



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

**Estrutura de Propriedade como Dimensão da Governança Corporativa e sua
Relação com o Desempenho das Empresas Familiares**

LEANDRO POLITELO

Universidade Comunitária Regional de Chapecó

PAULO ROBERTO DA CUNHA

Fundação Universidade Regional de Blumenau

Estrutura de Propriedade como Dimensão da Governança Corporativa e sua Relação com o Desempenho das Empresas Familiares

RESUMO

Este estudo objetiva avaliar a relação entre a dimensão da estrutura de propriedade no prisma da governança corporativa com o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa. A pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e com abordagem quantitativa. A amostra é composta por 77 empresas familiares listadas na BM&FBovespa para os anos de 2010 a 2012, período abrangido pela pesquisa. Foram calculados quatro *rankings* por meio do método multicritério TOPSIS, um para a estrutura de propriedade e os demais com as variáveis de desempenho, sem um com todas as variáveis do estudo, apenas com as variáveis contábeis e o terceiro apenas com as variáveis de mercado. Os resultados indicam que as empresas familiares brasileiras analisadas possuem estrutura de propriedade concentrada e desempenho heterogêneo. Os resultados evidenciam que a estrutura de propriedade possui uma relação negativa, entretanto não significativa para todos os anos e *rankings* de desempenho. Conclui-se que a estrutura de propriedade não possui relação significativa com o desempenho das empresas familiares analisadas.

1 INTRODUÇÃO

A investigação científica relacionada a teoria da agência, no aspecto dos conflitos entre investidores e gestores tem sido desenvolvida a longa data. Dentre estas pesquisas destacam-se os aspectos iniciais desta questão tratados por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) a partir dos quais a análise da relação entre o proprietário e o gestor da empresa recebeu maior atenção.

Conforme Ehikioya (2009) e Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012), a relação de agência entre proprietários e gestores tem intrigado e motivado pesquisadores há muitos anos dado a significativa possibilidade de divergência de seus interesses e objetivos. Para Daily, Dalton e Rajagopalan (2003) a premissa central da teoria da agência é que os gestores, como agentes dos acionistas (principais), ao participarem na tomada de decisões podem ter comportamentos considerados incompatíveis com a maximização da riqueza dos acionistas.

Enquanto os acionistas estão interessados em maximizar o valor da empresa, os objetivos dos gestores podem incluir o aumento da riqueza pessoal, segurança no trabalho e o prestígio profissional (Mak & Li, 2001). As divergências de interesses e a assimetria de informação geram conflitos de agência para os quais os principais buscam instrumentos para reduzir os conflitos e aproximar as ações dos gestores aos seus objetivos (do acionista) (Shleifer & Vishny, 1997; Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001), esses instrumentos podem ser denominados de mecanismos de governança corporativa.

Conforme Brenes, Madrigal e Requena (2011), ao longo dos últimos anos, tem aumentado o número de empresas que adotam mecanismos de governança corporativa por diferentes motivos. Para os autores, em muitos casos, as empresas tem adotado mecanismos de governança como requisito para acessarem ao mercado de capitais internacional. Outras têm adotado mecanismos de governança a partir da convicção de que boas práticas de governança corporativa lhes proporcionam vantagem competitiva (Brenes, Madrigal & Requena, 2011).

Ainda, pesquisas apontam que a governança corporativa pode impactar de forma positiva o desempenho das empresas (McConnell & Servaes, 1990) o que, conforme Chami (2001) é importante para as empresas familiares que possuem como perspectiva a perpetuidade do negócio da família e veem o negócio como uma herança a ser repassada aos descendentes.

Conforme Mollah, Al Farooque e Karim (2012), a estrutura de propriedade integra a governança corporativa como mecanismo de monitoramento das atitudes da gestão, quando há a separação entre propriedade e controle das empresas. Diante disso, diversas pesquisas tem buscado identificar a relação da estrutura de propriedade das empresas com o seu desempenho e apontam para diferentes resultados, que dependem da forma como o capital da companhia está dividido.

Diante dos aspectos apresentados, o presente estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual a relação da estrutura de propriedade como dimensão da governança corporativa com o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa? O objetivo desta pesquisa consiste em avaliar a relação entre a dimensão da estrutura de propriedade no prisma da governança corporativa com o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa.

A pesquisa se justifica nos argumentos de Colarossi (2008) de que as empresas familiares representam o modelo de negócio dominante em todo o mundo. Nos Estados Unidos, por exemplo, Anderson e Reeb (2003) confirmam que 175 das 500 empresas listadas

na revista Forbes são de controle familiar. Ainda, Ibrahim e Samad (2011) declaram que mais de 43 por cento das principais empresas da Malásia são de propriedade familiar. Silva e Majluf (2008) destacam que a presença de empresas em países emergentes é ainda mais significativa.

Apesar da relevância das empresas familiares no mercado de capitais em diferentes países, Ibrahim e Samad (2011) discorrem que os estudos que examinam o desempenho de empresas familiares são muito limitados, especificamente na área de governança corporativa. Estes aspectos apontam a relevância de se pesquisar a relação da estrutura da propriedade como dimensão da governança corporativa com o desempenho das empresas familiares brasileiras.

Acrescenta-se que autores que avaliaram a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas apresentam argumentos conflitantes. Demsetz (1983) argumenta que não há relação entre a estrutura de propriedade e desempenho da empresa. Perseguindo esse argumento empiricamente, Demsetz e Lehn (1985) não encontraram correlação significativa entre o lucro e diferentes medidas de concentração de propriedade. Pesquisas posteriores, entretanto, apontam para concepção contrária, ou seja, evidenciam relação significativa entre estrutura de propriedade e desempenho.

Wruck (1989) encontrou uma relação forte e positiva entre a variação da concentração da propriedade e desempenho da empresa. Dwivedi e Jain (2005) investigaram a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho das empresas e identificaram uma relação não linear entre a propriedade e desempenho. Os autores concluem que a estrutura de propriedade influencia o desempenho das empresas.

Os resultados apontados pelas pesquisas apoiam a importância de se pesquisar esta questão no Brasil, no âmbito das empresas familiares, que, conforme Schulze et al. (2001) possuem característica diferenciadas quanto sua capacidade de redução de conflitos de agência, além de seu interesse em resultados positivos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica contempla o tema da governança corporativa no contexto das empresas familiares. Na sequência descreve-se a estrutura de propriedade como dimensão da governança corporativa, apresentando, neste escopo, os principais mecanismos de governança corporativa relacionados à estrutura de propriedade segundo literatura pesquisada.

2.1 Governança corporativa e empresa familiar

A premissa central da teoria da agência é que os gestores, como agentes dos acionistas (principais), podem participar na tomada de decisões e ter comportamentos que podem ser incompatíveis com a maximização da riqueza dos acionistas (Daily, Dalton, Rajagopalan & 2003)

Jensen e Meckling (1976) declaram que o custo de redução das assimetrias informacionais e do risco moral que a acompanha são mais baixos quando os proprietários participam diretamente na gestão da empresa. Assim, de acordo com a teoria da agência, pode-se argumentar que o envolvimento da família na propriedade e gestão do negócio deve ser mais eficiente do que em empresas em que exista uma separação entre propriedade e controle, dado os problemas de comportamento oportunista do agente em relação ao principal e os custos associados à supervisão quando da separação entre a propriedade e o controle (Martin-Reyna & Duran-Encalada, 2012).

Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) argumentam que as famílias, em empresas

familiares, têm um incentivo adicional para combater o problema do parasitismo de agentes que pode vir a afetar o desempenho da empresa. Os resultados da pesquisa de Chrisman, Chua e Litz (2004) sugerem que os problemas de agência nas empresas familiares podem ser menos graves do que em empresas não familiares, no entanto, há pesquisas que sugerem que os problemas de agência nas empresas familiares são mais complexos.

Martin-Reyna e Daran-Encalada (2012) destacam que há uma linha de pensamento dentro da teoria da agência que propõe que o controle familiar produz conflitos de agência. Conforme os autores, os argumentos se pautam no fato de que os membros da família podem vir a expropriar a riqueza dos demais acionistas. Pérez-González (2006) argumenta também que as empresas familiares podem contratar parentes em cargos importantes na empresa apesar de serem menos eficientes do que gestores profissionais, que estão disponíveis no mercado.

As características singulares das empresas familiares propostas pela literatura fornecem respaldo para afirmar que este tipo de empresa possui naturalmente um aspecto de monitoramento da gestão, mas que também possui incentivos significativos para implementação de mecanismos de governança corporativa para assegurar que os interesses da família sejam atendidos e a continuidade da empresa, no seu longo prazo, seja assegurada.

2.2 Governança corporativa e estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade é um mecanismo de governança corporativa significativo que pode desempenhar um papel importante no desempenho de uma companhia (Al-Musalli & Ismail, 2012). Ehikioya (2009) declara que os estudos sobre governança corporativa identificaram duas estruturas básicas de propriedade das empresas: concentrada e dispersa.

Ehikioya (2009) discorre que nas economias mais desenvolvidas, a estrutura de propriedade é muito dispersa, no entanto, nos países em desenvolvimento, em que existe um sistema jurídico fraco de proteção aos interesses dos investidores, a estrutura de propriedade é altamente concentrada. Ehikioya (2009) entende que a concentração de propriedade é uma resposta a diferentes graus de proteção legal dos acionistas minoritários entre os países.

A estrutura de propriedade altamente concentrada tende a criar maior pressão sobre a gestão para que se envolva em atividades que maximizam os interesses dos investidores e outras partes interessadas (Ehikioya, 2009). Também, quando a propriedade é concentrada, os principais acionistas desempenham um papel importante de monitoramento, reduzindo as possibilidades de oportunismo gerencial (Shleifer & Vishny, 1986), já, quando a propriedade é dispersa, o controle de acionistas tende a ser fraco (Azim, 2012).

Grove, Patelli, Victoravich e Xu (2011) apresentam três razões para apoiar o argumento de que a concentração de capital pode ser benéfica para companhia. Em primeiro lugar, com uma participação acionária superior, *blockholders* têm um maior incentivo para obter informações e monitorar os gestores. Em segundo lugar, os *blockholders* são susceptíveis de serem mais eficazes no acompanhamento, superando problemas causados pela dispersão da propriedade além de poder usar a sua influência para eleger o conselho de administração. Em terceiro lugar, ao internalizar os benefícios de monitoramento na proporção de suas próprias ações, seus custos de monitoramento são reduzidos.

Shleifer e Vishny (1997) evidenciam que os grandes acionistas desempenham muitas vezes um papel de monitoramento ativo dos gestores, tais como as principais ações de fraude de valores mobiliários e seleção dos membros do conselho. Entretanto, não se pode descartar o fato de que a concentração acionária pode ocasionar a expropriação dos acionistas

minoritários (Okimura, 2003; Silveira, 2004).

Giovannini (2010) declara que a estrutura de propriedade varia por país e por setor, mas, geralmente são identificados cinco tipos de propriedades, a institucional, a individual (pessoas físicas), a empresarial (empresas em geral), o governo e a família. A revisão da literatura realizada nesta pesquisa permitiu identificar que, além das estruturas apresentadas por Giovannini (2010), são usualmente utilizadas nas pesquisas de governança corporativa, as ações com investidores estrangeiros.

A partir do levantamento de artigos nas bases de dados *ScienceDirect*, *Scopus* e *Spell*, com temas relacionados a governança corporativa, estrutura de propriedade e desempenho, que resultou em 224 artigos, identificou-se seis variáveis de estrutura de propriedade comumente utilizadas pela literatura para avaliar sua relação com o desempenho das empresas os quais são apresentados na Tabela 1, juntamente com sua frequência e alguns autores que utilizaram estas variáveis.

Tabela 1 – Mecanismos de governança corporativa relacionados a estrutura de propriedade e sua frequência de utilização em pesquisas

Mecanismos de governança corporativa	Frequência nas pesquisas	Autores
Concentração de capital	29,63%	Grove et al. (2011); Azim (2012); Ehikioya (2009).
Ações com o conselho de administração	28,15%	Dwivedi e Jain (2005); Ehikioya (2009); Reddy, Locke e Scrimgeour (2010)
Ações com o CEO	8,89%	Mehran (1995); Warrison e Coombs (2012).
Propriedade institucional	18,52%	Filatotchev, Lien e Piesse (2005); Maury (2006); Al-Musalli e Ismail (2012).
Propriedade estrangeira/internacional	13,33%	Dwivedi e Jain (2005); Filatotchev, Lien e Piesse (2005); Abor e Biekpe (2007); Chen, Chiou, Chou & Syue (2009);
Propriedade do governo	10,37%	Maury (2006); Saleh, Rahman e Hassan (2009); Al-Musalli e Ismail (2012).
Propriedade familiar	8,15%	Filatotchev, Lien e Piesse (2005); Maury (2006); Wu (2006); Abor e Biekpe (2007); Al-Musalli e Ismail (2012).

Fonte: Elaboração própria.

Os mecanismos de governança relacionados à concentração de capital incluem as ações com o conselho de administração, ações com o CEO, investidores institucionais, estrangeiros, a família e o governo. Destaca-se que a literatura apresenta também a concentração de capital de modo geral. Nesta pesquisa optou-se por utilizar as variáveis específicas de estrutura de propriedade em detrimento da concentração de capital, vista de forma mais abrangente. A discussão acerca dos mecanismos de governança corporativa relacionados a estrutura de propriedade utilizados nesta pesquisa são apresentados na sequência.

2.2.1 Ações com o conselho de administração

A posse de ações com o conselho de administração possui um efeito benéfico dentro do escopo da governança corporativa, quanto à melhora do desempenho da empresa, em virtude de esta posse de ações com o conselho de administração servir de incentivo para o alinhamento de interesses entre agente e principal (Dwivedi & Jain, 2005). De acordo com este argumento, uma maior participação acionária por parte dos gestores e do conselho de administração leva a um desempenho empresarial superior, pois resulta em um melhor alinhamento de interesses dos acionistas e gestores (Dwivedi & Jain, 2005; Reddy, Locke & Scrimgeour, 2010).

Para Abor e Biekpe (2007), os gestores que são também acionistas tendem a buscar maior entendimento do negócio e muitas vezes são incentivados a tomar decisões que são do interesse de maximizar o valor para os acionistas, em vez de terem comportamentos

oportunistas. O resultado de sua pesquisa sugere que nas empresas com uma menor percentagem de posse pelo conselho de administração, os gerentes estariam mais interessados em obter gratificações e tomar decisões em seu favor, em detrimento dos acionistas externos, assim, ter os gestores também como “donos” do negócio é uma fonte de motivação para que tomem medidas que melhoram o desempenho da companhia (Abor & Biekpe, 2007).

2.2.2 Ações com o CEO

Semelhante aos argumentos quanto às ações com o conselho de administração, a existência de ações em poder do CEO tende a promover um melhor desempenho da empresa. Mehran (1995), em sua pesquisa, conclui que o desempenho da empresa está positivamente relacionado com a porcentagem de capital detido pelos gestores e a porcentagem de ações detida pelos CEOs.

Harrison e Coombs (2012) argumentam que enquanto maiores níveis de participação acionária alinham os interesses do CEO com os acionistas, os baixos níveis de propriedade com o CEO têm sido associados com a transferência de recursos na forma de gratificações aos executivos. Para os autores, a partir de uma perspectiva da teoria da agência, há de se esperar que os CEOs que possuam uma parcela maior de ações da empresa estejam mais propensos a colocar os interesses dos acionistas (os seus próprios interesses) como foco da companhia.

2.2.3 Propriedade institucional

Os proprietários institucionais são muitas vezes caracterizados como investidores sofisticados que têm vantagens sobre os investidores individuais quanto à obtenção processamento de informações relevantes, por isso, as instituições podem potencialmente monitorar o abuso de poder dos gestores (Bowen, Rajgopal & Venkatachalam, 2008).

Para Cornett, Marcus e Tehanian (2008), grandes investidores institucionais têm a oportunidade, recursos e capacidade de monitorar, disciplinar e influenciar os gerentes. Os autores entendem que o monitoramento corporativo realizado por investidores institucionais pode forçar os gestores a se concentrarem mais no desempenho corporativo e menos no comportamento oportunista para benefício próprio (Cornett, Marcus & Tehranian, 2008).

Adiciona-se a estes argumentos que o fato de os investidores institucionais serem investidores de longo prazo com compromissos de longo prazo em relação à empresa na qual investem (Al-Musalli & Ismail, 2012). Assim, a contribuição dos investidores institucionais reside nas suas contribuições que ultrapassam as contribuições financeiras e se estendem a provisão de recursos não financeiros (Al-Musalli & Ismail, 2012). Estes benefícios dos investidores institucionais às companhias denotam que a presença destes investidores configura-se na melhora da governança corporativa da empresa.

2.2.4 Propriedade estrangeira/internacional

Os investidores estrangeiros são mais propensos a produzir efeitos positivos sobre o desempenho da empresa, em particular nas economias de mercado emergentes (Filatotchev, Lien & Piesse, 2005). Como exemplo Filatotchev, Lien e Piesse (2005) apresentam que os investidores podem fornecer às empresas um maior conjunto de recursos financeiros em comparação com instituições locais que operam principalmente nos mercados de capitais nacionais.

Como argumento positivo tem-se também que os investidores estrangeiros podem ter maior experiência para monitorar o oportunismo gerencial que está associado aos problemas de agência em vários contextos nacionais e culturais (Filatotchev, Lien & Piesse, 2005).

Os resultados da pesquisa de Dwivedi e Jain (2005) confirmam o argumento de que os acionistas estrangeiros estão em uma melhor posição para monitorar os gestores,

contribuindo, assim, para um melhor desempenho da empresa. Abor e Biekpe (2007) também verificaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a propriedade estrangeira e rentabilidade da empresa.

Para Abor e Biekpe (2007) os investidores estrangeiros trazem a concepção ao investidor de que a empresa está exposta a melhores habilidades internacionais e modernas técnicas de gestão. Além disso, empresas estrangeiras podem ter sistemas de controle de gestão mais sofisticado para monitorar as ações da gestão com o objetivo de reduzir os conflitos de agência (Abor & Biekpe, 2007).

Adiciona-se à questão os resultados da pesquisa de Chen et al. (2009) que identificaram que investidores estrangeiros desempenham um papel fundamental na melhoria das práticas de governança. Os autores concluem que a propriedade estrangeira atenua os problemas de agência e proporciona um acompanhamento adequado, além de otimizar o uso de recursos corporativos. Os argumentos expostos dão suporte à concepção de que a propriedade estrangeira pode contribuir para uma melhor governança corporativa da empresa.

2.2.5 Propriedade do governo

Quanto à propriedade do governo, ou, a porcentagem de ações com o governo Al-Musali e Ismail (2012) apresentam duas razões para apoiar seu efeito prejudicial na governança corporativa e no desempenho da empresa. Primeiro, os governos tendem a prestar especial atenção a objetivos políticos e sociais, como os baixos preços de produção, emprego ou os efeitos externos que podem levar a politização dos processos de alocação de recursos e, assim, reduzir a eficiência e o valor das empresas (Al-Musali & Ismail, 2012).

Em segundo lugar, o governo não é o proprietário final, mas o agente dos verdadeiros donos, os cidadãos (Al-Musali & Ismail, 2012). Nesta concepção tem-se um grande número de proprietários que delegam o seu papel de monitoramento para políticos e burocratas que não monitoram ativamente as empresas devido à sua falta de interesse pessoal em garantir que uma organização funcione de forma eficiente (Al-Musali & Ismail, 2012).

Em complemento Saleh, Rahman e Hassan (2009) afirmam ainda que a propriedade do governo pode influenciar negativamente o desempenho do capital humano de uma empresa por meio da nomeação de pessoal menos experiente com foco em objetivos políticos ou sociais. Adiciona-se que Kato e Long (2006) verificaram um maior alinhamento de interesses entre gestores e acionistas em empresa com menor presença de capital do governo.

Ainda, os resultados da pesquisa de Maury (2006) indicam que as empresas estatais têm um volume significativamente menor de negociação de suas ações e um menor desempenho de mercado. Os argumentos e os resultados expostos pelas pesquisas apoiam o argumento de que uma maior propriedade do governo não reflete uma melhor governança corporativa.

2.2.6 Propriedade familiar

Em mercados de capitais menores e com baixa liquidez bem como em economias de mercados de capitais imaturos é comum o estabelecimento de um maior número de empresas familiares (Filatotchev, Lien & Piesse, 2005). Para Filatotchev, Lien e Piesse (2005) a presença de proprietários de empresas de controle familiar está associada a um melhor crescimento e maior valor da empresa.

Em sua pesquisa Wu (2006) verifica que a propriedade familiar tem influência direta sobre as práticas de governança corporativa e que as práticas de governança corporativa tem uma influência direta sobre o desempenho organizacional, assim o autor conclui que a gestão familiar torna-se uma das variáveis que contribuem para um melhor desempenho por meio da implantação de práticas de governança corporativa.

Para Filatotchev, Lien e Piesse (2005) o controle familiar da empresa pode ser associado com uma supervisão superior e forte incentivo para monitorar os gestores, o que deve mitigar os conflitos entre agente e principal. A partir dos resultados de sua pesquisa Abor e Biekpe (2007) argumentam que a interação significativamente positiva entre a propriedade da família e a rentabilidade da empresa sinaliza o fato de que a propriedade familiar cria uma atmosfera de compromisso necessária para um melhor desempenho.

Empresas de propriedade familiar são mais propensas a experimentar a cooperação, união, comprometimento e menores conflitos, resultando em menores custos de agência (Abor & Biekpe, 2007). A propriedade familiar é vista, então, como um mecanismo que reduz os conflitos de agência devido aos maiores incentivos de monitoramento tendo em vista os objetivos familiares na empresa na qual investem seu capital.

3 METODOLOGIA

Para avaliar a relação entre a dimensão da estrutura de propriedade no prisma da governança corporativa com o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa realizou-se uma pesquisa descritiva. A abordagem adotada no estudo é de caráter quantitativo devido ao uso de técnicas estatísticas para análise dos dados. Em relação aos procedimentos, a pesquisa se classifica como documental por utilizar dados primários e secundários provenientes do formulário de referência das empresas e demonstrações contábeis.

A população estudada é composta por 191 empresas familiares listadas na bolsa de valores brasileira nos anos de 2010 a 2012. Para identificação das empresas familiares foram consideradas duas características conforme verificado na literatura. A primeira relacionada à concentração de capital votante igual ou superior a 20% com a família, ou a presença de, ao menos, dois membros da família no conselho de administração da companhia, assim, identificou-se 174 empresas cujo capital votante em poder de uma família era igual ou superior a 20% e 17 empresas com menor concentração de capital com a família, entretanto, com a presença de dois ou mais membros da família no conselho de administração. A amostra não probabilista da pesquisa é composta por 77 empresas familiares. A exclusão das demais empresas da amostra deu-se pela ausência das informações necessárias para realização da pesquisa.

Para consecução da pesquisa foi estabelecida a correlação de *Pearson* entre dois *rankings*, um da estrutura de propriedade e o segundo com as variáveis de desempenho. Todas as variáveis utilizadas foram selecionadas conforme relevância dada às variáveis as pesquisas sobre governança corporativa, estrutura de propriedade e desempenho. As variáveis utilizadas na pesquisa para a estrutura de propriedade e para o desempenho das empresas familiares são dispostas na Tabela 2.

Tabela 2 – Variáveis de estrutura de propriedade e de desempenho utilizadas na pesquisa

Classificação	Variável	Mensuração
Estrutura de propriedade	Ações com o conselho	Percentual de ações com os membros do conselho, exceto com o CEO.
	Ações com o CEO	Percentual de ações com o CEO.
	Propriedade Institucional	Percentual de ações com investidores institucionais.
	Propriedade estrangeira/internacional	Percentual de ações com investidores estrangeiros.
	Propriedade do governo	Percentual de ações com o governo
	Propriedade familiar	Percentual de ações com a família.

Desempenho	Retorno sobre o ativo (ROA)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$
	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$
	Rentabilidades sobre as vendas (ROS)	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Vendas líquidas}}$
	Endividamento (End)	$\frac{1}{\frac{(\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante})}{\text{Ativo total}}}$
	Retorno dos dividendos (RD)	$\frac{\text{Dividendos por ação}}{\text{Preço de mercado das ações}}$
	Market to book (MB)	$\frac{\text{Preço de mercado das ações}}{\text{Valor contábil das ações}}$
	Q de Tobin (Q)	$\frac{\text{VMA} + \text{D}}{\text{Ativo total}}$

Fonte: Elaboração própria.

Para os mecanismos de estrutura de propriedade primeiramente identificou-se o percentual de ações em cada categoria de acionista (família, conselho de administração, CEO, investidor institucional, investidor estrangeiro, governo). Posteriormente identificaram-se situações em que havia duplicidade de contagem de capital, ou seja, situação em que as ações de um acionista eram somadas em duas categorias diferentes. Como exemplo cita-se a situação em que o membro da família possui ações da empresa, é o CEO da companhia e participa do conselho de administração da empresa. Suas ações seriam somadas nas variáveis “Propriedade familiar”, “ações com o conselho” e “ações com o CEO”. Neste caso a informação estaria somada em três variáveis quando deveria ser atribuída a apenas uma delas, visto que a sua influência como acionista é única quando da votação.

Para não prejudicar a companhia escolhendo um mecanismo no qual pontuar as ações destes acionistas, prejudicando a companhia nas pontuações dos demais mecanismos de governança corporativa relacionados à estrutura de propriedade, as diferentes concentrações de propriedade foram somadas e subtraídas as duplicidades de informações. Deste valor subtraiu-se também a propriedade com o governo, visto que sua presença possui relação negativa com o desempenho da empresa conforme literatura.

Destaca-se que a literatura traz argumentos de que a maior adoção de práticas de governança corporativa promove uma melhor avaliação da empresa pelo mercado de capitais, o que pode contribuir para uma menor necessidade de endividamento da empresa. Desta forma, maior adoção às práticas de governança corporativa podem estar associadas com um menor endividamento da empresa, motivo pelo qual, nesta pesquisa, utiliza-se o inverso do endividamento das empresas.

Os dados relacionados à estrutura de propriedade das empresas familiares foram coletados nos formulários de referências as variáveis de desempenho foram coletadas a partir da base de dados Economática®. Os dados foram coletados para o período de 2010 a 2012, que é o período abrangido pela pesquisa.

Dentre as variáveis de desempenho, o Q de Tobin foi calculado de forma aproximada conforme Chung e Pruitt (1994) onde o VMA refere-se ao valor de mercado da empresa e o “D” é composto pelo valor contábil dos passivos circulantes da empresa, somado do valor contábil dos passivos não circulantes e o valor contábil dos estoques e deste valor subtraído o valor contábil dos ativos circulantes da empresa. O resultado obtido é, então, dividido pelo

valor contábil do ativo total da empresa.

Os *rankings* correlacionados foram elaborados por meio da *Technique for Order Preference by Similarity* (TOPSIS). O modelo baseia-se no conceito de que as melhores alternativas/escolhas devem ser a distância mais curta entre a solução ideal positiva, e a mais distante a da solução negativa ideal (Wu, Tzeng & Chen, 2009), assim, o método TOPSIS considera a distância entre ambos os lados para classificação dos elementos (Bulgurcu, 2012), permitindo a integração de todas as variáveis de modo que se pode elaborar um *ranking* composto por diferentes variáveis, no caso, de estrutura de propriedade e desempenho.

Ainda, para análise dos dados, as variáveis de desempenho foram segregadas em variáveis de desempenho contábil – ROA, ROE, ROS e End. – e variáveis de desempenho de mercado – RD, MB e Q – com o intuito de verificar a relação da estrutura de propriedade quanto ao desempenho oriundo de ações da empresa e daquela quanto ao comportamento do mercado.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, para análise dos dados, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. O resultado da estatística descritiva é apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 – Estatística descritiva dos mecanismos de governança corporativa relacionados a estrutura de propriedade das empresas familiares listadas na BM&FBovespa – 2010 a 2012

Tipo de concentração de propriedade	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Ações com o conselho de administração (%)	2010	81,32%	0,00%	17,80%	12,24%	0,2084
	2011	100,00%	0,00%	16,42%	6,52%	0,2163
	2012	81,38%	0,00%	17,20%	9,63%	0,2066
Ações com o CEO (%)	2010	97,20%	0,00%	15,41%	3,21%	0,2360
	2011	97,20%	0,00%	10,45%	0,00%	0,2020
	2012	97,20%	0,00%	12,28%	0,12%	0,2160
Propriedade institucional (%)	2010	46,81%	0,00%	6,31%	0,00%	0,1114
	2011	100,00%	0,00%	8,04%	0,00%	0,1675
	2012	100,00%	0,00%	6,67%	0,00%	0,1535
Propriedade estrangeira/internacional (%)	2010	100,00%	0,00%	5,92%	0,00%	0,1657
	2011	67,66%	0,00%	4,72%	0,00%	0,1285
	2012	72,34%	0,00%	5,31%	0,00%	0,1382
Propriedade do governo (%)	2010	0,45%	0,00%	0,01%	0,00%	0,0005
	2011	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,0000
	2012	23,64%	0,00%	0,30%	0,00%	0,0268
Propriedade familiar (%)	2010	100,00%	8,84%	52,54%	49,07%	0,2380
	2011	100,00%	0,00%	53,69%	55,13%	0,2348
	2012	100,00%	0,00%	47,37%	46,37%	0,2638

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se, a partir da Tabela 3, que as empresas analisadas possuem diferentes estruturas, variando de companhias com altas concentrações de capital com investidores institucionais, família, investidores estrangeiros, até empresas com baixas concentrações de capital, tendo aquelas que em que não há a presença de um ou mais destes investidores. Como aspecto positivo ressalta-se que a maioria das companhias analisadas não possui ações em poder do governo, que prejudica o monitoramento das decisões pela diretoria, favorecendo os conflitos de agência (Saleh, Rahman & Hassan, 2009; Al-Musali & Ismail, 2012).

Na sequência apresenta-se a estatística descritiva das variáveis de desempenho adotadas neste estudo separadas entre variáveis contábeis e de mercado. O máximo, mínimo, média,

mediana e desvio padrão das variáveis contábeis são expostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis de desempenho contábil das empresas familiares listadas na BM&FBovespa – 2010 a 2012

Variáveis	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Retorno sobre o ativo (ROA)	2010	17,7682	-95,9782	2,0065	4,1520	15,1611
	2011	21,8267	-266,5274	-0,8733	4,1954	32,1389
	2012	46,6164	-483,8939	-6,2815	2,9557	59,7614
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	2010	71,4112	-52,0885	11,4225	10,1654	15,9743
	2011	53,8931	-143,2734	2,7645	8,3272	28,9547
	2012	109,8500	-281,6786	2,0948	6,9704	42,3414
Retorno sobre as vendas (ROS)	2010	180,0106	-450,4617	1,2794	6,1956	58,7294
	2011	1371,6325	-1171,2951	7,7776	5,5732	208,1030
	2012	88,1468	-803,6382	-16,7585	4,1271	110,6584
Endividamento	2010	62,1698	0,0000	27,5673	28,5561	16,6625
	2011	69,2415	0,0000	30,0889	33,0433	17,7371
	2012	75,2923	0,0000	29,7875	29,6423	18,8483

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados apresentados na Tabela 4 revelam que, de igual modo a estrutura de propriedade, as variáveis de desempenho possuem significativas variações. Há empresas com desempenho negativo e empresas com desempenho positivo.

O retorno sobre o ativo, sobre o patrimônio líquido e sobre as vendas revelam que nos anos de 2010, 2011 e 2012, empresas evidenciaram significativos prejuízos, ao passo que empresas evidenciaram significativos lucros demonstrando que, de fato, as empresas familiares possuem uma heterogeneidade no seu desempenho cujos motivos podem ser os mais variados. Nesta pesquisa é avaliada se esta heterogeneidade está relacionada à governança corporativa.

Para a variável do endividamento, é perceptível que existem companhias com baixo endividamento (próximo a zero) bem como empresas com alto grau de endividamento. Destaca-se também, quanto ao endividamento, que em 2010 o endividamento máximo verificado era de 62% e em 2012 aumentou para 75%. Esta variável corrobora com a concepção de uma amostra heterogênea em relação ao desempenho. A fim de verificar se tal heterogeneidade é presente quando avaliadas as variáveis de mercado apresenta-se a estatística descritiva destas variáveis na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis de desempenho de mercado das empresas familiares listadas na BM&FBovespa – 2010 a 2012

Variáveis	Ano	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Retorno dos dividendos	2010	119,2943	0,0000	16,1758	3,7782	34,6090
	2011	77,9251	0,0143	15,0639	8,3608	28,8570
	2012	158,2687	0,0036	20,9739	12,3545	48,5404
Market to book	2010	3,8785	0,0581	0,8088	0,6234	0,6598
	2011	3,9774	0,0509	0,5952	0,4342	0,5748
	2012	5,9357	0,0323	0,7529	0,4598	0,8671
Q de Tobin	2010	18,8530	0,2647	1,2583	0,8559	2,1238
	2011	26,6256	0,0454	1,1673	0,7530	2,9918
	2012	59,8280	0,0214	1,7834	0,8000	6,7522

Fonte: Dados da pesquisa.

A estatística descritiva das variáveis de mercado apresentada na Tabela 5 demonstra que estas variáveis possuem características heterogêneas entre as empresas, ou seja, há empresas com alto valor de mercado e outras que são avaliadas pelo mercado por baixo valor. A seguir

é apresentado os *rankings* de estrutura de propriedade das empresas familiares para os anos de 2010 a 2012. A Tabela 6 contempla as empresas que obtiveram as dez primeiras colocações em ao menos um dos três anos analisados.

Tabela 6 – *Rankings* das empresas familiares listadas na BM&FBovespa quanto sua estrutura de propriedade – 2010 a 2012

Empresas	2010	2011	2012
Arteris S.A.	73°	10°	60°
Bardella S.A. Indústrias Mecânicas	22°	24°	10°
Cia Brasileira de Distribuição	3°	4°	3°
Eucatex S.A. Indústria e Comércio	49°	49°	4°
Fibam Companhia Industrial	7°	6°	7°
Fras-le S.A.	16°	3°	14°
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	1°	1°	1°
Hercules S.A. Fábrica de Talheres	6°	5°	6°
Jereissati Participações S.A.	10°	11°	11°
Laep Investments Ltd.	1°	2°	1°
Lupatech S.A.	72°	9°	20°
NET Serviços de Comunicação S.A.	4°	74°	66°
Sondotécnica Engenharia Solos S.A.	8°	7°	8°
Tekno S.A. - Indústria e Comércio	9°	8°	9°
Via Varejo S.A.	5°	29°	5°

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados expostos na Tabela 6 revelam que as empresas, de modo geral, apresentaram baixa oscilação de posições nos anos analisados. Como destaque apresenta-se a empresa Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., que ocupou a primeira colocação nos três anos analisados. Sua primeira colocação se deu por apresentar, no ano de 2010, 75% de seu capital com o conselho de administração e 25% com seu CEO. Nos anos de 2011 e 2012 todo seu capital estava detido por investidores institucionais. A empresa Laep Investments Ltda. ocupou a primeira colocação com a empresa Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. nos anos de 2010 e 2012 e, no ano de 2011, ocupou a segunda colocação. Sua colocação foi devida ao seu capital ser detido, em sua totalidade, exceto em 2011, por membros de uma família.

A empresa Eucatex S.A. Indústria e Comércio destaca-se por sua melhora no *ranking* do ano de 2010 para 2012, quando atingiu a quarta posição. Esta melhora deu-se pela participação de investidores estrangeiro no capital da empresa no ano de 2012 na proporção de 40%, situação não verificada nos anos anteriores, nos quais a empresa não contava com investidores internacionais. Contrariamente a empresa Eucatex S.A. Indústria e Comércio, a empresa NET Serviços de Comunicação S.A. passou da quarta posição em 2010 para a sexagésima sexta posição, em 2012. Esta redução de posições deu-se pela saída de investidores internacionais nos anos de 2011 e 2012, os quais eram presentes no ano de 2010 e deixaram de compor o rol de investidores da empresa nos anos seguintes.

De modo geral, a Tabela 6 demonstra que as empresas familiares analisadas possuem características distintas quanto a sua estrutura de propriedade nos anos analisados, entretanto, de modo geral, as empresas mantém uma similaridade quanto a sua estrutura de propriedade ao longo do período analisado nesta pesquisa. A fim de avaliar se este comportamento na estrutura de propriedade das empresas familiares é semelhante ao comportamento do desempenho das empresas analisadas realizou-se a correlação de *Pearson* entre o *ranking* de estrutura de propriedade com o desempenho das empresas. Os resultados são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 – Correlação de *Pearson* para os *rankings* da dimensão de estrutura de propriedade e de desempenho das empresas familiares da BM&FBovespa – 2010 a 2012

	Anos	Desempenho	Desempenho contábil	Desempenho de mercado
Estrutura de propriedade	2010	-0,242*	-0,229*	-0,034
	2011	-0,076	-0,120	0,037
	2012	-0,200	-0,229*	-0,002
	Período (2010 a 2012)	-0,201**	-0,196**	0,012

* Significante ao nível de 5%

** Significante ao nível de 1%

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados expressos na Tabela 7 indicam uma relação negativa entre o *ranking* da estrutura de propriedade e o desempenho das empresas familiares indicando que uma maior concentração de propriedade pode prejudicar o desempenho das empresas analisadas visto que estão associados de forma inversa. Este comportamento é verificado quando analisado o desempenho contábil separadamente assim como o desempenho de mercado.

Diferentes autores apresentam argumento para apoiar a relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho. Dentre eles Shleifer e Vishny (1997), Ehikioya (2009) e Grove et al. (2009) declaram que maiores acionistas tendem a apresentar característica de monitores das decisões dos gestores visto que estas decisões impactam significativamente estes investidores.

Entretanto, Okimura (2003) e Silveira (2004) argumentam que a concentração acionária pode ocasionar a expropriação dos acionistas minoritários e, no caso das empresas familiares, a família, dentro da empresa, pode direcionar as decisões da empresa em favorecimento dos interesses familiares não sendo este, necessariamente, os objetivos da companhia contribuindo, em determinados casos, para a descapitalização da empresa. Os resultados expostos nas Tabelas 6 indicam que a alta concentração de capital em ma empresa familiar pode estar relacionada com a limitação do seu desempenho.

Quanto a esta questão Demsetz (1983) entende que não há relação entre a estrutura de propriedade e desempenho da empresa. Empiricamente, Demsetz e Lehn (1985) não encontraram correlação significativa entre o lucro e diferentes medidas de concentração de propriedade. Destaca-se que apesar de diversos argumentos apoiarem benefícios da concentração de capital (Dwivedi & Jain, 2005; Grove et al., 2011; Al-Musalli & Ismail, 2012), não se pode descartar o fato de que a concentração acionária pode ocasionar a expropriação dos acionistas minoritários (Okimura, 2003; Silveira, 2004).

CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo avaliar a relação entre da dimensão da estrutura de propriedade no prisma da governança corporativa com o desempenho das empresas familiares listadas na BM&FBovespa. Para atingir ao objetivo proposto, realizou-se um estudo descritivo com abordagem quantitativa a partir de análise documental com uma amostra de 77 companhias abertas com características familiares listadas na bolsa de valores brasileira – BM&FBovespa, para os anos de 2010 a 2012.

Aplicou-se o modelo matemático de análise multicritério TOPSIS para elaboração dos *rankings* de desempenho e de estrutura de propriedade e, em seguida, a correlação de *Pearson* para avaliar a relação entre os *rankings*. Quanto ao desempenho, deste foi segregado também em desempenho contábil e em desempenho de mercado a fim de verificar sua relação com a estrutura de propriedade.

Os resultados indicaram que as empresas familiares brasileiras possuem característica de significativa concentração de capital. Confirmando a literatura, que discorre que tal situação é característica de países com mercado de capitais em desenvolvimento ou com baixa proteção aos investidores minoritários. Entretanto, os resultados indicaram que as empresas familiares possuem estruturas de capital diversas, tendo como similaridade, a baixa ou ausência de ações em poder do governo.

O desempenho das empresas familiares apresentou significativas diferenças. Ao passo que empresas apresentavam maiores desempenho, outras apresentavam desempenho negativo, situação constatada para as variáveis contábeis e para as variáveis de mercado. Por fim, em resposta a questão problema deste estudo, verificou-se que a estrutura de propriedade apresentou uma relação negativa com o desempenho das empresas familiares, ainda que não significativa em todas as situações.

Este resultado permite concluir que a estrutura de propriedade das empresas familiares, caracterizada como concentrada, não possui relação significativa com o desempenho das empresas, ainda, o efeito de relação negativa evidenciado nos resultados indicam que a concentração de propriedade, no caso brasileiro, pode indicar menor desempenho das empresas familiares. Assim, uma estrutura de capital dispersa pode ser mais eficiente para atendimento dos interesses das empresas familiares brasileiras analisadas, interesses que incluem a geração de riqueza e perpetuação dos negócios para transferência como herança para as gerações seguintes.

Destaca-se que os resultados deste estudo não podem ser generalizados como realidade de todas as empresas familiares, se restringindo a amostra da pesquisa. Como limitação inclui-se ainda que a literatura aponta para o interesse familiar no desempenho de longo prazo da empresa e, nesta pesquisa, os resultados de longo prazo das companhias não foram analisados.

Recomenda-se, para futuras pesquisas, a aplicação do constructo desta pesquisa em outra amostra que contemple empresas não familiares, empresas financeiras, bem como cenários de diferentes países a fim de captar as características da estrutura de propriedade bem como sua relação com o desempenho em diferentes contextos. Recomenda-se também análise longitudinal dos dados, com a finalidade de ampliação da compreensão da estrutura de propriedade das empresas familiares e sua relação, no longo prazo, com o desempenho das empresas, visto que esta pesquisa se focou no desempenho a curto prazo e a literatura aponta também para o interesse familiar no desempenho de longo prazo da companhia.

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance*, 7(3), 288-300.
- Al-Musali, M. A. K., & Ismail, K. N. I. K. (2012). Corporate governance, bank specific characteristics, banking industry characteristics, and intellectual capital (IC) performance of banks in Arab Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(1), 115-135.
- Azim, M. I. (2012). Corporate governance mechanisms and their impact on company performance: a structural equation model analysis. *Australian Journal of Management*, 37(3), 481-505.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation & private property*, Harcourt: Brace & World Inc.
- Bowen, R. M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research*, 25 (2), 351-405.

- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64, 280-285.
- Bulgurcu, B. K. (2012). Application of TOPSIS technique for financial performance evaluation of technology firms in Istanbul stock exchange market. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 62, 1033-1040.
- Abrera-Suárez, K., Saá-Pérez, P. de., & García-Almeida, D. (2001). The succession process from a resource - and knowledge-based view of the family firm. *Family Business Review*, 14(1), 37-48.
- Chami, R. (2001). *What is different about family business?* Working Paper: International Monetary Fund.
- Chen, Y.-R., Chiou, J.-R., Chou, T.-K., & Syue, M.-S. (2009). Corporate governance and long-run performance of equity issues: the role of foreign ownership in Taiwan. *Asia Pacific Management Review*, 14(1), 27-46.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28(4), 335-354.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Colarossi, F., Giorgino, M., Steri, R., & Viviani, D. (2008). A corporate governance study on Italian family firms. *Corporate Ownership & Control*, 5(4), 93-103.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Tehranian, H. (2008). Corporate Governance and pay-for-performance: the impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87, 357-373.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Rajagopalan, N. (2003). Governance through ownership: centuries of practice, decades of research. *Academy of Management Journal*, 46 (2), 151-158.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Dwivedi, N., & Jain, A. K. (2005). Corporate governance and performance of Indian firms: the effect of board size and ownership. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17(3), 161-172.
- Ehikioya, B. I. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, 9(3), 23,1-243.
- Filatotchev, I., Lien, Y.-C., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan. *Asian Pacific Journal of Management*, 22, 257-283.
- Giovannini, R. (2010). Corporate governance, family ownership and performance. *Journal of Management & Governance*, 14(2), 145-166.
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L. M., & Xu, P. T. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: an International Review*, 19(5), 418-436.
- Harrison, J. S., & Coombs, J. E. (2012). The moderating effects from corporate governance characteristics on the relationship between available slack and community-based firm performance. *Journal of Business ethics*, 107(4), 409-422.
- Ibrahim, H., & Samad, F. A. (2011). Agency costs, corporate governance mechanisms and performance of public listed family firms in Malaysia. *South African Journal of Business Management*, 42(3), 17-25.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

- Kato, T., & Long, C. (2006). Executive compensation, firm performance, and corporate governance in China: evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges. *Economic Development and Cultural Change*, 54(4), 945-983.
- Mak, Y. T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 235-256.
- Martin-Reyna, J. M. S., Duran-Encalada, J. A. (2012). The relationship among family business, corporate governance and firm performance: evidence from Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3, 106-117.
- Maury, B. (2006). Corporate performance, corporate governance and top executive turnover in Finland. *European Financial Management*, 12(2), 221-248.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.
- Mollah, S., Al Farooque, O. & Karim, W. (2012). Ownership structure, corporate governance and firm performance: evidence from an African emerging market. *Studies in Economics and Finance*, 29(4), 301-319.
- Okimura, R. T. (2003). Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo: São Paulo.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *The American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.
- Reddy, K., Locke, S. & Scrimgeour, F. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190-219.
- Saleh, N. M., Rahman, M. R. C. A. & Hassan, M. S. (2009). Ownership structure and intellectual capital performance in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 5(1), 1-29.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3/1), 461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997) A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, F. & Majluf, N. (2008). Does family ownership shape performance outcomes? *Journal of Business Research*, 61, 609-614.
- Silveira, A. D. M. da. (2004) *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com desempenho das empresas no Brasil*. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo: São Paulo.
- Wu, C.F. (2006) The study of the relations among ethical considerations, family management and organization performance in corporate governance. *Journal of Business Ethics*, 68(2), 165-179.
- Wu, H.-Y., Tzeng, G.-H. & Chen, Y.-H. (2009) A fuzzy MCDM approach for evaluating banking performance based on balanced scorecard. *Expert Systems With Applications*, 36, 10135-10147.
- Wruck, K. H. (1989). Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28.