

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR NO DESEMPENHO DE COMPANHIAS ABERTAS

GILVANE SCHEREN

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)
gilvane.scheren@unochapeco.edu.br

ARIBERTO DALCHIAVON

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)
ariberto@unochapeco.edu.br

GEOVANNE DIAS DE MOURA

UNIVERSIDADE COMUNITÁRIA DA REGIÃO DE CHAPECÓ (UNOCHAPECÓ)
geomoura@terra.com.br

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR NO DESEMPENHO DE COMPANHIAS ABERTAS

1 INTRODUÇÃO

A literatura tem evidenciado a prevalência de empresas familiares em todo o mundo e destacado este tipo de empresa como componente importante dos mercados de capitais, mesmo nas economias mais desenvolvidas (GONZÁLEZ et al., 2012). Esta prevalência levanta a questão de saber se as empresas familiares são ou não formas organizacionais mais eficientes do que outras.

Os estudos realizados até o momento revelam evidências inconclusivas quanto à influência do envolvimento familiar no desempenho de companhias abertas. Enquanto alguns estudos mostram que o envolvimento familiar na estrutura de propriedade cria valor (ANDERSON; REEB, 2003; MAURY, 2006; CAI; LUO; WAN, 2012; PUKTHUANHONG et al., 2012; POUTZIOURIS; SAVVA; HADJIELIAS, 2015; ZHOU; WANG, 2017), outros evidenciam que as companhias abertas familiares não superam as companhias não familiares (FILATOTCHEV; LIEN; PIESSE, 2005; BENNEDSEN et al., 2007; MILLER et al., 2007; MARTIN-REYNA; DURÁN-ENCALADA, 2012).

Estes resultados contraditórios, segundo Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015), existem em razão de uma série de fatores, tais como as diversas técnicas de amostragem utilizadas, variáveis explicativas consideradas, metodologias de análise, períodos estudados e características dos ambientes institucionais em que as companhias atuam. Em relação ao ambiente institucional, alguns estudos (JIANG; PENG, 2011; CAI; LUO; WAN, 2012; LIU; YANG; ZHANG, 2012) tem evidenciado que, principalmente, em economias emergentes, em que o ambiente institucional é fraco, o controle familiar pode ser considerado um instrumento eficaz para impor escolhas estratégicas e políticas de gestão capazes de levar a um desempenho superior.

Além disso, quando a gestão da empresa também é familiar, a influência da família pode ser ainda mais forte, em comparação com uma influência apenas por meio da participação acionária (CAPRIO; CROCI; DEL GIUDICE, 2011). Sendo assim, as empresas que possuem estrutura de propriedade familiar combinada com gestão familiar conseguirão obter um desempenho superior, inclusive no comparativo com empresas que possuem estrutura de propriedade familiar, mas com uma gestão profissional (MAURY, 2006; ANDRES, 2008; CAI; LUO; WAN, 2012; GONZÁLEZ et al., 2012; PUKTHUANHONG et al., 2012).

Neste sentido, surge a pergunta de pesquisa que orienta este estudo: qual é a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no desempenho das companhias abertas listadas na B3 S.A.? Assim, o estudo objetiva verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no desempenho das companhias abertas listadas na B3 S.A.

Embora a literatura relacionada a empresas familiares esteja crescendo rapidamente, ainda há várias lacunas sobre a influência das famílias no desempenho de companhias abertas. Assim, o estudo contribui para esta lacuna de pesquisa constatada na revisão da literatura, fornecendo evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, que também é carente de pesquisas em relação a esse assunto.

Outra justificativa para o estudo refere-se ao fato de que a maioria das pesquisas sobre problemas de agência em empresas familiares realizaram análises em empresas americanas ou europeias, que operam em ambientes de mercados financeiros mais desenvolvidos e caracterizados por uma forte proteção legal aos investidores (GONZÁLEZ et al., 2012). O mercado brasileiro, de modo contrário, é caracterizado como sendo de frágil proteção aos

acionistas, em função da existência de duas classes de ações, estruturas piramidais e participações cruzadas (MOURA, 2014).

Ressalta-se ainda que este estudo aborda diferentes dimensões por meio das quais as famílias podem influenciar no desempenho. O estudo não analisa apenas o controle que pode ocorrer pela posse das ações ordinárias, ou pela propriedade, refletida pelo total de ações. Também analisa a gestão, seja pela ocupação do cargo de diretor presidente e/ou assumindo o cargo de presidente do conselho de administração.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, apresenta-se o referencial teórico do estudo, que servirá de sustentação para o desenvolvimento do estudo empírico. Inicia-se pela abordagem da estrutura de propriedade e gestão familiar. Na sequência, apresentam-se estudos anteriores similares que investigaram questões relacionadas ao desempenho de empresas familiares.

2.1 Estrutura de propriedade e gestão familiar

Dentre os diversos tipos de grandes acionistas existentes, de acordo com Moura (2014), as famílias começaram a receber maior atenção, principalmente após os estudos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Faccio e Lang (2002). La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) investigaram a estrutura de propriedade das 20 maiores empresas em 27 países, rastreando a cadeia de propriedade para descobrir o último controlador. Constataram que em cerca de 64% das empresas havia um grande acionista controlador, sendo que, com exceção do Japão, esses controladores eram, na maioria dos casos, famílias.

Claessens, Djankov e Lang (2000), para definir o tipo de estrutura de propriedade, utilizaram os critérios descritos por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e verificaram que em mais de dois terços das empresas analisadas o controle era realizado por um único acionista, sendo que 60% destas eram familiares. Faccio e Lang (2002) constataram em suas análises que mais de 60% das empresas eram controladas por um único acionista, sendo que aproximadamente 45% destas eram familiares.

Os estudos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Faccio e Lang (2002) foram fundamentais para demonstrar que a estrutura de propriedade familiar era um tipo dominante na maioria das empresas ao redor do mundo e que se destacavam de forma considerável na comparação com as de estrutura não familiar (MOURA, 2014). Em razão das empresas familiares serem dominantes na maioria dos países, diversos pesquisadores passaram a investigar diferenças existentes entre empresas com estrutura de propriedade familiar e não familiar, como por exemplo, Maury (2006), Villalonga e Amit (2006), Cai, Luo e Wan (2012), Miller et al. (2007), Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012), Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) e Zhou e Wang (2017).

É importante ressaltar que diferentes estruturas de propriedade podem mostrar diferenças de conflitos principal-agente e principal-principal, dependendo do tipo de gestão (CAI; LUO; WAN, 2012). Villalonga e Amit (2006) mencionam que é importante analisar a gestão de forma distinta da estrutura de propriedade, pois nem sempre a gestão da empresa é executada pelo controlador. O envolvimento do controlador na gestão é determinado pela influência que exerce nos principais cargos executivos, principalmente em relação ao CEO e sobre o presidente do conselho de administração (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

No caso de estrutura de propriedade familiar, muitas vezes, o próprio controlador ou um membro da família é responsável pela gestão. Mas, nem sempre a gestão é realizada pela família. A família poderá optar por uma gestão não familiar, ou seja, ela pode ser realizada

por profissionais que não fazem parte da família (GÓMEZ-MEJÍA; NUNEZ-NICKEL; GUTIERREZ, 2001; MILLER et al., 2007).

Anderson e Reeb (2003) salientam que, para a análise dos problemas de agência em empresas familiares, é necessário considerar também a gestão familiar. Por isso, analisaram os efeitos da propriedade e da gestão familiar no desempenho de um conjunto de empresas. Na análise de diferenças de desempenho entre empresas com gestão familiar e não familiar, Anderson e Reeb (2003) são considerados pioneiros (ANDRES, 2008; CAI; LUO; WAN, 2012; MOURA, 2014). Principalmente após o estudo de Anderson e Reeb (2003), uma série de pesquisas, como, por exemplo, Barontini e Caprio (2006), Villalonga e Amit (2006), Miller et al. (2007), Andres (2008), Cai, Luo e Wan (2012) e Zhou e Wang (2017), analisaram a influência da gestão familiar no desempenho, utilizando ROA e Q de Tobin como medidas de desempenho.

2.3 Pesquisas anteriores sobre desempenho de empresas familiares

Nesta seção, apresenta-se o objetivo, a amostra de pesquisa, o período de análise, as principais medidas de desempenho utilizadas e os principais resultados das pesquisas anteriores que investigaram o desempenho de empresas familiares. Inicia-se pela pesquisa de Anderson e Reeb (2003) que analisaram a relação entre propriedade e gestão familiar e o desempenho em uma amostra de 403 companhias americanas, no período de 1992 a 1999. As variáveis de desempenho utilizadas foram o ROA e o Q de Tobin. Os resultados evidenciaram que havia relação positiva entre CEO familiar e ROA, seja nos casos em que o CEO era o fundador ou nos casos em que era o descendente. Também constataram que havia relação positiva entre CEO familiar e Q de Tobin. No entanto, este último resultado ocorreu apenas quando o CEO era o fundador, nos casos em que o cargo de CEO era ocupado por um descendente não havia efeito sobre o desempenho.

Filatotchev, Lien e Piesse (2005) analisaram os efeitos da estrutura de propriedade e de características do conselho no desempenho de companhias abertas controladas por famílias fundadoras. A análise ocorreu em uma amostra composta por 228 companhias listadas na Bolsa de Valores de Taiwan (TSE). Os resultados evidenciaram que o controle familiar não possuía associação com desempenho. No entanto, a participação de investidores institucionais e instituições financeiras estrangeiras, especificamente, estavam associadas a um melhor desempenho. Os resultados indicaram também que a independência do conselho e os interesses financeiros dos membros do conselho impactavam positivamente no desempenho.

Maury (2006) comparou o desempenho entre empresas de controle familiar e não familiar. A amostra foi composta por 1.672 empresas não financeiras de 13 países da Europa Ocidental. O desempenho da empresa foi medido pelo Q de Tobin, pelo retorno sobre os ativos (ROA) e pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Todas as variáveis de desempenho referiam-se ao ano de 1998. Além do controle, utilizaram uma variável categórica, que recebeu valor 1 quando o controle era familiar e o CEO (presidente ou vice-presidente do conselho) também era familiar. Constatou que o controle familiar quando combinado com gestão familiar estava associado a uma maior rentabilidade em comparação com empresas não familiares, ao passo que o controle familiar combinado com gestão não familiar não afetava a rentabilidade.

Villalonga e Amit (2006) analisaram como propriedade, controle e gestão influenciavam no desempenho de uma amostra composta por 508 empresas americanas no período de 1994 a 2000. Utilizaram como medida de desempenho o Q de Tobin. Os resultados revelaram que a propriedade da família criava valor para todos os acionistas da empresa somente quando o fundador estava ativo na empresa. Observaram ainda que quando

as empresas familiares eram geridas por descendentes, os acionistas minoritários ficavam em situação pior do que estariam em empresas não familiares, em que haveria exposição ao conflito de agência clássico com gestores. Fundadores criavam mais valor quando haviam mecanismos de reforço de controle, tais como, ações com direito a voto diferenciado, pirâmides, participações cruzadas ou acordos de voto. Concluíram que o efeito negativo dos descendentes na gestão era inteiramente atribuível à segunda geração das famílias.

Bennedsen et al. (2007) investigaram o impacto dos CEOs familiares sobre o desempenho na sequência de sucessões. A amostra foi composta por 5.334 sucessões que ocorreram em empresas da Dinamarca, no período de 1994 a 2002. Os resultados evidenciaram que CEOs familiares (sucessidos) que possuíam o primeiro filho do gênero masculino, eram 32,7% mais propensos a nomearem um CEO familiar como sucessor, quando comparados a CEOs familiares, cujo primeiro filho era do gênero feminino. Também constataram que sucessores familiares, após assumirem os cargos, exerciam influência negativa sobre o desempenho da empresa. O retorno sobre os ativos reduzia em torno de 4% após as transições. Por outro lado, verificaram que sucessores não familiares influenciavam positivamente no desempenho das empresas.

Miller et al. (2007) analisaram se o desempenho era superior em empresas familiares. A amostra foi composta por 896 empresas americanas e o período de análise foi de 1996 a 2000. De forma complementar, examinaram uma amostra aleatória de 100 menores empresas de capital aberto dos Estados Unidos, para averiguar a possibilidade de viés de seleção. Como medida de valor utilizaram o Q de Tobin. Os resultados indicaram que as empresas familiares não superavam o desempenho das empresas não familiares dos EUA, independentemente da medida de envolvimento da família. As análises da amostra aleatória nas 100 menores empresas de capital aberto dos Estados Unidos revelou que as empresas familiares desse grupo também não superaram as empresas não familiares.

Cai, Luo e Wan (2012) analisaram a influência do CEO familiar no desempenho das empresas. A amostra foi composta de 351 companhias abertas familiares chinesas, no período de 2004 a 2007. Com base nas perspectivas principal-agente e principal-principal da Teoria da Agência argumentaram que CEOs familiares influenciariam para um valor positivo superior nas empresas chinesas, com instituições formais fracas. Os autores utilizaram duas medidas de desempenho, uma baseada no mercado (Q de Tobin) e outra na contabilidade (retorno sobre os ativos - ROA). Os resultados demonstraram que CEOs da família, como um todo, beneficiavam o desempenho da empresa na China, com ambiente institucional fraco.

Martin-Reyna e Durán-Encalada (2012) analisaram a influência da propriedade familiar, do conselho de administração e da alavancagem financeira no desempenho das empresas. A análise ocorreu em uma amostra de 83 empresas mexicanas listadas na Bolsa de Valores do México, no período de 2005 a 2011. Os resultados mostraram que a propriedade familiar, composição e tamanho do conselho de administração e nível de alavancagem financeira desempenharam um duplo papel: aumentaram o desempenho quando não haviam projetos de investimentos, e impacto negativo na presença de oportunidades de crescimento. Um problema de expropriação da riqueza surgiu entre os acionistas majoritários e minoritários em empresas com maiores oportunidades de crescimento.

Pukthuanthong et al. (2012) examinaram se e como a propriedade familiar aprimorava ou causava danos no valor da empresa. A pesquisa ocorreu em uma amostra de 79 empresas canadenses listadas na Bolsa de Toronto (TSX), no período entre 1999 e 2007. Como medidas de desempenho utilizaram o ROA e o Q de Tobin. Os resultados revelaram que as empresas familiares eram mais propensas a empregar mecanismos de reforço de controle, como ações de classe dupla, do que as empresas não familiares, o que, segundo os autores, era consistente com os resultados de Villalonga e Amit (2006), King e Santor (2008) e Gompers et al. (2010). Estes mecanismos, em empresas familiares estavam positivamente associados ao Q de Tobin e

ao ROA. Além disso, observaram que os conflitos de agência entre família e gestores eram menos onerosos do que aqueles entre famílias e os acionistas minoritários. Finalmente, constataram que as empresas familiares com os fundadores como CEOs superavam aquelas com descendentes como CEOs.

Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) examinaram como o envolvimento familiar afetava o desempenho das empresas do Reino Unido, listadas na London Stock Exchange (LSE), no período de 1998 a 2008. Avaliaram o efeito do envolvimento familiar em termos de propriedade e gestão. Como medidas de desempenho utilizaram o ROA e o Q de Tobin. Os resultados revelaram que havia aumento do desempenho até a participação familiar atingir trinta e um por cento, momento em que o desempenho começava a diminuir. Além disso, as descobertas ilustraram que, quanto maior o envolvimento da família em termos de gestão (ou seja, por meio de um CEO da família) e governança (representação do conselho e/ou papel duplo do CEO-Presidente), maior o desempenho no Longo prazo e entre as gerações.

Zhou e Wang (2017) investigaram se as empresas familiares apresentaram melhores resultados do que as não familiares, durante a crise financeira global que iniciou em 2008. A amostra foi constituída por 394 companhias americanas não financeiras do S&P 500. Como medidas de desempenho utilizaram o ROA e o Q de Tobin. Constataram que as empresas familiares superaram as empresas não familiares durante a crise. Entre as empresas familiares, as que contribuíram para a superação foram aquelas em que o fundador ainda estava presente. Também descobriram que durante a crise financeira global, as empresas fundadoras investiram significativamente menos e tiveram melhor acesso ao mercado de crédito do que as empresas não familiares.

Verifica-se na literatura apresentada que as duas medidas mais recorrentes para análise do desempenho de companhias familiares são o retorno sobre os ativos (ROA), por ser uma medida baseada na contabilidade, e o Q de Tobin, por ser uma medida baseada no mercado. De modo geral, constata-se que a evidência empírica é mista. Notou-se ainda, que a maioria das investigações ocorreu em empresas americanas e europeias em períodos anteriores a 2010. Portanto, este assunto merece atenção em ambientes diversos, especialmente em países com condições não similares aos pesquisados, como é o caso do Brasil, que possui um ambiente institucional frágil, caracterizado por um mercado acionário menos ativo e com proteção legal aos direitos de propriedade significativamente inferiores ao de países como Estados Unidos, por exemplo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto, realizou-se pesquisa descritiva, documental e abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão. Em cada ano, as empresas que exerciam atividades financeiras e que não possuíam informações necessárias para todas as variáveis utilizadas foram excluídas da amostra.

Após estes procedimentos, a amostra de pesquisa analisada foi composta por 364 companhias em 2010, 398 em 2011, 397 em 2012, 424 em 2013, 419 em 2014 e 422 em 2015. Adotou-se como marco inicial o ano de 2010 em decorrência de constituir o período inicial de adoção plena das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no Brasil.

Inicialmente, foi identificado o tipo de estrutura de propriedade de cada uma das companhias. Para isso, criou-se uma variável categórica denominada de “Estrutura de propriedade familiar (Estrut_Fam)”, que recebeu valor “1” nos casos em que o último acionista controlador era uma família ou um indivíduo (em termos de direitos de voto), com participação mínima de 10%, assim como definiu La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), e valor “0” caso contrário.

Os dados sobre o tipo de estrutura de propriedade foram coletados manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra nos Formulários de Referência: Seção 6.3 – Breve histórico; Seção 8.1 - Descrição do grupo econômico; Seção 15.2 - Posição acionária; Seção 15.4 – Organograma dos acionistas; Seção 15.5 – Acordo de acionistas.

Para identificar o tipo de gestão adotou-se procedimento similar ao de Villalonga e Amit (2006), que também investigaram a influência da gestão familiar no desempenho. Deste modo, foram criadas três variáveis *dummy*, que receberam valor “1” nos casos em que o “diretor presidente (DirPres_Fam)”, o “presidente do conselho de administração (PresCA_Fam)” e, ainda, quando ambos, o “diretor presidente e o presidente do conselho de administração (DirPres&PrseCA_Fam)” eram o fundador da empresa, ou então, um membro por sangue ou casamento, pertencente à família controladora, ou valor “0” caso contrário.

Os dados relativos à gestão também foram coletados manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra nos Formulários de Referência: Seção 12.6 – Composição e experiência prof. da adm. e do CF e Seção 12.9 - Relações familiares.

Ressalta-se que os dados relativos à estrutura de propriedade e gestão correspondem ao ano $t-1$ em relação ao desempenho, assim como nos estudos de Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Miller et al. (2007), Andres (2008) e Cai, Luo e Wan (2012). A justificativa é pautada no fato de que as decisões do passado impactam nas operações empresariais do presente. Então, quando se verifica a influência da estrutura de propriedade e da gestão no desempenho do período de 2010 a 2015, os dados de estrutura e gestão correspondem ao período de 2009 a 2014.

Para análise do desempenho das companhias foram utilizadas duas medidas. Uma baseada na contabilidade, o índice de retorno sobre os ativos (ROA) e outra medida baseada no mercado, o Q de Tobin. A escolha para estas medidas foi baseada principalmente no estudo de Anderson e Reeb (2003). Para o cálculo do ROA utilizou-se o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), para que fosse possível avaliar o lucro apenas referente ao negócio.

Para encontrar o Q de Tobin, Anderson e Reeb (2003a) tomaram como base o valor de mercado dos ativos dividido pelo custo de reposição desses ativos. Neste estudo, pela dificuldade e falta de dados necessários para calcular o Q de Tobin do mesmo modo que Anderson e Reeb (2003) optou-se por utilizar uma metodologia alternativa, em que o valor de mercado corresponde à soma do valor contábil do exigível + valor de resgate das ações preferenciais + valor de mercado das ações ordinárias; e o custo de reposição é substituído pelo valor dos ativos totais, assim como nos estudos de Villalonga e Amit (2006), Miller et al. (2007), Andres (2008) e Cai, Luo e Wan (2012). As variáveis de desempenho “ROA” e “Q de Tobin” foram coletadas no banco de dados Economatica.

Por fim, foram coletados os dados das variáveis de controle, que também podem influenciar no desempenho. Em consonância com estudos similares anteriores como de Anderson e Reeb (2003), Maury (2006) Villalonga e Amit (2006), Miller et al. (2007) e González et al. (2012) e Zhou e Wang (2017) optou-se por utilizar o tamanho da empresa (log do ativo total), idade da empresa (medida pelo número de anos decorridos desde a data de fundação constante no registro da CVM), governança corporativa (*dummy* que recebeu valor 1 quando a empresa estava listada em algum nível diferenciado de governança da B3 S.A.) e crescimento da empresa (percentual médio de crescimento das vendas dos últimos três anos).

Em relação ao tamanho, acredita-se que empresas maiores possuem recursos financeiros e não financeiros superiores que podem contribuir para um melhor desempenho. Quanto à idade, empresas que atuam há mais tempo no mercado podem apresentar melhores mecanismos de gestão que auxiliam na obtenção de vantagem competitiva e que influenciam para um melhor desempenho. No tocante a governança corporativa, melhores práticas contribuem para a redução de problemas de agência e contribuem para um desempenho

superior. No que se refere ao crescimento, acredita-se que empresas que se encontram em constante crescimento apresentam maior desempenho.

Após a coleta dos dados, realizou-se a análise. Inicialmente, ocorreu uma análise descritiva das principais variáveis de interesse da pesquisa. Em seguida, a análise de regressão linear múltipla foi realizada para verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar, bem como das demais variáveis de controle, no desempenho.

Destaca-se que foram observados os pressupostos de normalidade, por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov; multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance; homocedasticidade, por meio do teste de Pesarán-Pesarán; e ausência de autocorrelação serial, por meio do teste de Durbin-Watson.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISES DOS DADOS

Na Tabela 1, descreve-se o tipo de estrutura de propriedade das empresas que compõem a amostra do período de 2009 a 2014. Cabe destacar que os dados sobre estrutura de propriedade correspondem ao ano $t-1$ em relação ao desempenho.

Tabela 1 – Tipo de estrutura de propriedade das empresas no período de 2009 a 2014

Tipo de estrutura de propriedade	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Familiars	195	54	211	53	209	53	210	50	209	50	213	51
Não familiares	169	46	187	47	188	47	214	50	210	50	209	49
Total	364	100	398	100	397	100	424	100	419	100	422	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 1 que apenas nos anos de 2012 e 2013 o percentual de empresas com estrutura de propriedade não familiar foi similar ao percentual de empresas com estrutura familiar. Em 2009, 54% eram familiares, em 2010 e 2011, 53% eram familiares, em 2012 e 2013 ocorreu uma pequena redução de familiares para 50% e em 2014 ocorreu um aumento para 51%.

Estes resultados corroboram os de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000), Anderson e Reeb (2003), Andres (2008), Gugler, Ivanova e Zechner (2014) e Leung, Richardson e Jaggi (2014) que investigaram questões relacionadas a estrutura de propriedade das empresas e também constataram que o número de companhias com estrutura de propriedade familiar era similar ou superior ao número de empresas não familiares.

Na Tabela 2 apresenta-se o tipo de gestão das empresas, também correspondentes ao período de 2009 a 2014.

Tabela 2 – Tipo de gestão das empresas no período de 2009 a 2014

Tipo de Gestão	Familiar	Percentual em relação às empresas que possuíam estrutura familiar	Percentual em relação ao total da amostra
2014			
Dir_Pres	109	51	26
Pres_CA	156	73	37
DirPres_PresCA	95	45	23
2013			
Dir_Pres	106	51	25
Pres_CA	164	78	39
DirPres_PresCA	95	45	23
2012			

Dir_Pres	113	54	27
Pres_CA	164	78	39
DirPres_PresCA	105	50	25
2011			
Dir_Pres	115	55	29
Pres_CA	162	78	41
DirPres_PresCA	106	51	27
2010			
Dir_Pres	115	55	29
Pres_CA	163	77	41
DirPres_PresCA	107	51	27
2009			
Dir_Pres	94	48	26
Pres_CA	133	68	37
DirPres_PresCA	89	46	24

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível perceber na Tabela 2, em relação ao cargo de diretor presidente (Dir_Pres) que, no ano de 2010, primeiro ano da análise, 94 empresas possuíam o fundador, ou, um membro por sangue ou casamento pertencente à família controladora ocupando este cargo. Quando se analisa o percentual em relação as 195 empresas (conforme Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar, constata-se que em 48% delas o diretor presidente era familiar.

Destaca-se que ao longo do período de 2009 a 2014 não ocorreram grandes variações, sendo que no ano de 2014, último ano da análise, 109 empresas possuíam o diretor presidente familiar, ou seja, 51% dentre as 213 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar.

Ressalta-se que estes resultados são similares aos encontrados em pesquisas anteriores, que investigaram questões relacionadas à gestão, caso de McConaughy (2000), que demonstrou que entre 82 grandes companhias americanas familiares de capital aberto, 54,88% delas possuíam CEO familiar. Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001) demonstraram que entre 276 companhias abertas familiares da Espanha, em média, 47% possuíam um CEO familiar. Anderson e Reeb (2003) analisaram companhias abertas americanas e constataram que entre 403 companhias, 141 possuíam estrutura de propriedade familiar, sendo que, em aproximadamente 45% delas o diretor presidente era familiar. Cai, Luo, Wan (2012) demonstraram que, em média, 54,40% das companhias chinesas analisadas eram geridas por um CEO familiar.

Quanto ao cargo de presidente do conselho de administração (Pres_CA), no ano de 2009, primeiro ano da análise, nota-se na Tabela 2 que 133 empresas possuíam este cargo ocupado pelo fundador, ou, um membro da família. O percentual em relação as 154 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar é equivalente a 68%. Esse percentual elevou-se para 77% em 2010, para 78% em 2011 e manteve-se estável nos anos de 2012 e 2013. No ano de 2014, último ano da análise, 156 empresas possuíam o presidente do conselho familiar, ou seja, 73% dentre as 213 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar.

Os percentuais identificados nesta pesquisa, próximos a 75% na maioria dos anos, também são similares aos encontrados por Barontini e Caprio (2006), que analisaram de maneira distinta o CEO do presidente do conselho de administração. Entre as 675 companhias de capital aberto pesquisadas, de 11 países da Europa Continental (Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia e Suíça), no período de 1999 a 2001, observaram que 314 possuíam estrutura de propriedade familiar. Ao analisarem o cargo de CEO, verificaram que em aproximadamente 35% delas a gestão era

familiar e ao analisarem o conselho de administração, aproximadamente 50% possuíam gestão familiar.

Schmid (2013) constatou que na Alemanha, das 695 companhias analisadas, 331 eram de estrutura familiar, sendo que em 78,85% delas o presidente do conselho de administração era familiar. Schmid (2013) ainda analisou um conjunto de companhias internacionais, que englobavam 9 países do Leste Asiático (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia) e de 13 países da Europa Ocidental (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido), e constatou que das 4.007 companhias internacionais, 1.659 (41,40%) eram de estrutura de propriedade familiar. Dentre as companhias familiares, em 48,16% delas o presidente do conselho de administração era familiar.

É possível observar ainda, na Tabela 2, o percentual de empresas que possuem os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração (DirPres_PresCA) ocupados de forma combinada por membros da família. Verifica-se que, no ano de 2009, 89 empresas possuíam estes cargos ocupados pelo fundador ou por um membro da família. O percentual em relação as 195 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar é equivalente a 46%. Também não ocorreram grandes variações no período de 2009 a 2014. No ano de 2014, 95 empresas possuíam o CEO e o presidente do conselho de administração familiar, ou seja, 45% dentre as 213 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar.

Esses percentuais são similares aos encontrados por Villalonga e Amit (2006), que entre 2.808 companhias abertas americanas, verificaram que 1.041 eram de estrutura de propriedade familiar. Dentre essas, 41,40% possuíam o CEO e o presidente do conselho de administração familiar.

De modo geral, o número de companhias que possuem gestão familiar, neste estudo, é significativo, principalmente quando comparado com o resultado encontrado em outras pesquisas anteriores. O envolvimento do controlador na gestão, de acordo com Morck, Shleifer e Vishny (1988), é determinado pela influência que ele exerce nos principais cargos executivos, principalmente em relação ao cargo de CEO e de presidente do conselho de administração. Nesse sentido, infere-se que, nas empresas da amostra, as famílias controladoras exercem influência significativa na gestão, visto que os percentuais de empresas com estrutura de propriedade familiar que possuem gestão familiar foram representativos.

Na Tabela 3 evidenciam-se as médias da variável ROA e o resultado do Teste t que permite verificar se as diferenças no desempenho das empresas familiares e não familiares são estatisticamente significativas.

Tabela 3 – Teste de comparação de médias do ROA referente ao período de 2010 a 2015

Desempenho (ROA)	Familiares Média	Não Familiares Média	Levene		Teste t	
			F	Sig	t	Sig
2010	7,46	8,90	0,90	0,34	-1,37	0,09
2011	9,53	9,60	0,47	0,49	-0,06	0,96
2012	8,19	7,32	2,51	0,11	0,81	0,42
2013	9,35	6,29	8,41	0,00	2,23	0,03
2014	9,75	8,74	0,99	0,32	0,66	0,10
2015	13,69	11,15	3,76	0,05	1,05	0,07

Fonte: Dados da pesquisa.

Inicialmente, ressalta-se que o teste de Levene, cujos resultados estão expostos na Tabela 3, demonstra que as variâncias não são iguais no ano de 2013 e 2015, pois houve significância de 0,00 e 0,05 no indicador F destes dois anos. Uma vez que não se assumiu a homogeneidade das variâncias, utilizaram-se os valores do Teste-t de *Equal variances not*

assumed. Para os demais anos o indicador F não foi significativo, indicando que as variâncias são homogêneas e, por isso, optou-se por utilizar o valor do Teste-t de *Equal variances assumed*.

Em relação ao ROA, observa-se na Tabela 3 que nos anos de 2010 e 2011 as companhias com estrutura de propriedade não familiar apresentaram indicadores de ROA médios de 8,90 e 9,60, portanto, superiores aos indicadores de ROA médios das companhias familiares que foram equivalentes a 7,46 e 9,46, respectivamente. Todavia, o Teste t demonstra que as diferenças foram estatisticamente significativas apenas no ano de 2010. Então, é possível afirmar que no ano de 2010 o ROA das companhias não familiares foi superior ao das familiares.

Observa-se ainda, na Tabela 3, que a partir do ano de 2012 houve uma inversão, ou seja, em todo o período de 2012 a 2015 as companhias familiares apresentaram indicadores de ROA médios superiores aos das companhias não familiares. Destaca-se ainda que o Teste t demonstra que as diferenças foram estatisticamente significativas nos anos de 2013, 2014 e 2015. Sendo assim, pode-se afirmar que nos anos de 2013, 2014 e 2015 o ROA das companhias familiares foi superior ao das não familiares.

Na Tabela 4 estão expostas as médias da variável Q de Tobin e o resultado do Teste t que permite verificar se as diferenças no desempenho das empresas familiares e não familiares são estatisticamente significativas.

Tabela 4 – Teste de comparação de médias do Q de Tobin referente ao período de 2010 a 2015

Desempenho (Q de Tobin)	Familiares Média	Não Familiares Média	Levene		Teste t	
			F	Sig	t	Sig
2010	1,33	1,34	0,62	0,43	-0,09	0,93
2011	1,21	1,21	1,90	0,17	0,02	0,99
2012	1,30	1,25	0,45	0,50	0,41	0,69
2013	1,20	1,12	1,25	0,26	0,85	0,40
2014	1,19	1,07	0,08	0,78	1,12	0,08
2015	1,49	1,05	4,21	0,04	1,59	0,06

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Levene, na Tabela 4, demonstra que as variâncias não são iguais apenas no ano de 2015, pois houve significância de 0,04 no indicador F deste ano. Portanto, não se assumiu a homogeneidade das variâncias e utilizou-se o valor do Teste-t de *Equal variances not assumed*. Para os demais anos os indicadores F não foram significativos, indicando que as variâncias são homogêneas e utilizou-se o valor do Teste-t de *Equal variances assumed*.

Quanto ao Q de Tobin, nota-se na Tabela 4 que no ano de 2010 as companhias não familiares apresentaram indicador médio de 1,34, muito próximo ao indicador médio das familiares que foi de 1,33. Nota-se também que no ano de 2011 os indicadores médios de Q de Tobin das companhias familiares e não familiares foram exatamente iguais (1,21). Ressalta-se que o Teste t demonstra que as médias não foram estatisticamente significativas nestes dois anos. Então, não é possível afirmar que existem diferenças no Q de Tobin das companhias familiares e não familiares nos anos de 2010 e 2011.

Todavia, a partir do ano de 2012, ou seja, no período de 2012 a 2015, assim como ocorreu com o ROA, as companhias familiares apresentaram indicadores de Q de Tobin médios superiores aos das companhias não familiares. Os resultados do Teste t demonstram que as diferenças foram estatisticamente significativas nos anos de 2014 e 2015. Sendo assim, pode-se afirmar que nestes dois anos o Q de Tobin das companhias familiares foi superior ao das não familiares.

Na Tabela 5, são apresentados os coeficientes da regressão, que possibilitam analisar o poder preditivo da estrutura de propriedade e da gestão familiar sobre o ROA e sobre o Q de

Tobin (dependentes).

Tabela 5 - Coeficientes das regressões da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no ROA e no Q de Tobin

Variáveis	ROA	Q_Tob
	Coeficientes (estatística-t)	Coeficientes (estatística-t)
(Constante)	43,83* (21,55)	1,89* (9,20)
Estrut_Fam	0,57*** (0,54)	0,12*** (1,04)
DirPres_Fam	-1,91 (-0,89)	-0,44** (-0,12)
PresCA_Fam	-1,24 (-1,00)	-0,08 (-0,03)
DirPres&PresCA_Fam	1,33*** (0,56)	0,39*** (1,62)
Idade_Cia	0,00 (0,23)	0,01* (4,66)
Governança	1,11*** (1,64)	0,09* (4,48)
Tamanho	5,51* (16,97)	0,17* (5,43)
Crescim	-0,01** (-2,21)	-0,01*** (-1,72)
R ² Ajustado	0,18	0,17
F-ANOVA-Valor	41,01*	7,75*
Durbin Watson	1,91	1,93
Pesarán-Pesarán	0,77	0,81
VIF/Tolerance	<10	<10

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 5 que os R² ajustados foram de 18% e 17%. Todavia, estes R² ajustados são similares aos registrados em outras pesquisas anteriores da mesma natureza, tais como de Anderson e Reeb (2003) que possuíam R² de 19%, Villalonga e Amit (2006) com R² de 10%, Andres (2008) com R² entre 20% e 30% e Cai, Luo e Wan (2012) com R² de 23%.

Verifica-se que os testes F-ANOVA foram significantes (0,01), ou seja, o conjunto de variáveis independentes exerce influência sobre a variável dependente nos dois modelos. Os resultados da estatística de Durbin-Watson (1,91 e 1,93) demonstram que não há problemas de autocorrelação dos resíduos, já que o valor ficou próximo de dois. Ao se analisar o Teste Pesarán-Pesarán, constatou-se que o pressuposto da homocedasticidade não foi violado. Por fim, verifica-se também que o fator de inflação de variância – VIF e Tolerance apresentaram valores baixos. Portanto, neste caso não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes do modelo.

É possível perceber, ainda na Tabela 5, que a variável “Estrut_Fam”, que capta a existência de estrutura de propriedade familiar nas empresas, apresentou coeficientes positivos e estatisticamente significantes de 0,57 (Sig. = 0,10) para o ROA e 0,12 (Sig. = 0,10) para o Q de Tobin. Estes resultados indicam influência para aumento do ROA e do Q de Tobin quando a estrutura de propriedade é familiar.

Dentre as três variáveis relacionadas ao tipo de gestão, que captam a presença de um

membro da família ocupando o cargo de diretor presidente (DirPres_Fam), o cargo de presidente do conselho de administração (PresCA_Fam), e ainda, quando os dois cargos estão sob o domínio da família (DirPres&PresCA_Fam) apenas a variável “DirPres&PresCA_Fam” apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo. Sendo, 1,33 (Sig. = 0,10) para o ROA e 0,39 (Sig. = 0,10) para o Q de Tobin. Diante desse resultado infere-se que haverá influência para aumento do ROA e do Q de Tobin apenas quando os dois cargos estão sob o domínio da família.

Este resultado fica ainda mais evidente quando se analisa os coeficientes negativos resultantes das variáveis DirPres_Fam e PresCA_Fam, equivalentes a -1,91 e -1,24 para o modelo do ROA e -0,44 e -0,08 para o modelo do Q de Tobin. Ressalta-se ainda que no caso da variável DirPres_Fam o coeficiente -0,44 foi estatisticamente significativo (Sig. = 0,05) para a variável Q de Tobin. Logo, esse resultado indica influência para uma redução do Q de Tobin quando o diretor presidente é familiar.

De modo geral, estes resultados estão em consonância com os achados de Anderson e Reeb (2003), Maury (2006), Villalonga e Amit (2006), Cai, Luo e Wan (2012) Pukthuanthong et al. (2012), Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) e Zhou e Wang (2017) que apontaram influência positiva da estrutura de propriedade familiar para um desempenho superior.

Dentre as quatro variáveis de controle, nota-se na Tabela 5 que três revelaram-se estatisticamente significantes para o ROA e todas significantes para o Q de Tobin. Para o modelo do ROA as variáveis “Governança” e “Tamanho” apresentaram coeficientes positivos de 1,11 e 5,51 e a variável Crescim apresentou um coeficiente negativo de -0,01. Para o modelo do Q de Tobin as variáveis “Idade_Cia”, “Governança” e “Tamanho” apresentaram coeficientes positivos de 0,01, 0,09 e 0,17 e a variável Crescim apresentou um coeficiente negativo de -0,01.

Em relação a variável “Idade_Cia”, para o Q de Tobin, confirmou-se que empresas que atuam há mais tempo no mercado podem apresentar melhores mecanismos de gestão, que auxiliam para obtenção de desempenho superior. No tocante a variável de controle “Governança”, confirmou-se que melhores práticas de governança corporativa contribuem para a redução de problemas de agência e para a melhoria do desempenho das empresas. Em relação ao tamanho, confirmou-se que empresas maiores (Tamanho) tendem a possuir recursos superiores e que podem contribuir para um melhor desempenho. No caso da taxa de crescimento (Crescim), verifica-se que a ascensão e o crescimento podem prejudicar o desempenho contábil (ROA), mas favorecer o desempenho de mercado (Q de Tobin).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do estudo consistiu em verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no desempenho das companhias abertas listadas na B3 S.A.. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados.

Em relação ao tipo de estrutura de propriedade, no período de 2009 a 2014, das empresas que compõem a amostra, os resultados revelaram que apenas nos anos de 2012 e 2013 houve similaridade no percentual de empresas com estrutura de propriedade familiar e não familiar. Nos demais anos o percentual de empresas com estrutura familiar foi superior. Estes resultados confirmam os de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000), Anderson e Reeb (2003), Andres (2008), Gugler, Ivanova e Zechner (2014) e Leung, Richardson e Jaggi (2014) que também constataram que o número de companhias com estrutura de propriedade familiar era similar ou superior ao número de empresas não familiares. Além disso, evidenciam a importância que as empresas familiares possuem no desenvolvimento e crescimento econômico dos Brasil.

Quanto ao tipo de gestão, constatou-se que o número de companhias que possuíam gestão familiar também era significativo, seja por meio do cargo de diretor presidente, da presidência do conselho de administração, ou, ainda, por meio dos dois cargos de forma combinada. Principalmente quando comparado com o resultado encontrado em outras pesquisas anteriores, tais como McConaughy (2000), Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001), Anderson e Reeb (2003), Barontini e Caprio (2006), Villalonga e Amit (2006), Cai, Luo, Wan (2012), Schmid (2013). Portanto, infere-se que, nas empresas da amostra, as famílias controladoras exercem influência significativa na gestão.

Os resultados evidenciaram também que nos últimos quatro anos investigados, ou seja, no período de 2012 a 2015 as companhias com estrutura de propriedade familiar apresentaram ROA e Q de Tobin médios superiores aos das companhias não familiares. No caso do ROA, o Teste t demonstrou que as diferenças foram estatisticamente significativas nos anos de 2013, 2014 e 2015. Sendo assim, pode-se afirmar que nesse período o ROA das companhias familiares realmente foi superior ao das não familiares. Quanto ao Q de Tobin os resultados do Teste t demonstram que as diferenças foram estatisticamente significativas nos anos de 2014 e 2015. Assim, pode-se afirmar que nestes dois anos o Q de Tobin das companhias familiares foi superior ao das não familiares.

Por fim, verificou-se que a estrutura de propriedade familiar influencia para um desempenho superior. Do mesmo modo que a combinação entre estrutura de propriedade familiar, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar também influenciam. Destaca-se que os resultados estão alinhados aos de Anderson e Reeb (2003), Maury (2006), Villalonga e Amit (2006), Cai, Luo e Wan (2012) Pukthuanthong et al. (2012), Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) e Zhou e Wang (2017) que apontaram influência positiva das famílias para um desempenho superior.

Os resultados da pesquisa provocaram inquietações e que se sugere sejam temas de investigação para futuras pesquisas. Assim, recomenda-se para pesquisas futuras que, ao identificar o tipo de estrutura de propriedade, considerem percentuais superiores para definir o tipo de estrutura de propriedade, como por exemplo, Pukthuanthong et al. (2012) e Leung, Richardson e Jaggi (2014), que consideraram um percentual mínimo de 20%, ou ainda um percentual mínimo de 50%, assim como Chernykh (2008) e Steijvers e Voordeckers (2009). Na identificação e análise da gestão familiar foi considerado o envolvimento do fundador da empresa, ou ainda, um membro por sangue ou casamento, pertencente à família controladora sem fazer distinção entre fundadores e descendentes. Recomenda-se fazer a distinção entre fundador e descendente. Para análise do desempenho, recomenda-se a utilização de outros indicadores apontados pela literatura, como por exemplo, o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), utilizado por outros pesquisadores que investigaram amostras de empresas familiares, como Maury (2006) e Sraer e Thesmar (2007).

REFERÊNCIAS

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

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

BARONTINI, Roberto; CAPRIO, Lorenzo. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. **European Financial Management**, v. 12, n. 5, p. 689-723, 2006.

BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper M.; PEREZ-GONZALEZ, Francisco; WOLFENZON, Daniel. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 122, n. 2, p. 647-691, 2007.

CAI, Di; LUO, Jin-hui; WAN, Di-fang. Family CEOs: Do they benefit firm performance in China?. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 29, n. 4, p. 923-947, 2012.

CAPRIO, Lorenzo; CROCI, Ettore; DEL GIUDICE, Alfonso. Ownership structure, family control, and acquisition decisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1636-1657, 2011.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H. P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.

FACCIO, Mara; LANG, Larry H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of financial economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FILATOTCHEV, Igor; LIEN, Yung-Chih; PIESE, Jenifer. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 22, n. 3, p. 257-283, 2005.

GONZÁLEZ, Maximiliano; GUZMÁN, Alexander; POMBO, Carlos; TRUJILLO, María-Andrea. Family firms and financial performance: The cost of growing. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 4, p. 626-649, 2012.

GÓMEZ-MEJÍA, Luis R.; NUNEZ-NICKEL, Manuel; GUTIERREZ, Isabel. The role of family ties in agency contracts. **Academy of management Journal**, v. 44, n. 1, p. 81-95, 2001.

GUGLER, Klaus; IVANOVA, Natalia; ZECHNER, Josef. Ownership and control in Central and Eastern Europe. **Journal of Corporate Finance**, v. 26, p. 145-163, 2014.

JIANG, Yi; PENG, Mike W. Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant?. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 28, n. 1, p. 15-39, 2011.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The journal of finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEUNG, Sidney; RICHARDSON, Grant; JAGGI, Bikki. Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 10, n. 1, p. 16-31, 2014.

LIU, Weiping; YANG, Haibin; ZHANG, Guangxi. Does family business excel in firm performance? An institution-based view. **Asia Pacific Journal Management**, v. 29, p. 965-987, 2012.

MAURY, Benjamin. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 2, p. 321-341, 2006.

MARTIN-REYNA, J. M. S.; DURÁN-ENCALADA, J. A. Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. **Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation**, v. 8, n. 3, p. 35-57, 2012.

MARTÍN-REYNA, Juan M. S.; DURÁN-ENCALADA, Jorge A. Ownership structure, firm value and investment opportunities set: evidence from Mexican firms. **Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation**, v. 8, n. 3, p. 35-57, 2012.

MCCONAUGHY, Daniel L. Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance. **Family Business Review**, v. 13, n. 2, p. 121-131, 2000.

MILLER, Danny; LE BRETON-MILLER, Isabelle; LESTER, Richard H.; CANNELLA Jr. Albert A. Are family firms really superior performers?. **Journal of corporate finance**, v. 13, n. 5, p. 829-858, 2007.

MORCK, Randall K.; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Do management objectives drive bad acquisitions? **The Journal of Finance**, v. 45, p. 31-48, 1990.

MOURA, Geovanne Dias de. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no posicionamento em fusões e aquisições**. 2014. 468 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2014.

POUTZIOURIS, Panikkos; SAVVA, Christos S.; HADJIELIAS, Elias. Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firms. **Journal of Family Business Strategy**, v. 6, n. 1, p. 14-32, 2015.

PUKTHUANHONG, Kuntara; WALKER, Thomas J.; THIENGTHAM, Dolruedee. N.; DU, Heng. Does Family Ownership Create or Destroy Value: Evidence from Canada. **International Journal of Managerial Finance**, v. 9, n. 1, p. 2-2, 2012.

SCHMID, Thomas. Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 2, p. 257-272, 2013.

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

ZHOU, Haoyong; HE, Fan; WANG, Yangbo. Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms. **Global Finance Journal**, 2017.