

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

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo avaliar, dentre as empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, a significância das diferenças de retorno de ações, em decorrência da identidade do controle e da atuação de familiares do controlador na diretoria. À governança corporativa é atribuída a condição de aumentar a probabilidade dos ofertadores de recursos garantirem para si o retorno sobre seus investimentos. Analisar diferenças de retorno pode contribuir sobremaneira para uma melhor compreensão do tema. Trata-se de estudo descritivo, de natureza quantitativa, envolvendo todas as 107 empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, categorizadas, para fins de pesquisa, em: “controle familiar”, “controle não-familiar” e, dentre as empresas de controle familiar, “com membros da família controladora na diretoria” e “sem membros da família controladora na diretoria”. As informações foram obtidas por meio do acesso aos sites da BM&FBOVESPA e das organizações analisadas, além do banco de dados Economática®. Os dados foram tratados por meio de estatística descritiva, com uso do método “Teste de Duas Amostras para Médias” e coeficiente de correlação. A pesquisa revelou que a diferença entre as médias das companhias de controle familiar e as de controle não-familiar não evidencia superioridade de retorno, enquanto o coeficiente de correlação mostrou-se fortemente correlato e positivo. Ao se comparar as empresas familiares que mantêm membros da família em cargos de diretoria e as que não os mantêm, os testes revelaram que as diferenças absolutas encontradas não são significativas, não impactando em retornos diferentes. Por fim, conjectura-se que não há diferenças significativas de retorno para nenhum dos casos estudados.

PALAVRAS-CHAVE: Governança corporativa. Teoria de agência. Estrutura de controle e propriedade. Companhias familiares.

1. INTRODUÇÃO

A emergência do mercado de capitais nos países que adotaram o sistema capitalista, principalmente a partir do século XX, teve um papel fundamental no desenvolvimento das empresas consideradas modernas, abrindo caminho para ganhos cada vez maiores de produtividade, criação de tecnologia e geração de riqueza.

Foi, portanto, o desenvolvimento do mercado de capitais que permitiu o financiamento das empresas privadas, que por sua vez, passaram a buscar índices mais elevados de profissionalização da administração, tendo como efeito a dissociação entre as figuras do gestor empresarial e o proprietário do negócio.

Nesse sentido, essa diferenciação de papéis aconteceu, em parte, pela pulverização do controle acionário permitido pelo mercado de capitais, uma vez que, de modo geral, este tem como objetivo o financiamento das atividades empresariais (SILVEIRA, 2002).

A separação entre propriedade e controle também foi mais evidente e acelerada nos países que desenvolveram regulamentações que garantissem aos investidores maior proteção legal, respeitando os princípios da transparência, equidade e responsabilidade corporativa, dentre outros. Logo, a necessidade de um conjunto de regras que normatizassem as relações entre os gestores e acionistas, amenizando os conflitos de interesse entre estes e aqueles – próprio do problema de agência formalizado por Jensen e Meckling – fez emergir o conceito

“governo de empresa”, ou como é mais conhecido: governança corporativa (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

Com o propósito de assegurar aos investidores uma gestão competente e alinhada com suas finalidades, garantindo um ganho de retorno àqueles que aplicaram seus recursos nos ativos da companhia, a governança corporativa também pode fazer parte do cotidiano de empresas familiares. Estas, segundo Silva (2006), estão atraindo o interesse dos investidores, de pesquisadores e da mídia, pois vêm sobrevivendo há séculos; elas passam por períodos conturbados, mas voltam a crescer. A continuidade dessas empresas, de acordo com Petry e Nascimento (2009), é muito sensível à influência da forma de gestão adotada nas suas atividades.

Um dos pontos mais relevantes para se atingir um bom nível de governança familiar é a preparação adequada de membros pertencentes à família, gestores ou não, para assumir cargos na alta administração, o que ainda é incipiente nas empresas brasileiras. É justamente pela falta de preparo de pessoas ligadas à família proprietária que ocorrem diversos conflitos que podem inclusive levar a empresa à falência (FLORIANI e RODRIGUES, 2000).

Ademais, já não é novidade que os investidores estariam dispostos a pagar mais pela ação de uma empresa com boas práticas de governança corporativa. Segundo Carvalhal-da-Silva (2006, p. 81), uma pesquisa foi conduzida pela McKinsey Company, em que foram entrevistados diversos investidores na Europa, Ásia e na América Latina com o “objetivo de determinar se eles estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança corporativa e de quanto seria o prêmio pela boa governança”.

Mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governança, enquanto 75% dos investidores consideram a governança tão importante quanto o desempenho financeiro da companhia. A realidade é que os investidores estão dispostos a pagar mais para terem menores riscos. Segundo a pesquisa, o prêmio pela boa governança variou de 18% a 28%, dependendo do país, demonstrando como pode ser significativa a melhoria na prática dos princípios em relação ao valor da ação da companhia no mercado (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

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

Em outro estudo, Silveira e Barros (2008) constataram que quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direito de voto e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa, pior a qualidade da governança corporativa. Tais pesquisas reforçam a tese de que os investidores enxergam com bons olhos as práticas de governança corporativa, como a prática de empresas que têm pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente do conselho.

A adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para o aumento no valor das companhias, conforme diversos estudos realizados no Brasil e no mundo, dentre eles os citados anteriormente. No entanto, pouco se sabe a respeito de diferenças em termos de retorno nas ações quando comparadas empresas que adotam boas práticas de governança, mas que tenham identidade do controle distinta.

Nesse sentido, pergunta-se: Qual a significância das diferenças de retorno das ações das empresas listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

(BM&FBOVESPA) quanto ao controle acionário e quanto à participação de membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria?

Nessa perspectiva, a pesquisa tem como objetivo geral avaliar, dentre as companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, a significância das diferenças de retorno das ações, em decorrência do modelo de composição acionária e da atuação de familiares do controlador na diretoria. Para alcançar esse objetivo, foi realizada pesquisa de caráter descritivo, quantitativo e com base em procedimentos estatísticos, tendo como objetivo fazer inferências para a população objeto.

Para os fins da pesquisa, definiu-se como hipótese nula a não existência de diferenças significativas em termos de retorno de ações entre empresas de controle familiar e de controle não-familiar, enquanto que como hipótese alternativa existe diferenças significativas de retorno das ações.

Quanto à atuação de familiares do controlador, as hipóteses são de que não existem diferenças significativas em termos de retorno das ações entre as empresas de controle familiar com membros da família na diretoria e as companhias de controle familiar que não apresentam membros da família na diretoria; e que existem diferenças significativas em termos de retorno das ações.

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

2. REFERENCIAL TEÓRICO

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

2.1. Mercado de Capitais

O mercado financeiro pode ser considerado como elemento dinâmico no processo de crescimento econômico, uma vez que permite a elevação das taxas de poupança e investimento (FORTUNA, 2008).

Além disso, “a função econômica essencial do Mercado de Capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas”, conforme Eizirik *et al.* (2008, p. 8).

Os mercados financeiros ainda podem ser decompostos em *mercado primário* e *mercados secundários*. O mercado primário é utilizado quando o governo e as empresas fazem a venda inicial de títulos, através de ofertas públicas de ações e/ou colocações fechadas. Após sua venda original, os títulos da dívida e ações são negociados nos mercados secundários, através dos mercados de pregão ou de balcão (ROSS *et al.*, 2008).

No mercado secundário, afirmam Eizirik *et al.* (2008), não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer

vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários, conferindo liquidez a esses valores ao possibilitar que seus adquirentes possam vendê-los rapidamente.

O fortalecimento do mercado secundário favorece a economia, pois, conforme afirma Greenspan (2008, p. 168), “a prosperidade do mercado de ações é vantagem econômica – predispõe as empresas para a expansão, contribui para a confiança dos consumidores e, assim, acelera o crescimento da economia”.

Segundo Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007), “a necessidade de atender a exigências externas de transparência, *compliance*, *accountability* e aumentar o nível de controle já se mostram relevantes na formação de valor nas companhias abertas nacionais”.

Os estudos mais recentes realizados no mercado de capitais brasileiro buscam comprovar que as empresas que adotam práticas de governança corporativa têm um melhor desempenho e um maior valor de mercado, pois possibilitam aos investidores o acesso a informações de qualidade sobre a empresa. (SILVA; CARMONA, 2010).

Sendo assim, um conjunto de práticas que fortaleça o mercado de capitais em seus dois segmentos, primário e secundário, é de extrema importância. O investidor, sobretudo o de menor porte, carece de informações acerca das empresas que está inclinado a investir. Nesse sentido, a governança corporativa surge como um tema de grande relevância, uma vez que os investidores reconhecem nas práticas de governança um bom indicativo para realizar investimentos nas empresas que as adotam.

2.2. Conceitos e Modelos de Governança Corporativa

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

Etimologicamente, a palavra governança está relacionada a governo. Trata-se, portanto, da forma como são organizados os órgãos e os poderes dentro de uma empresa. Em acréscimo, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) definem governança corporativa como sendo “a forma pela qual os fornecedores de recursos, sejam eles acionistas ou credores, podem assegurar retornos sobre seus investimentos”.

Nesse contexto, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) ainda questionam: “como os fornecedores de recursos, sejam eles acionistas ou credores, podem ter a certeza de que os gestores não irão aplicar seus recursos em projetos ruins, porém benéficos aos gestores? Como os fornecedores de recursos podem assegurar retorno aos seus investimentos? Como podem controlar os gestores?”.

Esses questionamentos levam em conta a teoria da agência formalizada por Jensen e Meckling. Além disso, Carvalhal-da-Silva (2006) explica que enquanto a propriedade e o controle das empresas estavam nas mesmas mãos não havia conflitos de interesse entre proprietários e gestores, obviamente.

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

1. O agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que,

efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;

2. A ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos); e
3. As ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes.

Então, a governança corporativa surge em razão de superar o conflito de agência. Suas boas práticas vêm ganhando destaque, tanto no mercado internacional quanto no nacional, por elas funcionarem como mecanismo de confiança dos investidores nas tomadas de decisão pelos executivos e conselhos de administração, principalmente de empresas que têm ações negociadas na bolsa de valores. Assim há uma associação ao desenvolvimento de melhores estruturas organizacionais, objetivando melhores resultados corporativos, minimizando riscos inerentes ao mercado de atuação e melhorando a percepção do investidor sobre a empresa (SILVA *et al.*, 2009).

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

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

No modelo anglo-saxão, a propriedade é relativamente pulverizada e a liquidez das ações é garantida nas bolsas de valores, o que diminui o risco dos acionistas. Por outro lado, no modelo *nipo-germânico*, existe mais concentração da propriedade e as participações acionárias são de longo prazo (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

No primeiro modelo, o objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas (*shareholders*), enquanto que no segundo, as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com os de outros grupos de interesse, entre os quais, os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral (*stakeholders*). (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

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

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

O esforço em busca das boas práticas de governança corporativa tem sido enorme. Iniciativas como o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa têm importância destacada, segundo Terra e Lima (2006). Ademais, as reformas da

Lei das S.A., o código de boas práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o ativismo do BNDES e dos fundos de pensão e as recomendações da CVM sobre governança corporativa também contribuíram para o mesmo objetivo.

2.3. Estrutura de Controle e Propriedade

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

Nesse contexto, emergem as companhias modernas de controle pulverizado, principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, conforme o modelo anglo-saxão. A estrutura de controle e de propriedade das companhias é essencial para o entendimento dos modelos de governança corporativa, também no Brasil.

A Lei nº 6.404/1976, também conhecida como Lei das S.A., definiu, no Art. 116, o acionista controlador como sendo:

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

Essa mesma lei reconheceu a existência do poder de controle acionário, conforme a titularidade da maioria dos votos e do exercício efetivo da direção dos negócios. Há quatro modalidades de controle acionário: (a) majoritário; (b) compartilhado; (c) minoritário; e (d) pulverizado. O controle majoritário caracteriza-se quando um acionista, pessoa física ou jurídica, ou uma família, detém a maioria das ações com direito de voto. Já o controle compartilhado configura-se quando, mesmo inexistindo um acionista majoritário, o poder de controle é exercido por várias pessoas em conjuntos, que fazem acordo de acionistas, se obrigando a votar em bloco nas matérias referentes ao exercício do poder de controle (EIZIRIK *et al.*, 2008).

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

1. Estatal: controle definido, onde a maioria de capital votante pertence ao Estado.
2. Familiar/Multifamiliar: controle definido ou difuso, onde uma ou mais famílias detêm o poder de controle.
3. Não Familiar: controle definido ou difuso, onde um ou mais indivíduos ou grupos empresariais detêm o poder de controle.
4. Estrangeiro: controle definido ou difuso, onde o sócio controlador é estrangeiro.
5. Institucional: controle definido ou difuso, onde os controladores são investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, entre outros).

Por sua vez, Silva (2006, p. 117) define como familiar a “empresa que tem como principais acionistas uma ou mais famílias que detêm o comando da gestão”, em acordo a definição do IBGC (2009).

A estrutura de controle (direito de voto) e de propriedade (direito de fluxo de caixa) das empresas, ao lado da proteção legal, é determinante para a governança corporativa.

Segundo Carvalhal-da-Silva (2006), na maioria dos países, são comuns a concentração do capital e a separação entre controle e propriedade, pois os controladores podem desejar abrir o capital de uma empresa sem, no entanto, correr o risco de perder o controle sobre ela.

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

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

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

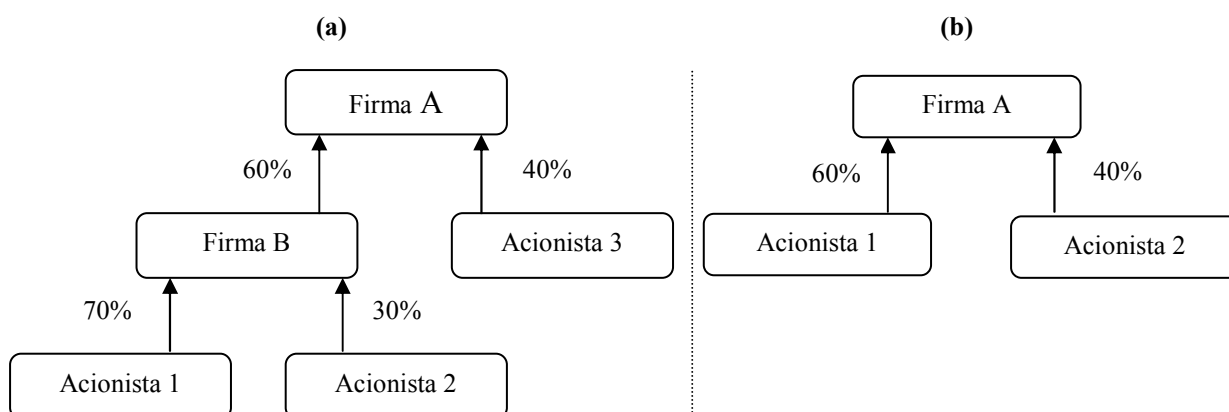


Figura 1 - Exemplos de estrutura acionária.

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

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

A análise da estrutura direta e indireta é possível no Brasil, pois a CVM exige das empresas a apresentação, em seus relatórios anuais, da composição acionária das companhias *holding*. Assim, essa composição pode ser analisada até que se encontrem os verdadeiros proprietários, sejam eles, indivíduos ou famílias, investidores estrangeiros, governos ou ainda investidores institucionais como, por exemplo, bancos, companhias de seguros, fundos de pensão, fundos de investimento, entre outros (CARVALHAL-DA-SILVA, 2006).

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

3. METODOLOGIA DO ESTUDO EMPÍRICO

Essa pesquisa possui a característica de ser descritiva e quantitativa, baseando-se em procedimentos estatísticos, tendo como objetivo, a partir das amostras consideradas, fazer inferências para a população objeto.

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

3.1. Banco de Dados

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

O sítio oficial da BM&FBOVESPA, em novembro de 2010, foi utilizado para identificar e analisar todas as 107 empresas inseridas no nível mais avançado de Governança Corporativa do Novo Mercado, além de indicar os sítios oficiais de cada empresa para fins de consulta da posição acionária, objetivando classificar cada empresa como sendo familiar ou não. Para tal divisão baseou-se na definição de Silva (2006) e IBGC (2009) mencionados no referencial teórico deste trabalho. Por sua vez, admitiu-se que empresa de controle “não-familiar” fosse toda aquela que não atendesse as definições supracitadas, sejam elas de natureza pública ou privada.

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

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

3.2. Metodologia

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

H_0 (hipótese nula): não existem diferenças significativas em termos de retorno entre as empresas de controle não-familiar e as companhias de controle familiar.

H_1 (hipótese alternativa 1): existem diferenças significativas em termos de retorno entre as empresas de controle não-familiar e as companhias de controle familiar.

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

H_0 (hipótese nula): não existem diferenças significativas em termos de retorno entre as empresas de controle familiar com membros da família na diretoria e as companhias de controle familiar que não apresentam membros da família na diretoria.

H_1 (hipótese alternativa 1): existem diferenças significativas em termos de retorno entre as empresas de controle familiar com membros da família na diretoria e as companhias de controle familiar que não apresentam membros da família na diretoria.

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

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

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

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

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

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

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

Na presente pesquisa, chamou-se de “Portfólio 1” a série histórica gerada pela média dos log-retornos de empresas de controle familiar; e “Portfólio 2” a série gerada de empresas de controle não-familiar. Acrescenta-se que foi adotada a premissa de que a distribuição de probabilidade seria a log-normal, além de ter sido adotado um nível de significância de 5%.

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

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

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

4. RESULTADOS

Os resultados concentram-se na caracterização das empresas aderentes ao Novo Mercado da BM&FBOVESPA, mostrando com que frequência elas apresentam estruturas de controle e propriedade familiar ou não-familiar; e com que frequência as empresas familiares apresentam membros da família controladora na diretoria. Além disso, os resultados mais importantes da pesquisa concentram-se na possível relação entre identidade do controle e retorno; e na relação entre membros da(s) família(s) controladora(s) na composição da diretoria e retorno.

4.1. Identidade das Empresas no Novo Mercado

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

Ademais, dentre as 48 empresas de controle familiar, foram identificadas 30 empresas que possuem membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria e 18 empresas que não possuem membros da(s) família(s) controladora(s) na diretoria. Nesse sentido, a maioria das empresas de controle familiar apresenta membros da família participando da direção da companhia na posição de 15 de novembro de 2010. Ao mesmo tempo, quase todas as companhias apresentam familiares (geralmente, o fundador ou herdeiro da companhia) no conselho de administração.

O gráfico 1, a seguir, exhibe a identidade de controle e propriedade das empresas do Novo Mercado, classificando também as familiares como tendo membros ou não na diretoria:

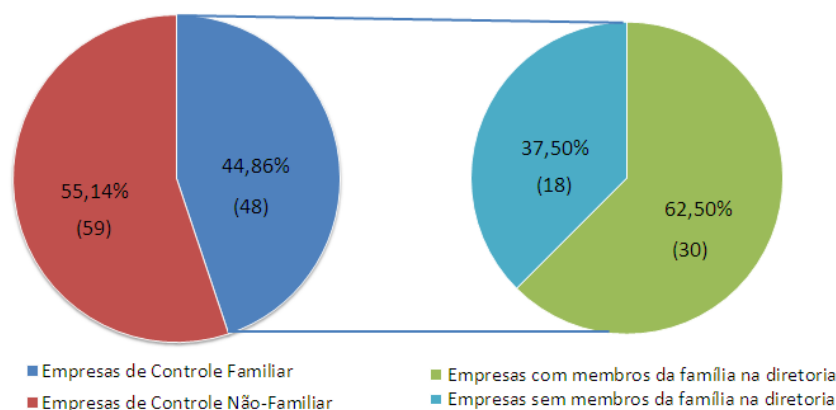


Gráfico 1 - Identidade do controle das empresas do Novo Mercado.

Fonte: elaborado pelo autor.

O resultado apresentado pelo gráfico 1 é semelhante ao encontrado por Silveira e Barros (2008), quando estes realizaram uma pesquisa com 161 empresas de todos os níveis do Novo Mercado em 2002. Na época, segundo os autores, 45,96% das empresas eram controladas por famílias ou controladores individuais, sendo o restante controlado por grupos privados estrangeiros, grupos privados nacionais, fundos de pensão ou pelo governo. Indica, portanto, que a caracterização do controle das companhias brasileiras no Novo Mercado, em geral, não tem sofrido grandes mudanças, uma vez que as proporções se mantêm bem próximas das encontradas pelos autores.

Os tópicos seguintes apresentam os resultados encontrados a partir dos procedimentos descritos na metodologia da pesquisa.

4.2. Relação entre Identidade do Controle e Retorno

Os log-retornos de cada portfólio – (1) empresas de controle familiar e (2) empresas de controle não-familiar –, que foram gerados a partir das médias dos log-retornos mensais das empresas de cada segmento, podem ser visualizados no gráfico 2, a seguir, que demonstra a evolução desse indicador para cada um dos portfólios:

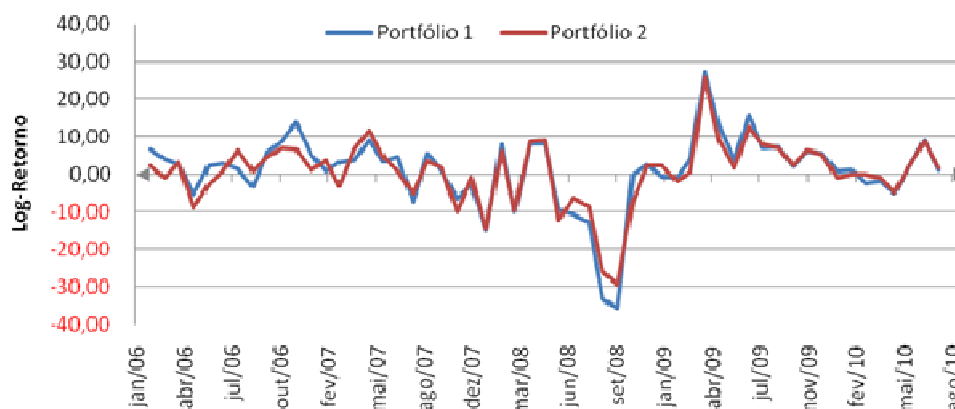


Gráfico 2 - Evolução dos log-retornos de empresas familiares e não-familiares.
Fonte: elaborado pelo autor.

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

Ademais, calculou-se a média e o desvio-padrão a partir dos log-retornos mensais de cada portfólio (Tabela 1). O portfólio composto por empresas familiares apresentou uma média 75,86% maior que a média do portfólio composto por empresas de controle não-familiar.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas dos portfólios 1 e 2.

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

Fonte: elaborado pelo autor.

Em seguida, para a amostra (n) igual a 55 observações para os dois portfólios, foram testadas as hipóteses $H_0: \bar{x}_1 = \bar{x}_2$; e $H_1: \bar{x}_1 \neq \bar{x}_2$ para um nível de significância de 5%. O resultado do Z-Teste foi 0,2449, conforme ilustrado no gráfico 3, a seguir:

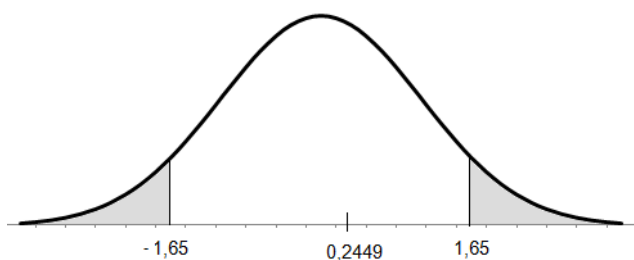


Gráfico 3 - Resultado do Z-Teste para a amostra completa.

Fonte: elaborado pelo autor.

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

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

Nesse sentido, o fato de o controle de uma companhia ser familiar ou não, muito embora comprometa a qualidade da governança corporativa, segundo os estudos de Silveira e Barros (2008) – não tem influência significativa no retorno dessas companhias. Os resultados sugerem que os investidores não fazem distinção suficiente no que diz respeito à identidade do controle para deixar ou não de investir em determinada companhia.

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

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

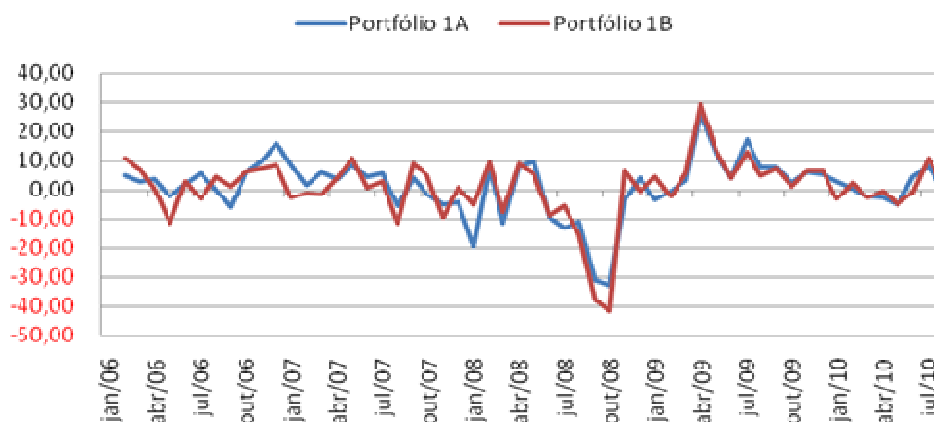


Gráfico 4 - Evolução log-retornos de empresas com membros da família ou não na diretoria.

Fonte: elaborado pelo autor.

Nesse caso, as séries apresentaram um coeficiente de correlação da ordem de 0,8761, o que significa uma forte correlação positiva. Além disso, também foram calculadas as mesmas estatísticas descritivas do estudo anterior, sendo que o portfólio composto por empresas com familiares na diretoria apresentou uma média 62,16% maior que a média do portfólio composto por empresas sem familiares na diretoria.

Tabela 2 - Média e desvio-padrão dos portfólios 1A e 1B.

	Portfólio 1 ^a (Com Familiares na Diretoria)	Portfólio 1B (Sem Familiares na Diretoria)
MÉDIA	1,20	0,74
DESVIO-PADRÃO	10,25	10,74

Fonte: elaborado pelo autor.

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

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

Esses resultados também indicam que a diferença entre as médias dos dois portfólios é provavelmente o resultado de uma variação casual, o que passou a ser esperado desde o momento em que o primeiro teste (item 4.2) mostrou que não havia diferenças significativas no retorno de empresas de controle familiar e de controle não-familiar.

Uma possível explicação para que as médias dos log-retornos dos portfólios dos dois estudos não sejam estatisticamente diferentes é o fato de que as empresas que compõe o Novo Mercado da BM&FBOVESPA apresentam graus de profissionalização da diretoria bastante semelhantes, o que pode ser objeto de um novo teste de hipóteses em estudo que vise identificar essa relação.

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

Portanto, a partir dos testes realizados – considerando empresas de controle familiar ou de controle não-familiar, além de avaliar o retorno das companhias familiares com ou sem familiares na direção – pode-se dizer que as boas práticas de governança corporativa obrigatórias no Novo Mercado contribuem para que empresas com diferentes características de controle tenham percepções semelhantes dos investidores, tanto que os grupos e subgrupos estudados apresentam retornos análogos.

O próximo capítulo apresenta as principais conclusões extraídas da pesquisa, bem como sugere um conjunto de estudos complementares que podem ser realizados para aprofundar, descobrir ou difundir boas práticas de governança corporativa, que elevem o valor das companhias sob a ótica dos investidores.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Cada vez mais, embora ainda haja um bom caminho para se percorrer, as empresas têm investido em práticas pautadas em transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. Tais princípios, próprios da governança corporativa, têm sido difundidos por órgãos reguladores, investidores institucionais como fundos de pensão, e por institutos como o IBGC.

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

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

A hipótese de que as companhias não-familiares oferecem retornos superiores foi rejeitada nas condições de análise definidas na pesquisa. No entanto, para que o tema possa ser mais aprofundado e para que, eventualmente, se façam novas descobertas, sugere-se realizar uma pesquisa junto aos investidores, questionando-os quanto a suas percepções das companhias de controle familiar. Além disso, quanto a mais estariam dispostos ou não a pagar devido a diferentes caracterizações de propriedade e controle?

Mais adiante, ao se comparar, entre as empresas familiares, aquelas que mantêm membros da família em cargos de diretoria e as que não os mantêm, os testes também revelaram que as diferenças absolutas encontradas não são significativas. O resultado passou a ser esperado quando os testes comparando empresas familiares e não-familiares revelaram que essa diferenciação não impactava em retornos diferentes.

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

Possivelmente, essa aproximação pode ter sido causada, dentre outros aspectos, pela profissionalização cada vez mais forte da diretoria das companhias abertas brasileiras. O fato de, em novembro de 2010, apenas 17,14% dos cargos de diretoria das companhias de controle familiar do Novo Mercado serem exercidos por membros da(s) família(s) controladora(s) é um forte indicativo para isso.

No entanto, para afirmar com precisão que as companhias de controle familiar e de controle não-familiar apresentam profissionalização semelhante é necessário um conjunto de estudos complementares. Nesse sentido, identificar o nível de formação acadêmica e das experiências profissionais, dentre outros aspectos, dos diretores e demais profissionais das companhias brasileiras pode ser objeto de um novo estudo.

Além disso, uma dificuldade encontrada durante a pesquisa foi justamente a classificação de uma companhia como sendo familiar ou não. Tal dificuldade se deveu, principalmente, ao fato de que a composição acionária e/ou a estrutura societária nos *websites* de algumas companhias não serem claras na definição dos controladores ou na identidade destes.

Sendo assim tendo pretendido reproduzir com fidelidade os conceitos de governança corporativa e seus impactos no retorno das empresas com diferentes identidades de controle e propriedade, espera-se ter contribuído quantitativamente para o tema, além de levantar novas questões.

6. REFERÊNCIAS

BM&FBOVESPA. **Empresas listadas no Novo Mercado.** Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx? indiceAba=2&seg=NM&Idioma=pt-br](http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=NM&Idioma=pt-br)>. Acesso em: 23.09.2010.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 27.09.2010.

CADBURY COMMITTEE. **The report of the committee on financial aspects of corporate governance.** Londres: CadburyCommittee, Dec. 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 15.08.2010.

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

COMISSÃO VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT).** Rio de Janeiro: CVM, 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/CiasAbertas/download_divext.asp>. Acesso em 16.08.2010.

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

FLORIANI; Oldoni Pedro; RODRIGUES, Leonel Cezar. **Sucessão empresarial: processo sucessório em empresas familiares.** out. 2000, 14f. Universidade Regional de Blumenau. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/>>. Acesso em 06.12.2010.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

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

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Códigos melhores práticas de governança corporativa.** 4. ed. Set, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 22.08.2010.

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

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

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

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

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

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.. **Administração financeira**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **A survey of corporate governance**. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. Disponível em: <<http://www.nes.ru/~agoriaev/Papers/Shleifer-Vishny%20Survey%20of%20CG%20JF97.pdf>>. Acesso em: 22.08.2010.

SIFFERT FILHO, Nelson. **Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1998. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Governanca_Corporativa/199806_2.html>. Acesso em: 25.08.2010.

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

SILVA, E. S. SANTOS, E. S.; TORRES, F. J. V; FERREIRA, L. F. V. M. Os efeitos da Governança Corporativa sobre os *ratings* de crédito das Debêntures emitidas por empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 33., 2009, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo, Anpad, 2009.

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M. A relação entre o risco e as práticas de governança Corporativa diferenciada: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de markowitz In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo, **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2010.

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

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação de Mestrado, FEA-USP. São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/>>. Acesso em: 14.08.2010.

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

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

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