

RISCO E RETORNO: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE AS EMPRESAS DE CONTROLE FAMILIAR E NÃO FAMILIAR

RISK AND RETURN: A COMPARATIVE ANALYSIS AMONG FAMILY AND NON-FAMILY BUSINESS

Maicon Bazzan SCHWERZ

Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.
schwerzm@hotmail.com

Tadeu GRANDO

Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS
mtadeugrando@bol.com.br

Recebido em 09/2013 – Aprovado em 02/2014

Resumo

Este trabalho tem por objetivo analisar se os indicadores de risco e retorno das empresas de controle familiar foram diferenciados em relação às empresas de controle acionário não familiar no período de 2008 a 2012. Os resultados demonstram que, em geral, o retorno médio anual (RA) das empresas com controle não familiar foi superior ao retorno médio anual das empresas com controle familiar apenas nos anos de 2009 e 2010; e as empresas de controle familiar apresentaram desempenho superior ao das empresas não familiares. Resultados similares foram identificados nos retornos médios diários (ADR), nos quais as empresas de controle não familiar obtiveram retornos superiores àqueles apresentados pelas empresas familiares. Em relação ao risco, as empresas familiares apresentaram Desvio Padrão (DP) médio, superior à média do DP das empresas não familiares, o que sugere maior volatilidade nos retornos diários das empresas familiares e, conseqüentemente, maiores riscos nesses investimentos.

Palavras-Chave: Risco; Retorno; Controle.

Abstract

This paper aims to analyze if the indicators of risk and return of family-controlled companies were different from not family-controlled companies in the period of 2008-2012. The results show that, in general, the average annual return (RA) of not family-controlled companies was higher than the average annual return of firms with family control, only the years 2009 and 2010 the family-controlled companies performed better than the non-family firms. Similar results were identified in average daily returns (ADR), where not family-controlled companies had returns greater than those obtained by the family business. In relation to risk, family businesses presented Standard Deviation (SD) average higher than the average of non-family firms, suggesting greater volatility in daily returns of family firms and, consequently, higher risk in these investments.

Keywords: Risk; Return; Control.

1 INTRODUÇÃO

No campo de finanças, um dos assuntos de elevada relevância e controvérsia é o relacionamento entre o risco e retorno para a avaliação de ativos. As decisões de investimentos podem determinar o risco que as empresas estão dispostas a assumir e os retornos esperados, em função desta escolha, que pode ser influenciada pelo tipo de controle ao qual a empresa está sujeita.

As empresas com controle familiar são um caso típico de concentração de propriedade, na qual um indivíduo ou uma família detém grande participação na empresa. Dessa forma, as decisões de investimentos e financiamentos são mais propensas a serem influenciadas pelos acionistas controladores do que pelas empresas não familiares.

Nas empresas com características de propriedade concentrada, em caso de insucesso em um projeto de alto risco, os proprietários terão

perdas consideráveis, juntamente com os obrigacionistas, o que sugere que, neste tipo de propriedade, as decisões de investimentos são mais voltadas a projetos de menor risco.

Em contrapartida, as empresas com capital pulverizado, ou não familiares, possuem incentivos, para apostar em projetos ou investimentos de alto risco, uma vez que, em caso de perdas, o prejuízo é dividido entre os acionistas e, principalmente, entre os obrigacionistas.

O debate teórico traz argumentos favoráveis e contrários quanto ao desempenho das empresas familiares em relação às não familiares, e, nessa busca de melhores retornos e riscos menores, investidores procuram diversificar ao máximo seus investimentos.

Diante disso, o objetivo geral deste artigo é analisar se os indicadores de risco e retorno das empresas de controle familiar foram diferenciados em relação às empresas de controle acionário não familiar no período de 2008 a 2012.

O estudo justifica-se, pela importância das empresas familiares na economia brasileira e pela escassez de estudos que avaliem o risco e retorno por esta óptica de controle acionário no mercado brasileiro.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 IMPORTÂNCIA E REPRESENTATIVIDADE DAS EMPRESAS FAMILIARES

Segundo o IFC (*International Finance Corporation*), as empresas familiares são as mais antigas e disseminadas formas de organização de negócios. Em alguns países, elas representam mais de 70% do total das empresas em operação, desempenhando um papel muito importante na criação de empregos e no desenvolvimento de

economias. As empresas familiares representam aproximadamente 60% do PIB agregado da América Latina.

Faccio e Lang (2002) estudaram a estrutura de propriedade de 5.232 empresas abertas em 13 países da Europa Ocidental, onde 44,29% destas têm controle familiar.

O percentual de empresas com capital pulverizado é maior em países, como Inglaterra e Irlanda 63%, ao passo que, nos demais, a média de empresas familiares é de 53,8%, com destaque para França, Alemanha e Itália, com aproximadamente 60% de empresas familiares.

Conforme Claessens, Djankov e Lang (1999), que avaliaram 2.980 companhias abertas em nove (9) países, no continente asiático, especialmente na região leste, as empresas familiares representavam 50% do total de empresas.

Já nos EUA, aproximadamente 35% das empresas que compõem o índice S&P 500 são controladas por famílias, e essas representam aproximadamente 18% do capital em circulação (ANDERSON; REEB, 2003).

Por fim, no Brasil, 48,9% das empresas da Ibovespa são controladas por famílias ou indivíduos (FERNANDES JUNIOR, 2010). No trabalho de Okimura, Silveira e Rocha (2007), nas empresas abertas brasileiras, 47,1% delas estavam nas mãos de famílias ou controladores individuais.

É importante destacar que, nos trabalhos avaliados, têm-se controvérsias na definição conceitual de empresa familiar e na metodologia aplicada para identificação deste tipo de propriedade e controle diverge. Discutem-se, no próximo tópico, os diferentes conceitos, bem como os parâmetros geralmente usados para definição de empresa familiar.

2.2 DEFINIÇÃO DE EMPRESA FAMILIAR

O conceito de empresa familiar apresenta várias definições no meio acadêmico. De acordo com IFC, a empresa familiar se caracteriza por ter a maioria das ações com direito a voto pertencente à família, que controla o negócio: incluindo o(s) fundador(es) que pretende(m) passar o negócio para os seus descendentes.

Para o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a empresa familiar é aquela, cujo controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo, família ou grupo de famílias.

Neubauer e Lank (1998) indicam que, para formar a maioria dos conceitos existentes sobre empresa familiar, são considerados os seguintes parâmetros: o percentual de capital votante em poder da família; a presença de familiares atuando na alta administração; a intenção de manter a família no controle para as futuras gerações; o número de gerações da família já perpetuadas na empresa; o número de famílias envolvidas no negócio; e o tamanho da empresa, em particular, com relação ao número de funcionários.

No Quadro 1, fez-se uma revisão dos conceitos de empresa familiar aplicados em diversos trabalhos, a fim de dar suporte a essa pesquisa na definição desse conceito.

Para realizar este estudo, optou-se pelo conceito utilizado por Fernandes Junior (2010) e pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), que se baseia no controle acionário, ou seja, a empresa familiar é aquela, cujo controle acionário (maioria percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias.

Quadro 1: Definição de Empresa Familiar

Autor	Definição Empresa Familiar	País
Croci, Doukas e Gonenc (2011)	Quando uma família ou de um indivíduo é o maior proprietário final (em termos de direitos de voto), no limite mínimo de 10%.	Europa
Gonzales <i>et al.</i> (2011)	1 - Quando a família fundadora é a maior acionista da empresa.	Colômbia
Fernandes Junior (2010)	Para identificação das empresas familiares, usou-se a definição de que é aquela em que o controle do capital votante está nas mãos de um indivíduo (uma pessoa física) ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias.	Brasil
Chu (2009) Anderson e Reeb (2003)	Uma empresa em que uma família possua mais de 5% de participação acionária e que, pelo menos, um membro da família esteja no conselho de administração.	Taiwan EUA
Ellul (2008)	Define a empresa familiar como aquela em que a família fundadora ou seus descendentes são os maiores acionistas no percentual mínimo de 10% dos direitos de fluxo de caixa.	38 Países
Allouche <i>et al.</i> (2008)	Definição 1: membros da família ocupam cargos na alta gestão e são os principais acionistas.	Japão
	Definição 2: membros da família não participam na alta gestão, mas ainda estão entre os principais acionistas.	
	Definição 3: membros da família ocupam cargos na alta gestão, mas não estão mais entre os principais acionistas.	
King e Santor (2008)	Quando uma família controla a empresa com ao menos 20% das ações, com direito ao voto.	Canadá
Barontini e Caprio (2006)	Consideraram as empresas familiares aquelas em que um indivíduo ou uma família detenha 51% das ações, com direito ao voto, ou em casos em que um indivíduo ou uma família detiver o dobro de ações com direito ao voto do segundo maior acionista.	Europa
Villalonga e Amit (2004)	A: Empresa familiar é aquela, cuja família fundadora ainda possui participação acionária na empresa de, no mínimo, 5%, e que os membros desta família ainda sirvam à empresa no conselho ou na alta administração;	EUA
	B: A família é o maior acionista;	
	C: A família é o maior acionista e tem, pelo menos, 20% dos votos.	
La Porta, Silanes e Shleifer (1999)	Os três utilizaram o mesmo conceito para definição de empresa familiar: esta se caracteriza, quando uma família ou um indivíduo é o maior proprietário final (em termos de direitos de voto), no limite mínimo de 10%.	27 países
Faccio e Lang (2002)		Europa
Claessens, Djankov e Lang (1999)		Leste Asiático

Fonte: Autoria própria

2.3 CONCEITOS DE RISCO E RETORNO

No campo de finanças, um dos assuntos de elevada relevância e controvérsia é o relacionamento entre o risco e retorno para a avaliação de ativos.

As decisões de investimentos podem determinar o risco que as empresas estão dispostas a assumir e os retornos esperados, em função desta escolha, que pode inclusive ser influenciada pela estrutura de controle ao qual a empresa está sujeita.

As ideias de Markovitz (1952), Tobin (1958), Sharpe (1964), Lintner (1965) e Black e Scholes (1973) foram a base para a construção do *Capital Asset Pricing Model*¹ que se tornou referência na análise das relações entre risco e retorno de ativos. Nestes casos, em equilíbrio de mercado, o retorno de um ativo deveria ser composto pelo retorno do ativo livre de risco, mais um prêmio pelo risco incorrido.

O retorno, segundo Fama (1976, p. 12), pode ser representado, em um mercado livre de inflação, pela seguinte fórmula:

$$Rn_{it} = \frac{d_{it} + (p_{it} - p_{i,t-1})}{p_{i,t-1}}$$

Onde:

Rn_{it} = retorno nominal da ação i durante o período t

d_{it} = dividendo por ação da empresa i , distribuído em t

$p_{i,t-1}$ = preço por ação da empresa i em $t-1$

$p_{i,t}$ = preço por ação da empresa i em t

Em outras palavras, o retorno é o ganho ou a perda de um investidor, que pode ser descrito como a soma dos dividendos, mais a variação do preço da ação (preço final – preço inicial), dividida pelo preço inicial, sendo representado normalmente em forma percentual. Este retorno deve ser compatível ao risco ao qual o investimento está sujeito.

Apesar de o risco estar normalmente associado à possibilidade de perda, ele representa a possibilidade de que algo previsto se realize de forma distinta da esperada. Para Pindyck e Rubinfeld (1994), é importante diferenciar incerteza e risco.

Enquanto a incerteza está relacionada a situações para as quais vários resultados são possíveis de acontecer, mas, com probabilidades desconhecidas, o risco refere-se a situações, nas quais cada um dos possíveis resultados pode ser associado a uma determinada probabilidade de ocorrência.

Complementando este argumento, segundo Damodaran (2004), em finanças, o risco está associado à probabilidade de recebermos um retorno que é diferente daquele que projetamos, que pode ser tanto um “risco positivo”, caracterizado como um retorno acima do esperado, quanto um “risco negativo”, referente à um retorno abaixo do esperado para determinado investimento.

Como forma de gerenciamento de risco, é preciso conhecer os principais tipos de riscos aos quais os agentes econômicos podem estar sujeitos. Esses riscos podem ser, de acordo com Silva Neto (1999), classificados em quatro grandes grupos:

- Risco de mercado: aquele que afeta muitos investimentos, mesmo que de forma distinta, caracterizados pelas oscilações gerais do mercado de capitais, como um aumento na taxa de juros, inflação ou uma desaceleração na economia;
- Risco de crédito: relacionado à incapacidade de uma das partes em cumprir suas obrigações contratuais, que engloba tanto aspectos qualitativos (classificação de risco) quanto quantitativos (reposição dos fluxos de caixa);

¹ Modelos para precificação de ativos.

- Risco operacional: refere-se a possíveis perdas por ineficiência sistêmicas, falhas na administração, fraudes e risco tecnológico (necessidade de proteção dos sistemas contra acessos não autorizados e violações);
- Risco legal: risco de inconformidade e de regulamentações governamentais.

De uma forma mais geral, no modelo de precificação de ativos CAPM, o risco é dividido em dois grandes grupos: risco sistemático, ou não diversificável – risco de mercado, e risco diversificável – aquele que é específico de um determinado ativo ou grupo de ativos, cuja eliminação é possível pela diversificação de um portfólio.

Neste sentido, um dos riscos específicos de um ativo pode estar relacionado ao tipo de controle que uma determinada empresa está sujeita e, conseqüentemente, à forma como os controladores definem e gerenciam as suas políticas de administração e de investimentos futuros.

O indicador mais comum de risco de um ativo é o desvio-padrão, que mede a dispersão em torno do preço médio de um ativo. A interpretação deste indicador pode ser realizada do seguinte modo: quanto maior o DP, maior a variabilidade dos resultados em relação à média e, portanto, maior o risco; já, quanto menor o DP em relação à média, menor a variabilidade dos resultados e menor o risco.

Para Weston e Brigham (2000), o desvio-padrão é um desvio médio, ponderado pela probabilidade do valor esperado e dá uma ideia de quanto, acima ou baixo do valor esperado, o valor real provavelmente será. Se a distribuição tiver uma dispersão muito grande, os retornos possíveis serão muitos incertos. Em contraste, uma

distribuição, cujos retornos estiverem a poucos pontos percentuais uns dos outros, será bastante concentrada, e os retornos, menos incertos.

2.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE *VERSUS* PERSPECTIVAS DE RETORNO

O debate sobre a relação entre a estrutura de propriedade, o valor e a performance das empresas foi iniciado por Berle e Means (1932). Diante da necessidade de as empresas familiares americanas captarem dinheiro para ganhar escala e serem mais competitivas, os autores argumentam que as empresas se obrigavam a captar recursos de terceiros, implicando uma estrutura de propriedade mais pulverizada.

Os autores destacam ainda que, quanto maior a pulverização acionária, menor e mais difícil será o monitoramento dos acionistas para com os gestores da empresa. Deste modo, os autores sugerem que a pulverização do capital tem relação positiva com a redução de valor da empresa.

Além disso, Jensen e Meckling (1976) apresentam os custos de agência, dando ênfase aos conflitos de interesse entre proprietários e gestores nas empresas com capital pulverizado e destacam os custos atrelados ao monitoramento dos gestores pelos acionistas. Os autores esperam que a maior dispersão da estrutura de propriedade leve a um aumento nos custos de agência e, conseqüentemente, uma redução no valor da empresa.

Um ponto de vista diferente, entretanto, é apresentado por Fama e Jensen (1983). Os autores argumentam que a concentração da propriedade pode trazer custos atrelados à expropriação dos acionistas minoritários. Um indivíduo ou uma família que possui o controle da empresa pode utilizar esse poder, para extrair benefícios próprios à custa do desempenho da empresa e, por conseguinte, dos acionistas

minoritários. Esses benefícios podem tomar várias formas, como, por exemplo, instituir um salário excessivamente alto para si e a sua família, utilizar os ativos ou caixa da empresa em benefício pessoal, entre outros.

Deste modo, os autores sugerem que a concentração da propriedade está correlacionada à redução de valor da empresa.

Demsetz (1983) desvincula a estrutura de propriedade do valor da empresa, argumenta que a estrutura de propriedade é algo natural do processo de maximização de valor e salienta que há muitas variáveis em jogo e não somente os conflitos de agência ou a expropriação dos acionistas minoritários. Estes efeitos seriam secundários para determinação da estrutura de propriedade. Deste modo, Demsetz (1983) não espera que exista uma relação sistemática entre a estrutura de propriedade e a performance das firmas.

No próximo tópico, serão analisadas as diferentes perspectivas ligadas a fatores de decisões de financiamento e risco entre as empresas familiares e não familiares.

2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA: TEORIA DA AGÊNCIA E AS PERSPECTIVAS NAS DECISÕES DE FINANCIAMENTO E RISCO DAS EMPRESAS FAMILIARES *VERSUS* NÃO FAMILIARES

A estrutura de propriedade e controle, bem como os conflitos de interesse subjacentes entre acionistas e gestores, acionistas e credores ou acionistas majoritários e acionistas minoritários da empresa permeiam as discussões sobre governança corporativa.

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflito na empresa:

- Conflitos entre acionistas e gestores, oriundos da separação entre a propriedade e a gestão da empresa;

- Conflitos entre acionistas/gestores e credores, que derivam dos recursos de capital alheio por parte da empresa.

Nesta perspectiva, Croci Doukas e Gonenc (2011) propõem que os detentores de obrigações (credores) visualizam a propriedade familiar como uma estrutura de propriedade, que protege melhor os seus interesses.

Além disso, as evidências encontradas demonstram que as empresas familiares têm preferência por investimentos de baixo risco, e que os mercados de crédito fornecem mais dívida a longo prazo para as empresas familiares, o que indica que o mercado percebe essas empresas como menos arriscadas em relação as não familiares ou com capital acionário pulverizado.

Por outro lado, e corroborando com essa ideia, Jensen e Meckling (1976) explicam que empresas com capital pulverizado possuem incentivos, para expropriar os obrigacionistas, através de investimento de alto risco.

O potencial conflito entre as propriedades pulverizadas e os obrigacionistas pode ocorrer na medida em que os acionistas teriam incentivos, para apostar em projetos de alto risco, já que, em caso de sucesso, colherão bons frutos, em caso de fracasso, quem mais perde será o obrigacionista, tendo em vista a participação acionária ser pulverizada.

Ainda, segundo Jensen e Meckling (1976), as empresas com características de propriedade concentrada, nas quais as empresas familiares se enquadram, em caso de insucesso, em um projeto de alto risco, os proprietários terão perdas consideráveis juntamente com os obrigacionistas, o que nos sugere que, neste tipo de propriedade, as decisões de investimentos são mais voltadas a projetos de menor risco.

Pedersen e Thomsen (2003) também atribuem às empresas familiares maior aversão ao risco, e os autores esclarecem que este tipo de estrutura de propriedade é mais propensa a sofrer com racionamento de capital, pois, frequentemente, não estão dispostas a emitir ações, no geral, por receio de perder o controle ou de emitir dívidas, devido ao risco de falência.

Anderson, Mansi e Reeb (2003) concluíram que a propriedade familiar reduz o custo de financiamento da dívida, devido aos menores conflitos de agência entre os detentores de capital com grandes participações e os obrigacionistas.

Os autores postulam que, embora as empresas familiares reúnam pontos positivos para possuir menor custo de dívida, há problemas quanto aos conflitos de agência, e, para solucioná-los, uma alternativa é a de famílias poderem exacerbá-los, visto que possuem o poder de forçar a organização a satisfazer as suas demandas.

Deste modo, o presente trabalho busca investigar em ambiente brasileiro se os indicadores de risco e retorno das empresas de controle acionário familiar são diferenciados das empresas de controle acionário não familiar.

3 METODOLOGIA

Para estruturação do trabalho, foram divididas as empresas, conforme a sua estrutura de propriedade, familiares e não familiares. Após esta segmentação, foi analisado o risco/retorno entre estes dois grupos de empresas em cada ano e, a seguir, foi feita uma análise geral dos dados.

As informações das empresas foram extraídas da Economática e foi utilizado o *software Excel*, para tabulação e análise dos dados.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população foi composta por todas as empresas que negociaram as suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 2008 a 2012.

A amostra foi delimitada, através do índice de presença da Economática, na qual foram consideradas apenas as empresas que tiveram negociações em mais de 50% dos dias úteis para cada ano, totalizando uma amostra em 2008 de 277 empresas; 2009, de 261; 2010, de 254; 2011, de 256; e 2012, de 249 empresas, totalizando 1297 observações. Foram considerados tanto instituições financeiras quanto não financeiras.

No Quadro 2, verifica-se a composição da amostra, considerando a separação das empresas familiares e não familiares por ano e por setor, de acordo com a classificação da Economática.

3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados, referentes aos proprietários das companhias, no que tange à quantidade de ações em seu poder, foram coletados nos registros das companhias na CVM, através dos informes anuais (IAN), e dos formulários de referência no *site* da BM & FBovespa. As informações contábeis e os preços das ações nos diferentes anos foram coletados na base de dados da Economática.

Para separação entre o grupo de empresas familiares e não familiares, foi utilizado o conceito mais amplo, seguindo como parâmetro a definição utilizada pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e a de Fernandes Junior (2010), para os quais a empresa familiar é aquela, cujo controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias (Figura 1).

Quadro 2: Composição da Amostra

Setores	2008		2009		2010		2011		2012		Total
	Fam	N-Fam									
Agro e Pesca	2	2	2	2	3	1	3	1	2	1	19
Alimentos e Bebidas	13	5	10	5	9	3	9	3	8	3	68
Comércio	8	4	7	5	7	5	7	5	8	6	62
Construção	18	6	15	7	16	5	15	5	14	5	106
Eletroeletrônicos	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	28
Energia Elétrica	3	22	3	21	3	20	2	21	1	20	116
Finanças e Segurança	14	13	14	10	14	11	14	12	14	12	128
Máquinas Industriais	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20
Mineração	2	1	1	2	1	2	1	2	1	2	15
Minerais não Metais	2	1	2	1	1	1	1	1	1	1	12
Outros	29	24	27	24	25	28	23	31	21	38	270
Papel e Celulose	2	2	2	2	2	1	2	1	2	1	17
Petróleo e Gás	0	3	1	2	2	2	2	3	3	3	21
Química	6	8	7	4	7	4	5	4	3	4	52
Siderurgia & Metal	10	8	10	8	10	7	9	7	9	6	84
Software e Dados	2	2	2	1	2	2	2	2	0	2	17
Telecomunicação	2	11	1	10	2	7	2	6	1	4	46
Têxtil	15	1	17	2	16	3	14	3	13	3	87
Transporte Serviços	7	4	6	5	7	3	9	4	6	5	56
Veículos e peças	10	5	9	5	8	5	9	6	9	7	73
Total	150	127	141	120	139	115	134	122	121	128	1297
% Por Ano	54%	46%	54%	46%	55%	45%	52%	48%	49%	51%	

Fonte: Autoria Própria

Figura 1: Fluxograma: Divisão das Empresas Familiares e Não Familiares



Fonte: Autoria Própria

Após a separação dos dois grupos, foram selecionados os seguintes critérios para avaliação dos resultados:

- Cotações de fechamento diário do preço das ações de todo o período da análise das empresas que compõem a amostra;
- As cotações foram coletadas em seu valor unitário;
- Para cada empresa, foi coletada apenas uma espécie de ação (ex: Petr3 ou Petr4), isto é, ou ordinária ou preferencial ou uma de suas variações, sendo utilizada a mais negociada no período;
- Empresas que tenham fechado capital foram desconsideradas, assim como as que, durante o ano em análise, tiveram a sua abertura de capital, considerando que se buscou a variação anual das empresas.

3.3 ANÁLISE DE DADOS

3.3.1 APURAÇÃO DO RETORNO ANUAL (AR)

Para cálculo do retorno anual, considerou-se a última cotação atualizada de dezembro, dividida pela primeira cotação, atualizada no mês de janeiro, para cada empresa e por ano.

$$AR = \frac{\text{Último Preço da Ação no Ano}}{\text{Primeiro Preço da Ação no Ano}}$$

3.3.2 APURAÇÃO DOS RETORNOS MÉDIOS DIÁRIOS (ARD)

Para apuração do ARD, aplicou-se o Log nas cotações/preços dos fechamentos diários das ações em todos os registros de cada empresa por ano, conforme fórmula abaixo:

$$ARD = LN(\text{Preço Ação}_{t+1} / \text{Preço Ação}_t)$$

Para apuração do retorno médio diário do ano, aplicou-se a média aritmética dos retornos obtidos, através do cálculo do ARD para cada empresa.

3.3.3 DESVIO-PADRÃO (DP)

Para estimativa, aplicou-se a fórmula do Desvio Padrão no ARD dos retornos diários de cada empresa para cada ano.

$$DP = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(ARD_i - \text{Média ARD})^2}{n}}$$

É importante ressaltar que, para análise dos dados, as empresas estavam divididas em dois grupos, familiares e não familiares e que, para todos os casos, foi aplicada a média aritmética para apuração do resultado médio final.

3.3.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Como limitação do método, pode-se mencionar:

- A identificação do último controlador da empresa, devido às diferentes formações societárias e os acordos entre os acionistas;
- Os dados, referentes às composições societárias das companhias, no que tange ao controle acionário, foram analisados anualmente e não diariamente, conforme os retornos;
- Não foram ponderados os volumes de negociações diárias entre as empresas. Ou seja, as empresas com maior ou menor volume de transações terão o mesmo efeito, desde que participem da movimentação diária em pelo menos 50% dos dias úteis do ano.

4 RESULTADOS

4.1 RETORNO ANUAL (RA)

Durante o período analisado (2008 a 2012), de uma forma geral, o retorno médio anual das empresas, com controle não familiar (19,91%), foi superior ao retorno médio anual das empresas com controle familiar (17,81%), de acordo com a Tabela 1.

Tabela 1: Percentual do Retorno Anual Médio

Ano	Fam	N_Fam
2008	-48,99	-35,24
2009	117,37	97,08
2010	22,90	22,74
2011	-15,04	-4,83
2012	12,82	19,83
Média Geral	17,81	19,91

Fonte: Autoria própria

De acordo com os resultados obtidos na Tabela 1, no ano 2008, as empresas com controle familiar e as empresas com controle não familiar tiveram

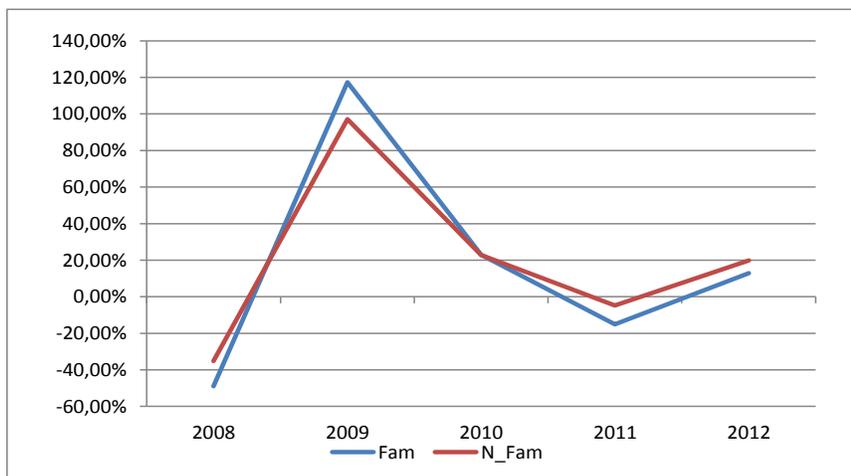
um retorno médio anual negativo, -48,99% e -35,24% respectivamente.

Muito se explica esses retornos negativos à crise financeira mundial que abalou quase a totalidade das bolsas mundiais, e, mesmo com retornos negativos, o grupo de empresas composto pelo controle não familiar teve melhor desempenho. Nos anos de 2009 e 2010, as empresas com controle familiar tiveram um desempenho médio anual superior do que o grupo de empresas com controle não familiar.

Em 2011, ambos os grupos tiveram retornos negativos, porém as empresas com controle não familiar, em média, conseguiram ter um retorno negativo menor que as empresas com controle familiar. No ano de 2012, as empresas com controle não familiar tiveram um desempenho médio superior ao grupo de empresas com controle familiar.

Na média dos anos analisados, do período 2008 até 2012, as empresas com controle não familiar tiveram um retorno superior às empresas com controle familiar. O Gráfico 1, demonstra, de uma forma geral, que as empresas com controle não familiar apresentam retornos maiores.

Gráfico 1: Retorno Anual Médio



Fonte: Autoria própria

4.2 RETORNOS MÉDIOS DIÁRIOS (ARD)

No período analisado (2008 a 2012), de uma forma geral, o retorno diário das empresas não familiares (média de 0,005% ao dia) foi superior ao retorno diário das empresas familiares (média negativa de - 0,0205% ao dia).

Destaca-se que, nestes critérios, foi utilizado o Log dos retornos (média geométrica) para apuração dos retornos médios. Segue, na Tabela 2, o percentual do retorno diário médio no período do estudo.

Apresenta-se, no Gráfico 2, a distribuição dos dados da Tabela 2, a fim de facilitar a interpretação dos dados.

4.3 DESVIO PADRÃO (DP)

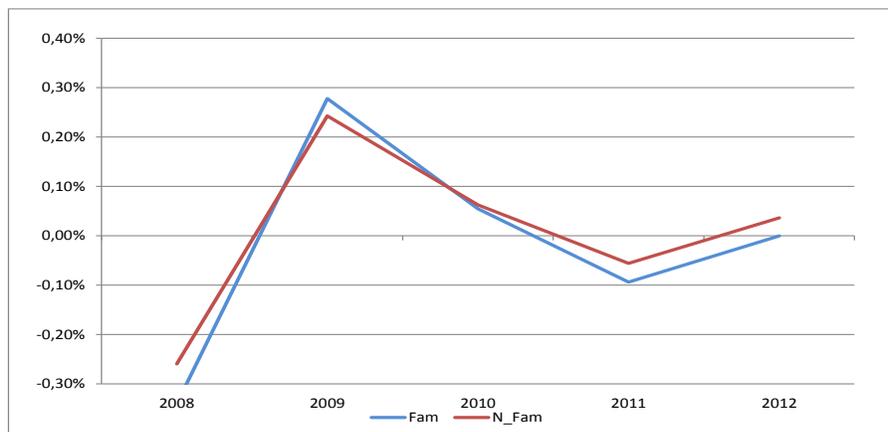
No geral, no período analisado (2008 a 2012), o desvio padrão médio, apurado do cálculo do ARD, demonstra que o DP das empresas familiares foi superior à média do DP das empresas não familiares, o que sugere maior volatilidade nos retornos diários das empresas familiares,

Tabela 2: Percentual do Retorno Diário Médio

Ano	Fam	N_Fam
2008	-0,3400	-0,2595
2009	0,2776	0,2425
2010	0,0545	0,0623
2011	-0,0940	-0,0561
2012	-0,0005	0,0360
Média Geral	-0,0205	0,0050

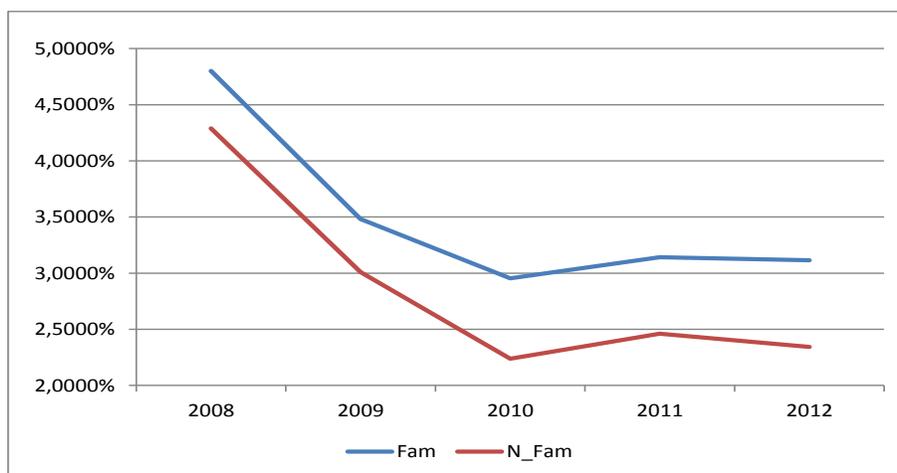
Fonte: Autoria própria

Gráfico 2: Retorno Diário Médio



Fonte: Autoria própria

Gráfico 3: Desvio Padrão dos Retornos Médios Diários



Fonte: Autoria própria

indicando, assim, maiores riscos nesses investimentos.

O retorno médio diário das empresas não familiares e familiares foi de respectivamente 0,005% e -0,0205% entre os anos de 2008 a 2012, ao passo que o desvio padrão do retorno médio anual das empresas não familiares foi de 2,87% contra 3,50% das empresas familiares no mesmo período.

Ou seja, as empresas não familiares apresentaram retorno superior e risco inferior, o que estaria incoerente com o arcabouço teórico de finanças que preconiza que, quanto maior o risco de um ativo, maior será o retorno exigido. Segue, na Tabela 3, o DP dos retornos médios diários do período estudado.

Apresenta-se, no Gráfico 3, a distribuição dos dados da Tabela 3, para facilitar a interpretação dos mesmos.

No Gráfico 3, é possível observar que as empresas com controle familiar em todos os anos do período analisado (2008 - 2012) são consideradas mais arriscadas que as empresas de controle não familiar.

Tabela 3: Desvio Padrão dos Retornos Médios Diários

Ano	Fam	N_Fam
2008	4,799	4,289
2009	3,481	3,009
2010	2,954	2,238
2011	3,142	2,460
2012	3,114	2,342
Média Geral	3,498	2,868

Fonte: Autoria própria

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na busca de melhores retornos e riscos menores, investidores buscam diversificar os seus investimentos, e as suas decisões podem ser influenciadas pelo tipo de controle ao qual a empresa está sujeita.

As empresas com controle familiar são um caso típico de concentração de propriedade, em que um indivíduo ou uma família detém grande participação na empresa. O risco que uma

empresa assume em suas decisões de investimentos, que refletem diretamente no resultado dos detentores de suas ações, pode estar diretamente relacionado à forma de controle ao qual está sujeita.

Este estudo teve como objetivo analisar se os indicadores de risco e retorno das empresas de controle familiar foram diferenciados em relação às empresas de controle acionário não familiar no período de 2008 a 2012.

Os resultados demonstram que, em geral, o retorno médio anual (RA) das empresas com controle não familiar foi superior ao retorno médio anual das empresas com controle familiar, e apenas, nos anos de 2009 e 2010, as empresas de controle familiar apresentaram desempenho superior ao das empresas não familiares.

Resultados similares foram identificados nos retornos médios diários (ADR), nos quais as empresas de controle não familiar obtiveram retornos superiores àqueles apresentados pelas empresas familiares.

Em relação ao risco calculado, utilizando-se como *proxy* o desvio padrão (DP) médio apurado do cálculo do ARD, as empresas familiares apresentaram DP médio superior à média do DP das empresas não familiares, o que sugere maior volatilidade nos retornos diários das empresas familiares e, conseqüentemente, maiores riscos nesses investimentos.

Ressalta-se que, neste aspecto, apesar do risco ser maior apresentado nestas empresas, os seus retornos foram menores, o que contraria as teorias tradicionais de finanças, as quais sugerem que os maiores retornos estão relacionados a maiores riscos, e as evidências de estudos anteriores que demonstraram que as empresas familiares têm preferência por investimentos de baixo risco e que os mercados de crédito fornecem mais dívida a

longo prazo para as empresas familiares, o que indicaria que o mercado percebe essas empresas como menos arriscadas em relação as não familiares ou com capital acionário pulverizado.

Como sugestão para trabalhos futuros, pode-se incluir o nível de investimento de cada empresa e o seu retorno, como forma de identificar se as evidências acima podem ser relacionadas a uma possível preferência por investimentos de maior risco, contrariando a teoria de agência, e ao nível de endividamento da empresa, que influencia diretamente o retorno por ela alcançado.

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, Ronald; REEB, David M. Founding-Family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Financial*, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, June 2003.
- ANDERSON, Ronald; MANSI, Sattar; REEB, David M. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, n. 68, p. 263-285, 2003.
- ALLOUCHE; José; AMANN, Bruno; JAUSSAUD, Jacques; KURASHINA, Toshiki. The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily business in japan: a matched-pair investigation. *Family Business Review*, v. 21, n. 4, Dec. 2008.
- BARONTINI, Roberto; CAPRIO, Lorenzo. The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, v. 12, n. 5, p. 689-723, 2006.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. Os Economistas: a moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril, 1984.
- BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of*

Political Economy, v. 81, n. 3, p. 637-654, May-Jun. 1973.

CLAESSENS, Stij; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H. P. Who controls East Asian Corporations? 1999. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/servlet/W>

DSContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000094946_99031911113874/additional/124524322_20041117144054.pdf>. Acesso em: 18 set. 2012.

CHU, Wenyi. The influence of family ownership on SME performance: evidence from public firms in Taiwan. *Small Business Economics* v. 33, n. 3, p. 353-373, 2009.

CROCI, Etorre; DOUKAS, John A.; GONENC, Halit. Family control and financing decisions. Working Paper. 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1535382>>. Acesso em: 21 set. 2012.

DAMODARAM, A. Finanças corporativas: teoria e prática. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DEMSETZ, Harold. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 375-390, Jun. 1983. Disponível em: <<http://www.rwi.uzh.ch/lehre/forschung/alphabetisch/weberr/archiv/FS08/unterlagen/unterlagenLE/aufsaetze/TheStructureofOwnershipandtheTheoryoftheFirm.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2012.

ELLUL, Andrew. Control Motivations and capital structure decisions. Working Paper. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1094997>. Acesso em: 12 out. 2012.

FACCIO, Mario; LANG, Larry H.P. The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 65 p. 365-395, 2002.

FAMA, Eugene F. Foundations of finance. Nova York (EUA): Basic Books: 1976.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, v. 26, Jun. 1983. Disponível em: <<http://papers.ssrn>.

[com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94032](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94032)>. Acesso em: 20 set. 2012.

FERNANDES JUNIOR, Matheus. O olho do dono engorda o gado? Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras. 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós Graduação em Administração de Empresa, Universidade Presbiteriana Mackenzi. Disponível em: <http://mx.mackenzie.com.br/tede/tde_busca/arquivo.php?codarquivo=1847>. Acesso em: 12 set. 2012.

GONZALES, Maximiliano; GUZMÁN, Alexander; POMBO, Carlos; TRUJILLO, Maria Andrea. Family firms and financial performance: the cost of growing. Working Paper. 2011. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1639157>. Acesso em: 12 set. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. Disponível em: <<http://www.scribd.com/doc/59869513/IFC-Family-Business-Governance-Handbook-Portuguese>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

KING, Michael; SANTOR, Eric. Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms. Working Paper. 2007. Disponível em: <<http://www.econstor.eu/bitstream/10419/53821/1/548040303.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2012.

LA PORTA, Rafael; SILANES, Florenço Lopes de; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LINTNER, John. Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *Journal of Finance*, p. 587-615, 1965.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. *Journal of Finance*, p. 77-91, jun. 1952.

NEUBAUER, Fred; LANK, Alden. G. The family business: its governance for sustainability. Disponível em: <<http://www.periodicos.capes.gov.br/ez101/periodicos.capes.gov.br/?The+Economics+of+Family+Firm&x=0&y=0>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

OKIMURA, Rodrigo; SILVEIRA, Alexandre M.; ROCHA, Keyler C.; Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC – Eletrônica*, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, 2007. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a628.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2012.

PEDERSEN, Torben; THOMSEN, Steen. Ownership structure and value of the Largest European Firms: the importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, v. 7, n. 1, p. 27-55, 2003.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomia*. São Paulo: McGraw-Hill, 1994.

SHARPE, William F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sept. 1964.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

TOBIN, James. Liquidity preference as a behavior toward risk. *Review of Economic Studies*, p. 65-86, 1958.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. How do family ownership, control, and management affect firm value. *Journal of Financial Economics*, v. 80, p. 385-417, 2006.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.