVESPA apresentam graus de profissionalização da diretoria bastante semelhantes, o que pode ser objeto de um novo

teste de hipóteses, em estudo que vise identificar essa relação.

A profissionalização da diretoria dessas companhias pode, inclusive, ser verificada na relação entre o número de cargos de diretoria ocupados por familiares dos controladores (48) e a quantidade total de cargos de diretoria das companhias de controle familiar (280, segundo informações constantes de seus *websites*). Ou seja, apenas 17,14% dos cargos de diretoria, em empresas de controle familiar, são ocupados por membros da(s) família(s) controladora(s).

Portanto, a partir dos testes realizados – que consideraram empresas de controle familiar e não familiar, além de terem avaliado o retorno das companhias familiares com ou sem familiares na direção –, pode-se dizer que as boas práticas de governança corporativa obrigatórias no Novo Mercado contribuem para que empresas com diferentes características de controle sejam avaliadas semelhantemente pelos investidores, tanto que os grupos e subgrupos estudados apresentaram retornos análogos.

O próximo capítulo apresenta as principais conclusões extraídas da pesquisa, além de sugerir um conjunto de estudos complementares que poderiam aprofundar, descobrir ou difundir boas práticas de governança corporativa, que elevem o valor das companhias na apreciação dos investidores.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Cada vez mais, embora ainda haja muito que fazer nesse sentido, as empresas têm investido em práticas pautadas pela transparência, a equidade de tratamento dos acionistas e a prestação de contas. Tais princípios, próprios da governança corporativa, têm sido difundidos por órgãos reguladores, investidores institucionais, como fundos de pensão, e por institutos como o IBGC.

Na conjuntura atual, os aspectos determinantes da governança corporativa têm sido bastante discutidos, principalmente a partir de casos de grande repercussão no ambiente brasileiro, característicos do conflito de agência. Dentre os aspectos essenciais do tema, deve-se destacar a estrutura de controle e propriedade como um aspecto determinante da qualidade da governança. No entanto, a partir da pesquisa realizada com as empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, utilizando métodos estatísticos, percebe-se que diferenças na identidade do controle das companhias não importam diretamente em diferenças de retorno.

Ao menos, quando se compararam as companhias de controle familiar com as de controle não familiar, os testes estatísticos revelaram que a diferença entre as médias dos dois grupos é provavelmente resultado de uma variação casual, não evidenciando que empresas de controle familiar tenham retorno inferior ou superior. Ademais, o coeficiente de correlação entre os dois grupos mostrou-se fortemente correlato e positivo.

A hipótese de que as companhias não familiares oferecem retornos estatisticamente diferentes foi rejeitada, nas condições de análise definidas na pesquisa. No entanto, para que o tema possa ser mais aprofundado e para que, eventualmente, se façam novas descobertas, sugere-se realizar uma pesquisa junto aos investidores, indagando o modo como percebem as companhias de controle familiar. Cabe inquirir, além disso, se estariam – e em que medida estariam – dispostos a atribuir um valor pecuniário adicional a determinadas características de propriedade e controle.

Mais adiante, ao se compararem, entre as empresas familiares, aquelas que mantêm membros da família em cargos de diretoria e as

que não os mantêm, os testes também revelaram que as diferenças absolutas encontradas não são significativas. O resultado tornou-se previsível, de fato, quando os testes comparando empresas familiares e não familiares revelaram que essa diferenciação não importava em retornos diferentes.

Indagar também como os investidores percebem a participação de membros de famílias controladoras na gestão das companhias deve fazer parte do estudo proposto. Poder-se-ia, ainda, estratificar as séries históricas em diferentes períodos, a fim de identificar causas mais precisas para a correlação das duas séries, uma vez que, visualmente, os gráficos mostram que antes de dezembro de 2007 os log-retornos médios foram menos próximos.

Dentre outros aspectos, considera-se a profissionalização da diretoria das companhias abertas brasileiras como um fator influente da similaridade de retorno. O fato de que, em novembro de 2010, apenas 17,14% dos cargos de diretoria das companhias de controle familiar do Novo Mercado eram exercidos por membros da(s) família(s) controladora(s) é um forte indicativo disso.

São assinaláveis as seguintes limitações da pesquisa: a não precisão quanto à classificação de uma companhia como familiar ou não e a concentração da amostra da pesquisa em empresas do Novo Mercado. A primeira limitação deve ser atribuída à falta de clareza da composição acionária e/ou da estrutura societária nos *websites* de algumas companhias. Utilizar o sobrenome para identificar um membro da família controladora na diretoria é um método insuficiente, a que se recorreu por falta de critério mais preciso. Quanto à segunda limitação, a decisão de restringir a amostra às empresas que observam as melhores práticas de governança se deve ao intuito de comparar companhias com níveis de gestão semelhantes.

Recomendam-se, para futuros estudos, análises comparativas de empresas familiares e não familiares a partir da ampliação da amostra, incluindo empresas de outros níveis de governança, bem como a consideração de outros aspectos da profissionalização, como o nível de formação acadêmica e as experiências profissionais.

Por fim, deve-se ressaltar que este estudo pretendeu reproduzir com fidelidade os conceitos de governança corporativa e seus impactos no retorno das empresas com diferentes identidades de controle e propriedade, a partir de uma contribuição quantitativa para o tema, além de levantar novas questões.

## 6. REFERÊNCIAS

ALPAY, G.; BODUR, M.; YILMAZ, C.; CETINKAYA, S.; ARIKAN, L. Performance implications of institutionalization process in family-owned businesses: Evidence from an emerging economy. *Journal of World Business*, v. 43, n. 4, p. 435-448, 2008. <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2008.03.006>>.

BARTON, D.; WONG, S. Improving board performance in emerging markets. *McKinsey Quarterly*, n. 1, p. 35-43, 2006.

BM&FBOVESPA. *Empresas listadas no Novo Mercado*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=NM&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 23 set. 2010.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva, 2006.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DESILANES, F.; SHLEIFER, A. The law and economics of self-dealing. National Bureau of Economic Research, Dec. 2005. (Workink Paper n. 11.883).

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FREITAS, Ernani C.; KRAI, Lucas S. Gestão organizacional em empresas familiares no Vale do Rio dos Sinos. *REGE – Revista de Gestão*, v. 17, n. 4, p. 387-402, out./dez. 2010.

GREENSPAN, Alan. *A era da turbulência: aventuras em um novo mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

HOLM, C.; SCHØLER, F. Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms – The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 1, p. 32-47, 2010. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00777.x>>.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. Set., 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 22 ago. 2010.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. <[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>.

LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. V. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./fev./mar. 2007.

LETHBRIDGE, E. Governança corporativa. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-232, jun./ dez. 1997.

MENDES-DA-SILVA, W. M. D; FERRAZ-ANDRADE, J. M.; FAMÁ, R.; MALUF FILHO, J. A. *Disclosure via website corporativo: um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro*. *Revista de Administração de Empresas*, v. 49, n. 2, p. 190-205, abr./jun. 2009. <<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902009000200006>>.

MORETTIN, Pedro A.; TOLOI; Clélia M. C. *Análise de séries temporais*. 2. ed. São Paulo: Edgard Blucher, 2006.

OLIVEIRA, Leonardo R.; BERNARDON, Renata A. Instrumento para avaliação de diretrizes

estratégicas de sucessão empresarial. *Revista Gestão e Planejamento*, v. 9, n. 2, p. 141-158, jul./dez. 2008.

OLIVEIRA, Marcelle C.; PONTE, Vera M. R.; DE LUCA, Márcia M. M.; ARAGÃO, Lindenberg A.; GELEILATE, José M. G. Práticas de governança corporativa adotadas por companhias fechadas brasileiras e alinhamento às demandas do mercado de capitais. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 10, n. 3, p. 196-209, jul./set. 2013.

ONGORE, V. O.; K'OBONYO, P. O. Effects of selected corporate governance characteristics on firm performance: Empirical evidence from Kenya. *International Journal of Economics and Financial*, v. 1, n. 3, p. 99-122, 2011.

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

RICHARDSON, Roberto Jarry *et al.* *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. ed. Ver. Amp. São Paulo: Atlas, 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>>.

SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1998. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta\\_Expressa/Setor/Governanca\\_Corporativa/199806\\_2.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Governanca_Corporativa/199806_2.html)>. Acesso em: 25 ago. 2010.

SILVA, Edson Cordeiro da. *Governança Corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, E. S.; SANTOS, E. S.; TORRES, F. J. V.; FERREIRA, L. F. V. M. Os efeitos da Governança Corporativa sobre os ratings de crédito das Debêntures emitidas por empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da

Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2009, São Paulo/SP. *Anais...* São Paulo, Anpad, 2009.

SILVA, Rhoger F. M.; CARMONA, Charles U. M.; LAGIOIA, Umbelina C. T. A Relação entre o Risco e as Práticas de Governança Corporativa Diferenciada no Mercado Brasileiro de Ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 13, n. 39, p. 175-192, 2011.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, ed. 61, v. 14, n. 3, p. 512-540, dez. de 2008.

STEVENSON, William J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harbra, 1981.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, v. 17, n. 42, p. 35-49, set./dez. 2006.