

Criação de Valor no Desempenho Econômico de Empresas Familiares e não Familiares Brasileiras

EDMERY TAVARES BARBOSA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)
edmerytb.ufpb@gmail.com

MICHELI APARECIDA LUNARDI

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)
micheli.lunardi@yahoo.com.br

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)
tarcisio@furb.br

WILSON TOSHIRO NAKAMURA

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)
wtakamura@uol.com.br

Introdução

A contabilidade e a finanças são pedras angulares no apoio à gestão baseada na criação de valor. Os dados contábeis são usados para avaliação de desempenho econômico-financeiro das organizações. Não obstante, os gestores ainda carecem de informações que representam a criação de riqueza de uma organização. Nas últimas décadas, as empresas brasileiras seguem uma tendência mundial, que busca aderir ao modelo de gestão baseada na criação de valor de modo a maximizar a riqueza do acionista.

Problema de Pesquisa e Objetivo

A pesquisa possui como questão problema: Qual a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras? O objetivo do estudo consiste em analisar a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Por meio desse estudo, espera-se construir um comparativo entre a geração de valor e o desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras.

Fundamentação Teórica

Para a criação de valor aos acionistas é necessário que a empresa estabeleça estratégias que garantam o retorno do investimento feito pelos acionistas (ASSAF; ARAÚJO, 1999). As informações obtidas, unicamente, por meio dos relatórios gerados pela contabilidade, podem limitar o entendimento e alcance na constatação sobre a maximização da riqueza alcançada pelas empresas. Logo, cabe destaque pela necessidade na estruturação das informações contábeis de modo que elas possam expressar a geração de valor da empresa (ARAÚJO e ASSAF NETO, 2003).

Metodologia

O estudo adotou como universo as empresas familiares e não familiares com ações listadas no IBRX 100 do IBM&FBOVESPA no período de 2011 a 2015. O estudo é descritivo, documental com abordagem quantitativa. A amostra é composta por 21 empresas familiares e 42 não familiares. Para análise dos dados utilizou-se o modelo de Análise por Envolvimento de Dados (Data Envelopment Analysis – DEA) no qual as medidas de criação de valor (EVA e MVA) são consideradas inputs e os indicadores de desempenho (ROI e ROA) apresentam-se como outputs

Análise dos Resultados

No período de 2011 a 2013 as empresas familiares apresentaram melhor eficiência em relação às não familiares. Com a queda na eficiência em 2014 das empresas dos dois grupos, pode-se observar que no ano de 2015 as empresas não familiares apresentaram uma tendência de aumento da eficiência no período de crise política e financeira este resultado pode ser explicado devido à profissionalização do corpo dirigente e pelo uso de mecanismos institucionalizados para enfrentar as contingências em ambiente de crise, e diante da pressão dos acionistas em recuperar seus investimentos.

Conclusão

Foi possível verificar que a hipótese H1 que compreendia verificar se as empresas não familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico que empresas familiares foi rejeitada, visto que as empresas familiares apresentaram melhores resultados para os indicadores Economic Value Added (EVA®), Market Value Added (MVA®), Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Investimento (ROI). Por outro lado, a hipótese H2 que buscava verificar se as empresas familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico em relação às empresas não familiares foi confirmada.

Referências Bibliográficas

CRIAÇÃO DE VALOR NO DESEMPENHO ECONÔMICO DE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES BRASILEIRAS

ASSAF NETO, Alexandre. A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor. Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos. São Paulo, junho de 1999.

BIDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S. Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of accounting and economics*, v. 24, n. 3, p. 301-336, 1997

DONNELLEY, Robert G. A empresa familiar. *Revista de administração de empresas*, v. 7, n. 23, p. 161-198, 1967.

CRIAÇÃO DE VALOR NO DESEMPENHO ECONÔMICO DE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES BRASILEIRAS

INTRODUÇÃO

A contabilidade e a finanças são pedras angulares no apoio à gestão baseada na criação de valor. Para a teoria de finanças empresariais, o principal objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos acionistas. No entanto, observa-se que no atual cenário, cuja preocupação é o valor da firma, informações referentes ao lucro e a rentabilidade já não satisfazem à necessidade informacional de seus usuários, tendo em vista que essas não explicam variáveis externas às empresas. Diante das incertezas inerentes ao mercado competitivo, o proprietário do capital demanda por medidores que gerem informações para se certificar de que os recursos aplicados estão sendo administrados de modo a criar valor de mercado à empresa e ao acionista (ARAUJO; ASSAF NETO, 2003).

Em consonância a esse tema, Saurin, Mussi e Cordiolo (2000) havia destacado a necessidade de uma nova postura gerencial capaz de desenvolver uma filosofia em prol da criação de valor. Ainda, diante da rapidez das operações financeiras e constantes mudanças no mercado aumenta-se a pressão em torno do potencial da empresa em criar valor para seus *stakeholders e shareholders*. Com a dinamicidade e competitividade do mercado é imprescindível que sejam adotadas medidas que permitam avaliar a *performance* econômico-financeira das empresas, de modo a acompanhar o desempenho frente à concorrência e, ainda, em relação ao retorno esperado pelos investidores (SANTOS, WATANABE, 2005).

Tradicionalmente são usados dados contábeis para avaliação de desempenho econômico-financeiro das organizações. No entanto, ainda são carentes informações que evidenciem a análise do retorno frente os riscos inerentes às operações de longo prazo UYEMURA (1996) e BASTOS (1998), que podem interferir no desempenho dessas. Usualmente, na mensuração do desempenho econômico são adotados índices como o retorno sobre o investimento (*Return on Investment – ROI*); retorno sobre o patrimônio líquido (*Return on Equity – ROE*); retorno operacional sobre o investimento; e lucro residual (*Residual Income – RI*). Tais indicadores de desempenho tradicionais são recorrentemente usados para análise comparativa da rentabilidade entre as empresas. Não obstante, os gestores ainda carecem de informações que representem a criação de riqueza de uma organização. Por conseguinte, observa-se que, nas últimas décadas, as empresas brasileiras seguem uma tendência mundial, que busca aderir o modelo de gestão baseada na criação de valor de modo a maximizar a riqueza do acionista (SAURIN et al, 2000; ARAUJO, ASSAF NETO, 2003; WET 2005; CORREA, ASSAF NETO, 2013).

Destarte, dois modelos que representem a criação de valor nas organizações podem ser citados: EVA (*Economic Value Added*) e o MVA[®] (*Market Value Added*). EVA é a diferença entre o lucro operacional líquido, depois de impostos, e o custo do capital investido na empresa, enquanto que para a determinação do MVA considera-se a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital total nela investido. Ambos foram concebidos diante da forte demanda por modelos de gestão mais sofisticados no ambiente empresarial (ARAUJO, ASSAF NETO, 2003; SANTOS, WATANABE, 2005), que reflitam a agregação de valor à empresa e a criação de valor ao acionista.

No contexto da pesquisa brasileira, é possível citar trabalhos que buscaram analisar a geração de valor nas empresas que identificaram comportamentos diversos das medidas de criação de valor sob variados cenários e momentos. Assim, foi observado que o desempenho econômico das empresas estatais privatizadas no período de 1991 a 1997, apresentou variação no EVA antes e depois da privatização e com base no teste de correlação, observou-se uma possível correlação significativa entre os dois indicadores de desempenho econômico (SAURIN et al, 2000).

Outros estudos, constataram que no cenário das empresas brasileiras, o EVA® calculado com base nos demonstrativos contábeis apresentava correlação com a *performance* da ação na BM&FBOVESPA medida pelo MVA (SANTOS e WATANABE, 2005).

Ademais, estudos observaram a existência de correlação significativa entre os indicadores financeiros tradicionais (ROA, o ROE, a Margem Bruta, Margem Líquida e Giro do Ativo) e a geração de valor nas empresas brasileiras CORREA E ASSAF NETO (2013). Pesquisas realizadas em mercados financeiros de países desenvolvidos, o EVA apresenta mais *value relevance* em detrimento aos indicadores financeiros de curto prazo. Contudo, evidências empíricas no contexto de países em desenvolvimento apontam o oposto (GIRÃO, MACHADO E CALLADO, 2013).

Quanto a geração de valor de empresas de países desenvolvimento e em desenvolvimento, notadamente países que compõem o BRIC, observou-se que os dois grupos apresentaram o mesmo nível de retorno sobre o capital investido e que as empresas de países em desenvolvimento agregaram mais valor em detrimento àquelas localizadas em países desenvolvidos (CIANI, PIMENTA JUNIOR, OLIVEIRA, 2015).

Considerando a discussão em torno das evidências contraditórias em relação a criação de valor de empresas localizadas em países desenvolvidos e em desenvolvimento e a importância das empresas familiares com capital aberto na geração de emprego e renda e na economia de um país, o presente estudo identifica a lacuna de pesquisa no que tange ao estudo das medidas de criação de valor de empresas familiares em países em desenvolvimento. Diante do exposto, formula-se a seguinte questão de pesquisa: *Qual a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras?* Para tanto, como objetivo, a pesquisa visa analisar a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Por meio desse estudo, espera-se construir um comparativo entre a geração de valor e o desempenho econômico de empresas familiares e não familiares.

As empresas familiares apresentam importante papel na economia e geração de empregos no Brasil e no mundo, no entanto, mediante adoção de modelos de gestão inapropriados deixam de existir ainda na 1ª geração (Aguiar, Pimentel, 2009; Oliveira et al, 2011). Por outro lado, Araújo e Assaf Neto (2003) explicam que a postura tradicional dos gestores em utilizarem informações com ênfase no lucro e rentabilidade, está abrindo espaço para uma gestão mais sofisticada com uso de recursos voltados a geração de riqueza ao acionista. Silva e Grzybovski (2006) identificaram diferenças significativas entre empresas familiares e não familiares. Para eles as familiares são menores, possuem uma quantidade de membros inferior quando comparadas às empresas não familiares. Não obstante as diferenças, empresas familiares dedicam maior atenção ao desempenho da empresa.

Ademais, considerando a existência de resultados de pesquisas divergentes em torno da criação de valor das empresas em países desenvolvidos e em desenvolvimento, dentre eles os que compõem o BRIC, Ciani, Pimenta Junior e Oliveira (2015) defendem que a geração de valor atrai investimentos de capital estrangeiro ou não para as empresas de um país. Nesse sentido, o estudo se justifica ao analisar, por meio de dados contábeis, se a geração de valor nas empresas familiares ocorre tal qual nas empresas não familiares.

Diante das limitações impostas ao trabalho científico, e, considerando, a análise de dados secundários para o cálculo do EVA e do MVA foge ao alcance dos pesquisadores afirmarem que as empresas analisadas adotam um modelo de gestão baseada na criação de valor. Assim, por meio do estudo busca-se contribuir para a reflexão sobre criação de valor de empresas familiares cuja gestão normalmente está arraigada a um modelo de gestão patriarcal e tradicional do proprietário fundador ou membro da família.

Além desta, o artigo apresenta na seção 2, a fundamentação teórica com conceitos sobre Criação de Valor, EVA e MVA, além das evidências empíricas. Na seção 3, são

apresentados os procedimentos metodológicos da pesquisa, seguido da seção quatro, com a análise de discussão dos dados encontrados e, por fim, as considerações finais.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A presente seção traz um compêndio das discussões dos principais artigos de periódicos A1, A2 e B1 disponibilizados nas bases de dados SCOPUS, SCIELO e SPELL. No intento de construir o embasamento teórico, a seguir será feita uma breve conceituação das medidas de criação de valor com ênfase para o EVA e o MVA, finalizando com as hipóteses da pesquisa fundamentadas por estudos nacionais e internacionais.

2.1 Medidas de Criação de Valor

Para a criação de valor aos acionistas é necessário que a empresa estabeleça estratégias que garantam o retorno do investimento feito pelos acionistas (ASSAF; ARAÚJO, 1999). As informações obtidas, unicamente, por meio dos relatórios gerados pela contabilidade, podem limitar o entendimento e alcance na constatação sobre a maximização da riqueza alcançada pelas empresas. Logo, cabe destaque pela necessidade na estruturação das informações contábeis de modo que elas possam expressar a geração de valor da empresa (ARAUJO e ASSAF NETO, 2003).

Nesse contexto, os modelos de avaliação de desempenho tradicionais apresentam especificidades, tais como: não incluem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos acionistas e não dão tratamento algum para o risco associado à incerteza com relação aos resultados futuros, além disso, alguns modelos são desenvolvidos para analisar a relação entre a situação financeira e econômica da empresa (BASTOS, 1999; MEDEIROS, ANDRADE, FARIAS, 2015).

Considerando as limitações dos modelos tradicionais, o objetivo de criação de valor é obter determinadas estratégias financeiras e medidas novas de sucesso empresarial, voltadas à agregação de riqueza aos proprietários da empresa e diferentes *stakeholders* que intervêm na atividade das empresas. A criação de valor, além de superar o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas, incorpora a remuneração dos custos implícitos, ou seja, o custo de oportunidade do capital (próprio e de terceiros) investido, ignorado tradicionalmente. Nesse sentido, em economias desenvolvidas considera-se que a empresa ou organização que criar valor para os seus proprietários, estará também a criar valor para as demais partes interessadas, daí a importância atribuída por esses à medição da criação de valor financeiro (ASSAF NETO, 1999; TEIXEIRA, 2013; RUSSO, 2015).

As empresas tendem a investir em ativos que apresentem maior potencial de agregação de valor as suas atividades. Logo, fatores financeiros e não financeiros podem influenciar direta ou indiretamente a criação de valor nas empresas. Qualquer indicador utilizado na medição da criação de valor pode ser calculado em duas perspectivas, uma com foco nos proprietários e outra na empresa. Nessa abordagem, o direcionador de valor (*value drivers*) mais utilizado é o custo de capital. Tradicionalmente, as medidas de criação de valor comumente utilizadas são EVA e MVA (ARAUJO, ASSAF NETO, 2003; NAPPI-CHOULET 2007, NEVES, 2011).

2.2 Economic Value Added (EVA) e Market Value Added (MVA)

Apesar de atribuírem a empresa americana de consultoria Stern Stewart a concepção do EVA[®], esse modelo foi desenvolvido por economistas há mais de duzentos anos com a proposta inicial de ser usado como medida de desempenho e como sistema de gestão. Assim, entende-se que empresa cria valor econômico se gerar resultado superior ao custo de capital investido na empresa. Ademais, essa medida permite averiguar as opções com maiores possibilidades de ganhos, compondo um avanço em relação aos indicadores normalmente

usados pelo mercado, ao levar em conta o custo do capital investido na empresa, revelando quanta riqueza foi gerada no período determinado (BIDDLE, 1998; BRASIL, BRASIL, 1999; ARAÚJO, ASSAF NETO, 2003; SANTOS, WATANABE, 2005; AL MAMUN, 2012; CIANI, PIMENTA JUNIOR, OLIVEIRA, 2015; SANTOS, 2015).

As medidas utilizadas pelo EVA apresentam avaliações análogas às efetuadas pelos métodos dos fluxos de caixa, o que facilita a análise do desempenho histórico periódico, pois não são necessários diversos exercícios para se avaliar a criação de valor. Essa medida pode ser compreendida pela diferença entre o retorno sobre o capital da empresa e o próprio custo desse capital. Assim, a interpretação leva em consideração os seguintes sinais. Caso a empresa tenha agregado valor, o EVA[®] será positivo, caso empresa não tenha agregado valor, o EVA será negativo, logo, o acionista terá realizado um mau negócio. No entanto, o fato do EVA ser negativo, pode significar apenas que um alto investimento feito ainda não maturou e que o mercado aposta em retornos positivos para ele no futuro (SAURIN et al, 2000; YOUNG, O'BYRNE, 2000; NEVES, 2011; ISMAIL, 2011).

Economic Value Added (EVA[®]) é uma medida operacional que difere das medidas convencionais de duas formas: utiliza explicitamente o capital e, por esta razão, é muitas vezes referida como uma medida de "renda residual"; e ajusta o lucro e minimiza as distorções contábeis e assim, melhora o reconhecimento das receitas e das despesas UYEMURA (1996). Ainda o EVA tem a capacidade de indicar onde algum valor adicional pode ser criado (ou está sendo destruído) para os acionistas, pela análise dos seus quatro pilares básicos, os *value drivers*. Cada um desses pilares sugere uma forma de aumentar a eficiência da instituição no processo de criação de valor. São eles: Operacional (aumentar o retorno para a mesma base de capital por meio do corte de custos, aumento de lucros ou economia de impostos); Financeiro (reduzir o Custo de Capital); Investimento (investir capital adicional em projetos com valor presente líquido positivo); Racionalização (desinvestir Capital de projetos com valor presente líquido negativo) (BASTOS, 1998).

O *Market Value Added* (MVA[®]) é uma métrica de desempenho de criação de valor elaborada para avaliar o quanto a administração agrega de valor ao capital investido na companhia, ou seja, é um indicador que mede a criação de riqueza para os acionistas. Essa medida de criação de valor pode ser considerada como o valor presente do montante pelo qual investidores esperam que os lucros futuros excedam ou fiquem aquém do custo de capital. Quando a riqueza pela maximização da diferença entre o valor total de mercado da empresa e a quantidade de capital que os investidores forneceram para a organização aumenta, entende-se que houve criação de valor. Do contrário, tem-se a destruição de valor. Portanto, faz mais sentido, comparar o preço de mercado com o total nele investido ao longo do tempo, subtraindo o segundo do primeiro, assim, esse método reflete a percepção do mercado em relação à sua capacidade de criar valor. Ele resume o valor que o mercado atribui às suas operações, à sua habilidade de alocar recursos, à sua administração, aos recursos humanos, materiais e tecnologia que dispõe e ao valor presente líquido dos seus projetos futuros e em andamento (BATOS, 1998; SAURIN et al, 2000; ARAUJO, ASSAF NETO, 2003; SANTOS, WATANABE, 2005).

Porém, fatores diversos podem interferir no cálculo do MVA[®], tais como: no curto prazo, alterações no nível geral da bolsa podem sobrepujar a contribuição das ações; obrigatoriamente, o MVA[®] só poderá ser calculado se a empresa tiver ações negociadas em bolsa e assim, um valor de mercado; além desses aspectos, é necessário calculá-lo com base no valor consolidado da empresa (ARAUJO, ASSAF NETO, 2003).

Quanto a relação EVA[®] e MVA[®], a principal diferença entre os dois indicadores, é que aquele se baseia nos demonstrativos contábeis e reflete o desempenho passado da empresa, enquanto que este, reflete a expectativa de resultados futuros da companhia com base no valor das ações. Por projetar valores no futuro, o MVA está relacionado diretamente

com os EVA[®]s futuros esperados pelos investidores e não com os EVA[®]s passados. Teoricamente, só há correlação entre MVA[®] e o EVA[®], se este for positivo. Nesse sentido, empiricamente, Santos e Watanabe (2005) concluíram em sua pesquisa que o EVA calculado com base nos demonstrativos contábeis não apresenta correlação com a *performance* da ação na Bovespa medida pelo MVA[®]. Corroborando, Girão, Machado e Callado (2013) identificaram que 76,34% de suas observações apresentaram EVA[®] negativo, o que explica a relação negativa entre o EVA[®] e o MVA[®] das empresas analisadas. Para concluir, Araújo e Assaf Neto (2003) explicam que o EVA[®] é um direcionador de valor, indicando o comportamento do MVA[®]. Em outras palavras, ele contribui para seu cálculo. Logo, para calcular o MVA, é preciso fazer ajustes para converter o valor contábil em valor econômico.

2.3 Hipóteses da Pesquisa

Diversos estudos foram desenvolvidos na área contábil para analisar a relação entre os indicadores de criação de valor EVA[®] e MVA[®] com as medidas de desempenho tradicionais, tais como ROA e ROI (UYEMURA et al., 1996; WET, 2005; LEE; KIM, 2009; MAMUN; MANSOR, 2012; CORRÊA; ASSAF NETO; LIMA, 2013; GIRÃO; MACHADO; CALLADO, 2013; TEIXEIRA; AMARO, 2013). Além disso, estudos examinaram a criação de valor em empresas familiares (GALLO, 2002; PETRY; NASCIMENTO, 2007; GRANDE; BEUREN, 2011; MÜLER; BEUREN, 2010) e nas empresas não familiares (NAPPI-CHOULET, 2007; SAURI; MOUSSI; CARDIOLO, 2000; ISMAIL, 2011).

O estudo de Wet (2005) buscou analisar a relação entre as medidas de criação de valor EVA[®] e MVA[®] e outros indicadores tradicionais, nas empresas listadas na bolsa de valores da África do Sul. O resultado do estudo demonstrou que a relação entre EVA[®] e MVA[®] possui poder explicativo mais forte do que o valor de mercado dos demais indicadores. Já o estudo de Kumar e Sharma (2011) buscou evidenciar a superioridade do EVA[®] em comparação com as medidas tradicionais de desempenho e o a medida de criação de valor MVA[®]. Os resultados do estudo não confirmam a hipótese que o EVA[®] seria um indicador com maior poder explicativo.

A pesquisa de Nappi-Choulet (2007) analisou as companhias francesas do Índice SBF 20 da Bolsa de Paris - EURONEXT, a fim de avaliar a associação entre a criação de valor e a mudança em ativos imobiliários dentro de uma empresa demonstrou que um aumento na proporção de ativos imobiliários está negativamente associado com EVA e MVA. No que tange aos investimentos, Uyemura et al (1996) investigaram *holdings* bancárias, para tanto realizaram correlações entre MVA e uma variedade de medidas de desempenho tradicionais, para identificar quais medidas não refletem adequadamente o risco no investimento. Como resultado, os autores identificaram que dentre os três indicadores ROA, ROE e EVA[®], este último apresentou correlação mais forte com o MVA[®].

Para Saurin, Mussi, Cordioli (2000), as organizações que desejam obter resultados de maneira eficiente e eficaz devem passar a adotar uma filosofia voltada à de gestão baseada na criação de valor. Os autores salientam que, com as rápidas mudanças do mercado, a busca por resultado é constante e o termo valor agregado tem sido tema de debate e reflexão nas organizações.

Até a década de 50, a presença das empresas familiares brasileiras era preponderante em quase todos os setores da economia nacional, sendo atividades agrícolas, sistema financeiro, indústria têxtil, de alimentação, de serviços e de meios de comunicação. Com a globalização e o início de grandes projetos de desenvolvimento e modernização nacional, as empresas familiares passaram a partilhar cada vez mais espaços com as grandes empresas multinacionais e estatais (GONÇALVES, 2000).

Diante do exposto e considerando o propósito do presente estudo tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: Empresas não familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico que empresas familiares.

Na sequência, com vistas para a análise das empresas familiares e a criação de valor desencadeia-se a segunda hipótese deste estudo. Na empresa familiar, quem detém quase sempre o controle acionário é a família, bem como os cargos administrativos de maior importância. Ademais suas aspirações podem não estar alinhadas aos interesses dos acionistas (DONNELLEY, 1967).

Segundo Gonçalves (2000) a empresa familiar sempre enfrentou desafios que levam constantemente a grandes distorções, no entanto, surgiram recursos proporcionados por estudos e pesquisas, que permitem vencer esses desafios, fazendo com que as empresas familiares criem situação de concorrências implacáveis e transforma a competência em condição de sobrevivência e que desde o século passado se encontra em transformações imensas.

A partir destas perspectivas, nota-se uma oportunidade de pesquisa que emerge frente às evidências encontradas na literatura, de se investigar a criação de valor no desempenho econômico nas empresas brasileiras familiares e não familiares. Deste modo, considerando as particularidades das empresas familiares na criação de valor aos acionistas, formulou-se a seguinte hipótese:

H₂: Empresas familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico que empresas não familiar.

Por fim, apoiando-se nas palavras de Ciani, Pimenta Jr e Oliveira (2015), nos diversos e diferentes países do mundo, a medida de criação de valor se solidificou como uma medida de forte interesse dos investidores e gestores, por ser confiável para revelar a qualidade do desempenho econômico das empresas e servir de referência na definição das estratégias organizacionais.

3. METODOLOGIA

3.1 Tipologia e universo da pesquisa

Para analisar a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras, a presente pesquisa classifica-se, quanto aos objetivos como descritiva, visto que busca-se descrever a criação de valor no desempenho econômico nas empresas familiares e não familiares. No que tange aos procedimentos técnicos, a pesquisa é do tipo levantamento. Segundo Gil (1999), a pesquisa de levantamento toma como base os procedimentos estatísticos para selecionar a amostra que será considerada objeto de investigação. Já os resultados obtidos por meio da amostra são projetados para a totalidade do universo. Quando a abordagem do problema, o estudo caracteriza-se como quantitativo, pois utiliza-se de métodos estatísticos, como a Análise por Envolvimento de Dados (*Data Envelopment Analysis – DEA*) para a interpretar e analisar os dados. Além disso, a pesquisa possui caráter documental.

A população do estudo compreendeu o conjunto de empresas brasileiras listadas na carteira IBRX 100 disponíveis no site da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Para determinar a amostra da pesquisa, foram excluídas as empresas do segmento financeiro, por apresentarem características particulares. Posteriormente, definiu-se a amostra a partir das empresas que apresentaram a divulgação dos dados relacionados aos indicadores tradicionais e de criação de valor, consideradas as variáveis deste estudo. Assim, foram selecionadas as empresas que divulgaram as informações no período de 2011 a 2015, para a realização dos

cálculos das variáveis. Assim, a amostra constitui-se em dois grupos. O primeiro grupo contempla as empresas familiares constituindo por 21 unidades organizacionais. O segundo grupo representa as empresas não familiares composto por 42 unidades organizacionais.

Para caracterizar as empresas familiares, adotou-se a proposta de Donnelley (1964). Segundo o autor, é possível adotar um ou mais critérios, tais como: a sucessão administrativa, parentes do atual, ou antigos diretores tem assento no Conselho de Administração, os valores das empresas se alinham aos valores da família, as ações de membros da família podem influenciar positiva ou negativamente a reputação da empresa, membros da família sentem-se na obrigação de adquirir ações da empresa, o status do membro da família na empresa influenciará a estrutura familiar, um membro da família relaciona-se bem com as atividades da empresa.

As empresas identificadas são aqui denominadas de unidades organizacionais. As variáveis *Economic Value Added* (EVA[®]), *Market Value Added* (MVA[®]), Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Investimento (ROI) foram coletados na base de dados Economática[®]. Informações complementares foram coletadas diretamente nas demonstrações financeiras disponibilizadas no ícone relação com o investidor das empresas. Ademais, para cálculo da Taxa livre de risco, adotou a SELIC do Banco Central do Brasil, além do índice beta e o índice Bovespa. Justifica-se a análise desse período, pois o estudo desenvolvido por UYEMURA et al. (1996).

Para melhor entendimento serão apresentadas abaixo as variáveis do estudo e suas fórmulas.

Quadro 1: Cálculo das variáveis

Variável	Equação	Coleta	Pesquisas (Autores, ano)
ROI	$ROI = \frac{\text{Lucro operacional} - \text{Impostos ou NOPAT}}{\text{Investimentos ou CI}}$	Economática®	Uyemura et al (1996)
EVA	$EVA = (\text{ROI} \times \text{Investimento}) - (\text{CMPC} \times \text{Investimento})$	Economática®	Sauri, Moussi, Cardiolo (2000); WET (2005); Nappi-Choulet (2007); Lee, Kim (2009); Kumar e Sharma (2011)
ROA	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Economática®	Core; Holthausen; Larcker (1999); Matsunaga e Park (2001); Zhou e Swan (2003); Leone, Wu e Zimmerman (2006); Jackson, Lopez e Reitenga (2008); Shaw e Zhang (2010); Caylor e Lopez (2013); Via e Perego (2013). Uyemura et al (1996)
MVA	$MVA = \frac{EVA}{CMPC}$	Economática®	Uyemura et al (1996); Sauri, Moussi, Cardiolo (2000); WET (2005); Nappi-Choulet (2007); Lee, Kim (2009); Kumar e Sharma (2011)

Fonte: Adaptado pelos autores.

Posteriormente ao tratamento dos dados, foram apurados o custo do capital próprio, o custo do capital de terceiros, o capital investido no negócio e o custo médio ponderado do

capital. De posse desses dados, além do NOPAT, foi realizado o cálculo do EVA[®], MVA[®], ROA e ROI.

Conforme Assaf Neto (2005) para o cálculo do EVA[®] adotou-se a seguinte equação: $EVA^{\circ} = (ROI \times Investimento) - (CMPC \times Investimento)$. Sendo o ROI o Retorno Sobre o Capital Investido, que é encontrado pela equação: $ROI = (\text{Lucro operacional} - \text{Impostos ou NOPAT}) / \text{Investimento}$ ou CI, o Lucro Operacional deve ser ajustado não considerando a despesa financeira, pois esta é a remuneração do capital de terceiros, e este índice avalia a capacidade de geração de resultado independentemente da forma de financiamento adotada.

O CMPC é o Custo Médio Ponderado de Capital, encontrado pela equação: $CMPC = \% \text{ Capital de Terceiros} \times \text{Custo do Capital de Terceiros} \times (1 - IR) + \% \text{ Capital Próprio} \times \text{Custo do Capital Próprio}$. Já para o Capital Investido ou Investimento será utilizado o Total do Ativo.

Para o cálculo do Custo do Capital Próprio (CCP) foi utilizando a seguinte equação: $CCP = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$, onde: CCP = Custo do Capital Próprio; R_f = Taxa Livre de Risco (Selic acumulada de cada ano); Beta = Índice Beta de cada ano; R_m = Índice Bovespa, nesse caso foi utilizado à taxa anual de 7,40% sugerida por Assaf Neto, Lima e Araujo (2008) da qual foi obtida a partir de uma série histórica de um banco de dados e considerados como risco mínimo e adotada como referência para os demais mercados.

Em relação ao EVA[®], Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006) ensinam que é preciso identificar três valores: ROI (Retorno sobre o Investimento), CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital) e INV (valor total do Investimento excluindo-se o passivo não oneroso).

Em relação ao MVA[®], toma-se como base a proposta de Araújo e Assaf Neto (2003), que considera a seguinte expressão matemática: $MVA^{\circ} = EVA^{\circ} / CMPC$. Os autores explicam que a relação entre EVA[®] e o CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital) pode apresentar o *goodwill* da empresa.

Os dados coletados foram tabulados em planilhas eletrônicas de *excel* com o intuito de se efetuar os cálculos. Na sequência, foi realizada a análise descritiva a fim de verificar o comportamento médio dos custos ao longo do período analisado. Por fim, na etapa de análise dos dados se deu por meio do modelo de Análise por Envelopamento de Dados (*Data Envelopment Analysis* – DEA).

3.2 Método de análise

Considerando a expectativa deste estudo, de construir um comparativo entre a geração de valor e o desempenho econômico de empresas familiares e não familiares, utilizou-se do modelo de Análise por Envelopamento de Dados (*Data Envelopment Analysis* – DEA) para a caracterização individual das empresas quanto ao seu potencial frente ao grupo. Os modelos DEA são procedimentos que visam a mensuração da eficiência de uma Unidade Tomadora de Decisão (DMU) frente aos aspectos de produtividade e efetividade na relação insumo – produto.

Este conjunto de métodos tem origem nos trabalhos de Charnes, Cooper e Rhodes (1978) e Barnes, Charnes e Cooper (1984), que respectivamente desenvolveram os modelos de retornos constantes de escala e de retornos variáveis de escala. Contudo, por serem modelos de programação linear, os referidos modelos DEA não permitem a utilização de variáveis negativas. Tal fato é decisivo na baixa aplicabilidade do modelo DEA em estudos de finanças.

Desta maneira, para que fosse relaxada a suposição de não – negatividade, utilizou-se do modelo de Portela, Thanassoulis e Simpson (2004). O modelo segundo os autores, trabalha com a ponderação da amplitude existente entre o valor observado da DMU e o cenário ideal. Assim podemos considerar que: seja o conjunto de DMUs, $J = \{1, \dots, n\}$, que são observadas

em x_{ij} input, com $i = 1, \dots, m$, e y_{rj} output, com $r = 1, \dots, s$, deseja-se mensurar a eficiência da DMU $o \in J$. Considerando o princípio da distância direcional, os autores definiram dois casos para cálculo das amplitudes:

$$\text{Caso 1 (Para Outputs)} \\ R_{ro} = \max_j (y_{rj}) - y_{rj}$$

$$\text{Caso 2 (Para Inputs)} \\ R_{io} = x_{ij} - \min_j (x_{ij})$$

Esta construção remete a distância da observação ao cenário ideal de cada uma das variáveis. A ponderação da amplitude é adicionada ao modelo de obtenção do *score* de eficiência, dado a seguir.

$$\max \beta_o$$

$$\text{sujeito a: } \sum_{j=1}^n \lambda_j y_{rj} \geq y_{oj} + \beta_o R_{ro}, \quad r = 1, \dots, s$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j x_{ij} \leq x_{oj} - \beta_o R_{io}, \quad i = 1, \dots, m$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j = 1$$

Este foi o modelo utilizado. Ele caracteriza-se por ser um modelo de orientação generalizada, entretanto, sendo oportuno o uso de um modelo de orientação específico (orientado a *inputs* ou a *outputs*) basta optar pela ponderação de amplitude igual a zero. Ainda é necessário ponderar que o *score* de eficiência foi obtido considerando $\theta_o = 1 - \beta_o$.

Por mais que seja não paramétrico os modelos DEA, e considerando a possibilidade de valores negativos para a análise, todas as variáveis foram transformadas e *scores z*. Ou sejam, de todos os valores, ano a ano, subtraiu-se a média do ano e dividiu-se pelo desvio-padrão. Este procedimento padroniza as variáveis para que todas tenham média nula e desvio-padrão igual a unidade. Também fixa-se uma escala comum entre as variáveis considerando que a variação fica, na maioria dos casos, entre -3 e 3 . Os cálculos foram realizados para os anos de 2011 a 2015 e foram operacionalizados por meio do suplemento Solver do Excel. Como insumos (*inputs*) foram utilizadas as variáveis EVA[®] e MVA[®], geração de valor, e como produtos (*outputs*) as variáveis de desempenho econômico ROI e ROA.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

Para melhor compreensão, a seguir será apresentada a análise descritiva dos dados que compreende a descrição estatística das variáveis, de criação de valor (EVA[®] e MVA[®]) e de indicadores tradicionais (ROI e ROA). Na sequência, será apresentado o resultado da técnica DEA para explicar a eficiência da relação entre criação de valor (*inputs*) e desempenho econômico (*outputs*) das empresas familiares e não familiares.

Tabela 01: Estatística descritiva das variáveis de criação de valor

Propriedades	EVA [®]	MVA [®]	ROI	ROA
	Média	Média	Média	Média
Familiares	411.225,85	1.135.066,97	0,1781	0,2191
Não-familiares	-769.909,22	31.430.429,44	0,1321	0,1368

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 1, observa-se a média nos anos de 2011 a 2015 das medidas de criação de valor EVA[®] e MVA[®] (*inputs*) e dos indicadores ROI e ROA (*outputs*) das empresas familiares e não familiares brasileiras. Concernente às empresas não familiares, a média do EVA[®] apresentou-se negativa em R\$ -769.909,22, no entanto, a média alcançada do MVA[®] R\$ 31.430.429,44 sinaliza a não correlação entre EVA[®] e o MVA[®]. Desta maneira, os achados destoam dos encontrados por Santos e Watanabe (2005) que identificaram a existência de correlação entre MVA[®] e o EVA[®], se este for positivo. Ademais, pode-se observar que no grupo de empresas familiares os valores são positivos, tanto para o EVA como MVA, confirmando a correlação entre eles. Esse resultado sugere uma tendência de criação de valor para os acionistas. Além disso, a média dos indicadores de EVA[®] e o MVA[®] foi, respectivamente, de R\$ 411.225,85 e de 1.135.066,97, corroborando com o estudo de ISMAIL (2011).

Estes achados revelam que as empresas familiares criam mais valor aos seus acionistas que o grupo representado pelas não familiares. Para Donnelley (1967), na empresa familiar é a família que quase sempre detém o controle acionário e as posições administrativas de relevância e, é quem estabelece os objetivos da organização que tendem a manter a satisfação de suas aspirações, no entanto, muitas vezes tendem a desenvolver-se a liderança administrativa e perpetuam-se com ênfase em valores institucionais que se sobrepõe aos valores puramente individuais através de sistemas formais de controle e incentivos.

Ainda na Tabela 2, verifica-se a que as empresas familiares apresentaram as médias 0,1781 e 0,219, respectivamente, para o ROI e ROA. Já as empresas não familiares, tem-se, respectivamente, 0,1321 e 0,1368. Desta maneira, identifica-se a superioridade dos indicadores nas empresas familiares. Para Petry e Nascimento (2009) nas empresas familiares, as organizações de maior porte com mais longevidade, o processo de gestão, bem como o planejamento estratégico, o planejamento operacional, a execução do planejamento e controle do planejamento são formais, estabelecendo estratégias e padrões para o desempenho e para a utilização dos recursos, sendo possível a comparação entre os resultados esperados com as estratégias adotadas e os resultados realmente alcançados.

Na Tabela 3, considerou-se como o universo da pesquisa 21 empresas familiares e 41 não familiares do IBRX 100 é aplicada a técnica DEA para os anos 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015, tem-se o resultado da melhor relação entre EVA[®] e MVA[®] (*inputs*) e ROA e ROI (*outputs*), considerada eficiente quando atinge o *score* 1 (um).

Tabela 3: Eficiência e não eficiência das empresas familiares e não familiares

Propriedade	Empresas	DEA_2011	DEA_2012	DEA_2013	DEA_2014	DEA_2015
Familiar	Anima	1	0,759	0,788	0,532	0,670
	Cyrela Realt	0,897	0,976	0,984	0,661	1
	Eztec	0,755	0,723	0,774	0,506	1
	Gerdau	1	1	1	1	0,561
	Grendene	1	1	1	0,501	0,754
	Cia Hering	0,816	0,772	0,841	0,553	0,725
	Iguatemi	1	1	0,784	0,521	0,649
	Iochp-Maxion	0,779	0,690	0,760	0,524	0,675
	JBS	0,731	0,625	0,657	0,528	0,668
	Klabin S/A	0,726	0,662	0,743	0,523	0,672
Não familiar	Ambev S/A	0,841	0,516	0,471	0,447	1
	B2W Digital	0,771	0,737	0,810	0,529	0,622
	BR Malls Par	0,742	0,643	0,805	0,517	0,653
	BR Propert	0,868	0,672	0,738	0,521	0,628
	Braskem	0,465	0,532	0,505	0,530	0,525
	BRF SA	0,719	1	1	0,562	0,675
	CCR SA	0,636	0,724	0,767	0,529	0,696
	Cemig	0,583	0,559	0,634	0,521	0,668
	Copel	0,559	0,715	0,781	0,516	0,669
	CPFL Energia	0,586	0,675	0,784	0,528	1

Fonte: Dados da pesquisa.

Inicialmente na Tabela 3, no grupo de empresas familiares, observa-se que em 2011, quatro empresas foram eficientes em suas operações tais quais, Anima, Gerdau, Grendene e Iguatemi. Em 2012, três dessas empresas mantêm-se eficientes. No ano subsequente, apenas a Gerdau manteve o *score* de eficiência. No entanto, em 2015, apenas duas empresas, Cyrella Realt e Eztec apresentaram eficiência na criação de valor.

Partindo para a análise das empresas não familiares, encontra-se uma situação diferente. Em 2011 e 2014, não houve ocorrência de empresas com *score* eficiente. No entanto, duas empresas apenas se aproximam do *score* 1 (um), respectivamente, Ambev S/A com 0,841 e BR Propert 0,868. Em 2012 e 2013, a única a apresentar eficiência foi a BRF. Considerando 2015, o último ano de análise, observa-se duas ocorrências de eficiência, uma corresponde à empresa privada AMBEV S.A e uma pública CPFL Energia.

Tabela 4: Média e desvio padrão dos scores de eficiência das empresas familiares e não familiares

Score de eficiência	Tipo de Empresa	2011	2012	2013	2014	2015
Média	Familiar	0,825	0,773	0,812	0,558	0,705
	Não Familiar	0,704	0,695	0,750	0,538	0,714
Desvio Padrão	Familiar	0,096	0,116	0,085	0,106	0,106
	Não Familiar	0,141	0,125	0,133	0,079	0,092
Membros da Fronteira	Familiar	4	3	2	1	2
	Não Familiar	0	3	3	1	2

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 04, são apresentadas as médias das empresas familiares e não familiares. Observa-se que na média as empresas familiares apresentam-se mais eficientes em relação às não eficientes nos anos de 2011, 2012, 2013. Em 2014, há uma queda significativa da eficiência que pode ser explicada pelo cenário de crise econômica e política no Brasil. Em 2015, observa-se uma recuperação da eficiência por parte das empresas não familiares. Esse aspecto pode ser explicado pela profissionalização do corpo dirigente e, eventualmente, do uso de mecanismos institucionalizados para enfrentar as contingências em ambiente de crise, sobretudo, diante da pressão dos acionistas em recuperar seus investimentos.

Em relação ao grupo de membros da fronteira, na Tabela 4, observa-se acentuada diferença na eficiência das empresas familiares, que apresenta no ano de 2011 quatro empresas eficientes e nenhuma não familiar. Nos períodos seguintes, o desempenho de eficiência passa a ser equiparado nos dois grupos, sendo que no ano de 2012, 2014 e 2015 apresentam o mesmo número de empresas eficientes entre os grupos.

Outro ponto de destaque nos dados de membros da fronteira, a pesquisa enaltece o período de 2012 para 2014, a forte redução no número de empresas eficientes, destacados pela acentuada crise no mercado brasileiro, principalmente nas empresas não familiares, que destaca as empresas familiares, pelo perfil mais conservador no desempenho e crescimento, que apresentam mais consistência ao suportar interferências do mercado em momentos de turbulência.

Por meio dos resultados apresentados, é possível verificar que a hipótese H_1 , que compreendia verificar se as empresas não familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico que empresas familiares, foi rejeitada. Já a hipótese H_2 , que buscava verificar se as empresas familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico que empresas não familiar, foi confirmada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo teve como objetivo analisar a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Ao adotar o modelo de Análise por Envelopamento de Dados (*Data Envelopment Analysis – DEA*) para a caracterização individual das empresas quanto ao seu potencial frente ao grupo foi possível construir um comparativo entre a geração de valor e o desempenho econômico de empresas familiares e não familiares que compõem o Índice IBRX 100 da Bolsa de Valores de São Paulo.

Observou-se que as empresas familiares apresentaram EVA[®] e MVA[®] positivos, corroborando com o estudo de (ISMAIL, 2011). No entanto, as empresas não familiares sinalizam o inverso, com EVA negativo e MVA positivo, contrapondo-se aos argumentos de SANTOS E WATANABE (2005). Desta maneira as empresas familiares apresentaram melhores e maiores indicadores de criação de valor quando comparadas com as empresas não familiares. Os achados referentes aos indicadores tradicionais (ROA e ROI) das empresas familiares apresentaram resultados melhores em detrimento das empresas não familiares.

Considerando os resultados do método DEA, identificou-se que no período de 2011 a 2013 as empresas familiares apresentaram melhor eficiência em relação às não familiares no mesmo período. Com a queda na eficiência em 2014 das empresas dos dois grupos, pode-se observar que no ano de 2015 as empresas não familiares apresentaram uma tendência de aumento da eficiência no período de crise política e financeira este resultado pode ser explicado devido à profissionalização do corpo dirigente e, de forma eventual, pelo uso de mecanismos institucionalizados para enfrentar as contingências em ambiente de crise, e diante da pressão dos acionistas em recuperar seus investimentos.

Com base nos achados do estudo foi possível verificar que a hipótese H_1 que compreendia verificar se as empresas não familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico que empresas familiares foi rejeitada, visto que as empresas

familiares apresentaram melhores resultados para os indicadores *Economic Value Added* (EVA[®]), *Market Value Added* (MVA[®]), Retorno sobre Ativos (ROA), Retorno sobre o Investimento (ROI). Por outro lado, a hipótese H₂ que buscava verificar se as empresas familiares possuem maior criação de valor no desempenho econômico em relação às empresas não familiares foi confirmada.

Para estudos futuros sugere-se realizar uma análise comparativa, entre as empresas familiares do Brasil e de Portugal e em seguida verificar a correlação entre ambas com indicadores de criação de valor e desempenho financeiro. A utilização das empresas familiares de Portugal dá-se pela importância que as empresas familiares possuem para a economia portuguesa. A utilização deste estudo permitiria verificar as diferenças entre as organizações familiares brasileiras e qual cria ou destrói valor a seus acionistas.

A metodologia utilizada na presente pesquisa pode oferecer informações a futuros investidores. Os mesmos podem analisar o comportamento na criação ou destruição de valor das empresas em um período de tempo e de um determinado setor, assim vislumbrando a tomada de decisão para futuros investimentos de capital próprio ou de terceiros.

REFERENCIAS

AL MAMUN, Abdullah; ENTEBANG, Harry; MANSOR, Shazali Abu. EVA as superior performance measurement tool. **Modern Economy**, v. 3, n. 3, p. 310, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor**. Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos. São Paulo, junho de 1999.

BASTOS, Norton Torres. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 34, n. 3, 1999.

BIDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S. Does EVA[®] beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. **Journal of accounting and economics**, v. 24, n. 3, p. 301-336, 1997.

BRASIL, H. V.; BRASIL, H. G. **Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico**. 4.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.163p.

CAYLOR, M. L.; LOPEZ, T. J. Cost behavior and executive bonus compensation. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, v. 29, n. 2, p. 232-242, 2013

CIANI, Tomaz Alvarez; PIMENTA JUNIOR, Tabajara; OLIVEIRA, Rossimar Laura de. Performance of large companies of BRIC, USA, Japan and Germany: a comparison based on value creation. **Gestão & Produção**, v. 22, n. 4, p. 835-845, 2015.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371-406, 1999.

CORRÊA, Ana Carolina Costa; NETO, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti. Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil? Um estudo

empírico com empresas não financeiras de capital aberto. **Práticas em Contabilidade e Gestão**, v. 1, n. 1, 2013.

DE OLIVEIRA, Janete Lara et al. A Governança corporativa como elemento mediador na empresa familiar. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 10, n. 3, 2011.

DONNELLEY, Robert G. A empresa familiar. **Revista de administração de empresas**, v. 7, n. 23, p. 161-198, 1967.

Gil, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social** (5a ed.). São Paulo: Atlas. (1999).

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MACHADO, Márcio André Veras; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise dos Fatores que Impactam o MVA das Companhias Abertas Brasileiras: Será o EVA® mais Value Relevant que os Indicadores de Desempenho Tradicionais? **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 8, n. 2, 2013.

GONÇALVES, J. S. R. C. As empresas familiares no Brasil. **Revista de Administração de empresas**, v. 40, n. 1, p. 7-12, 2000.

ISMAIL, I. **Performance of public-listed companies in Malaysia: using EVA**. S.I. 2008. Disponível em: <www.griffith.edu.au/school/gbs/afe/symposium/2008>. Acesso em 01 de maio de 2016.

JACKSON, S. B.; LOPEZ, T. J.; REITENGA, A. L. Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, n. 5, p. 374-393, 2008.

LEE, Seoki; KIM, Woo Gon. EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?. **International Journal of Hospitality Management**, v. 28, n. 3, p. 439-445, 2009.

LEONE, A. J.; WU, J. S.; ZIMMERMAN, J. L. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1, p. 167-192, 2006.

MEDEIROS, Natália Carolina Duarte de; ANDRADE, Lélis Pedro de; FARIA, Evandro Rodrigues de. Análise de rentabilidade e criação de valor: Um estudo de caso em uma empresa brasileira de capital aberto no setor de cosméticos. **Revista de Administração e Contabilidade da FAT**, v. 7, n. 2, p. 41-55, 2015.

DA SILVA, Wesley Mendes; GRZYBOVSKI, Denize. Efeitos da governança corporativa e da performance empresarial sobre o turnover de executivos no Brasil: comparando empresas familiares e não-familiares. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, 2008.

MATSUNAGA, S. R.; PARK, C. W. The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus. **The Accounting Review**, v. 76, n. 3, p. 313-332, 2001.

NAPPI-CHOULET, I., Missonier-Piera, F. & Cancel, M. (2007). **Value creation and the impact of corporate real estate assets**; an empirical investigation with French listed

companies. *Paper Presented at The Dauphine Real Estate Workshop*, Paris-Dauphine University, France, October 19 – 20, 2007.

NETO, Alexandre Assaf; DE ARAUJO, Adriana Maria Procópio. **Contabilidade Aplicada para a Gestão Baseada no valor Um exemplo prático**. 2003. Disponível em: <http://www.institutoassaf.com.br/downloads/x_congresso_custo.pdf> Acesso em: 01 de maio de 2016.

NEVES, João C. **Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa**. 2. Ed. LISBOA: Texto Editora, 2011.

NOVA, Silvia Pereira de Castro Casa; DOS SANTOS, Ariovaldo. Aplicação da análise por envoltória de dados utilizando variáveis contábeis. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 3, p. 132, 2008.

PETRY, Luiz Inácio; NASCIMENTO, Auster Moreira. 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.

RUSSO, António Manuel Machado. **Criação de Valor: estudo do caso MARFILPE**. 2015. Tese de Doutorado. Instituto Politécnico de Setúbal. Escola Superior de Ciências Empresariais.

SANTOS, José Odílio Dos; WATANABE, Roberto. Uma análise da Correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 1, p. 19-32, 2005.

SAURIN, Valter; MUSSI, Clarissa Carneiro; CORDIOLI, Luis Alberto. Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 11, p. 18-26, 2000.

KUMAR, Satish; SHARMA, A. K. Association of EVA and accounting earnings with market value: evidence from India. **Asia-Pacific journal of business administration**, v. 3, n. 2, p. 83-96, 2011.

SHAW, K. W.; ZHANG, M. H. Is CEO cash compensation punished for poor firm performance?. **The Accounting Review**, v. 85, n. 3, p. 1065-1093, 2010.

UYEMURA, Dennis G.; KANTOR, Charles C.; PETTIT, Justin M. EVA® for banks: Value creation, risk management, and profitability measurement. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 9, n. 2, p. 94-109, 1996.

TEIXEIRA, Nuno Miguel Delicado; AMARO, António Gerson Cabral. Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor—um estudo de caso. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 4, p. 157-178, 2013.

YOUNG, S. David ; O'BYRNE, Stephen F. **EVA and Value-Based Management: a practice guide to implamentation**. USA: Mc Graw Hill, 2000.

VIA, N. D.; PEREGO, P. Sticky cost behavior: Evidence from small and medium sized companies. **Accounting & Finance**, v. 54, n. 3, p. 753-778, 2013.

WET, J. HvH de. EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value-A comparative analysis. **Meditari Accountancy Research**, v. 13, n. 2, p. 1-16, 2005.

ZHOU, X.; SWAN, P. L. Performance Thresholds in Managerial Incentive Contracts. **The Journal of Business**, v. 76, n. 4, p. 665-696, 2003.