

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Vanessa Martins Valcanover

**Famílias e Diversidade de Gênero: Um estudo do desempenho das
companhias listadas na bolsa de valores brasileira**

Santa Maria, RS
2019

Vanessa Martins Valcanover

Famílias e Diversidade de Gênero: Um estudo do desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Administração, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração**.

Orientador: Prof. Dr. Igor Bernardi Souza

Santa Maria, RS
2019

Valcanover, Vanessa Martins

Famílias e Diversidade de Gênero: Um estudo do desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira / Vanessa Martins Valcanover.- 2019.

96 f.; 30 cm

Orientador: Igor Bernardi Souza

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de Pós-Graduação em Administração, RS, 2019

1. Participação Familiar 2. Diversidade de Gênero 3. Desempenho 4. Companhias listadas I. Souza, Igor Bernardi II. Título.

Vanessa Martins Valcanover

Famílias e Diversidade de Gênero: Um estudo do desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Administração, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração**.

Aprovado em 18 de fevereiro de 2019:

Igor Bernardi Sonza, Dr. (UFSM)
(Presidente/Orientador)

Kalinca Léia Becker, Dra. (UFSM)

Ani Caroline Grigion Potrich, Dra. (UFSC) (Videoconferência)

Santa Maria, RS
2019

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por ter me dado a chance de realizar meu sonho de cursar o mestrado. Agradeço à minha família, minha mãe amada, Roseli, meu pai, Milton, e meu irmão, Fábio, por terem me incentivado a seguir nos estudos, estando sempre preocupados com o meu bem-estar. Ao meu namorado, Matheus, por sempre ter apoiado as minhas decisões. Ainda, agradeço em especial:

- Ao meu orientador, Igor Bernardi Sonza, por ter abraçado a minha ideia e ter me auxiliado na execução desta pesquisa;
- Aos meus colegas da UFSM, Alison, Silvia, Verônica, Samia, Luana, Gabriel, Vanessa e Paulo, que estiveram ao meu lado nesta caminhada e compartilharam comigo muitos momentos de alegrias e incertezas;
- À professora Kelmara Mendes Vieira, minha madrinha no mundo acadêmico, por ter confiado em mim e ter me dado a oportunidade que mudou minha vida para sempre;
- Aos meus amigos queridos, Gaby, Nadriel, Dominique e Morgana, que mesmo com a distância e o pouco contato, nunca deixaram de fazer parte da minha vida;
- À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES, pelo auxílio financeiro.

RESUMO

FAMÍLIAS E DIVERSIDADE DE GÊNERO: UM ESTUDO DO DESEMPENHO DAS COMPANHIAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA

AUTORA: Vanessa Martins Valcanover

ORIENTADOR: Igor Bernardi Sonza

A governança corporativa é um tema de relevância em Finanças, por propor práticas que amenizam o problema de agência, causado pela separação entre propriedade e controle nas empresas. Entretanto, firmas de origem familiar não apresentam essa separação tão clara, e as relações familiares existentes podem tornar os conflitos de agência mais complicados de se resolver. No processo de sucessão dessas empresas, percebe-se que o gênero feminino enfrenta dificuldades de inserção. Entretanto, a participação das mulheres nas organizações como um todo também tem se mostrado importante, uma vez que pode mitigar os conflitos de agência existentes. Assim, buscou-se verificar a influência da estrutura familiar e da diversidade de gênero no desempenho das empresas listadas na bolsa de valores do Brasil. Adicionalmente, verificou-se se o monitoramento e a dualidade afetavam o desempenho das companhias familiares, e se a existência de laços familiares entre conselheiras e executivas e seus colegas afetava o desempenho das firmas. Utilizou-se dados secundários da Comissão de Valores Mobiliários e da *Econômica*, os quais compreenderam o período de 2010 a 2017, além de técnicas quantitativas para a análise, como dados em painel e o método de momentos generalizados. Através dos resultados, verificou-se que, das 228 empresas da amostra, 112 foram classificadas como firmas familiares, e que menos de 8% do total de assentos nos conselhos de administração e em cargos executivos na amostra eram ocupados por mulheres. Em relação ao impacto da participação familiar nas companhias familiares, os resultados foram variados, mostrando que um maior número de fundadores e herdeiros nos conselhos reduz o desempenho, ao passo que a participação dos fundadores e herdeiros como CEOs e como acionistas exerceu um efeito tanto positivo quanto negativo, dependendo da variável dependente analisada. Quanto à propriedade acionária pertencente às famílias, tanto direta quanto indiretamente, percebeu-se um efeito positivo, corroborando com a ideia de que famílias acionistas tendem a zelar pelos seus negócios, levando a um desempenho melhor. Para o efeito do monitoramento sobre as firmas familiares, verificou-se que a presença de conselheiros independentes afetou de maneira ambígua o desempenho, enquanto o tamanho dos conselhos exerceu um efeito negativo. Ademais, a dualidade teve um efeito positivo sobre a *performance* das firmas familiares. Para diversidade de gênero, cujo impacto foi analisado para toda a amostra, confirmou-se que uma maior participação feminina nos conselhos de administração e em cargos executivos leva ao aumento no desempenho das firmas estudadas. Entretanto, o efeito da participação de conselheiras e executivas que apresentaram laços familiares com seus colegas foi negativo, abrindo espaço para discussão. Esta pesquisa se diferenciou por trabalhar uma série de variáveis pouco estudadas no Brasil, além de utilizar um banco de dados atual e um método relativamente recente. Ademais, permitiu mostrar que, mesmo com a evolução da composição das firmas, muitas delas ainda são familiares, e trouxe à tona o pequeno número de mulheres atuando nas companhias, dando margem para ações que visem reduzir a desigualdade entre os gêneros.

Palavras-chave: Participação Familiar. Diversidade de Gênero. Desempenho. Companhias listadas.

ABSTRACT

FAMILIES AND GENDER DIVERSITY: A STUDY OF THE PERFORMANCE OF FIRMS LISTED ON THE BRAZILIAN STOCK EXCHANGE

AUTHOR: Vanessa Martins Valcanover

ADVISOR: Igor Bernardi Souza

Corporate Governance is a relevant issue in Finance, for proposing practices that can mitigate the agency problem, caused by the separation between ownership and control in companies. However, family-based firms do not present such a clear separation, and the existing family relationships can make the agency conflicts more complicated to solve. In the succession process of these companies, it is perceived that females face difficulties to be inserted. However, the participation of women in organizations in general has proved to be important, once it can be a way to mitigate agency conflicts. Thus, it was sought to verify the influence of family structure and gender diversity on the performance of companies listed on the Brazilian stock exchange. Also, it was sought to verify if monitoring and duality affected the performance of family firms, and if the family connections between female directors and executives with their colleagues impacted on the performance of companies. It was used secondary data from the Securities and Exchange Commission and from Economatica, from 2010 to 2017, as well as quantitative techniques for analysis, such as panel data and the generalized method of moments. Through the results, it was verified that, from the 228 firms on the sample, 112 were classified as family firms, and less than 8% of the total seats of the board of directors and of the management teams on the sample were occupied by females. Concerning the impact of family participation on family firms, the results were diverse, showing that a greater number of founders and descendants on the boards leads to a reduction on performance, while the participation of founders and descendants as CEOs or as shareholders affected both positively and negatively, depending on the dependent variable analyzed. Regarding the stock ownership by families, both directly and indirectly, it was perceived a positive effect, confirming the idea that shareholder families tend to watch over their business, leading to a better performance. Concerning the monitoring effect on family firms, the presence of independent directors affected ambiguously the performance, while the size of the boards had a negative effect. Moreover, duality had a positive effect on the performance of family firms. In relation to gender diversity, whose impact was analyzed for the whole sample, it was confirmed that a greater female participation on the boards of directors and on the management teams leads to an increase on the performance of the studied firms. However, the effect of the participation of female directors and executives which exhibited family connection with their colleagues, was negative, leading to discussions. This research was distinguished by working with a series of variables little studied in Brazil, besides using a fresh database and a relatively recent method. In addition, it allowed to show that, even with the evolution of the composition of firms, many of them still familiar, and brought to light the small number of women working in the companies, giving scope for actions that aim to reduce this gender inequality.

Keywords: Family Participation. Gender Diversity. Performance. Listed Firms.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Monitoramento e dualidade: autores e relação com o desempenho.....	23
Quadro 2 - Abordagens do tema participação familiar e sua relação com o desempenho das companhias familiares	27
Quadro 3 - Abordagem do tema diversidade de gênero e sua relação com o desempenho.....	34
Quadro 4 - Descrição das variáveis dependentes	46
Quadro 5 - Variáveis de participação familiar.....	47
Quadro 6 - Variáveis de diversidade de gênero e graus de parentesco	48
Quadro 7 - Variáveis de monitoramento, dualidade e de controle	49
Quadro 8 - Resumo dos resultados encontrados para as hipóteses.....	81

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis dependentes	56
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis independentes: participação familiar	58
Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis independentes: diversidade de gênero	59
Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis independentes: monitoramento e controle	60
Tabela 5 - Teste de correlação: modelo dualidade, monitoramento e participação familiar em companhias familiares	62
Tabela 6 - Análise do efeito da dualidade, do monitoramento e da participação familiar sobre o desempenho das companhias familiares	64
Tabela 7 - Teste de correlação: modelo diversidade de gênero.....	73
Tabela 8 - Análise da influência da diversidade de gênero e do parentesco sobre o desempenho das companhias	75

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	OBJETIVOS	11
1.1.2	Objetivo Geral	12
1.1.3	Objetivos Específicos	12
1.2	JUSTIFICATIVA	12
1.3	ESTRUTURA DO TRABALHO	14
2	EMPRESAS FAMILIARES, GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO	16
2.1	CONCEITOS DE EMPRESA FAMILIAR.....	16
2.2	O PROCESSO SUCESSÓRIO.....	17
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA: MONITORAMENTO E DUALIDADE.....	19
2.4	PARTICIPAÇÃO FAMILIAR E O DESEMPENHO DAS COMPANHIAS FAMILIARES	24
3	A DIVERSIDADE DE GÊNERO NAS COMPANHIAS.....	29
3.1	A DIVERSIDADE DE GÊNERO E O IMPACTO NO DESEMPENHO	29
3.2	A MULHER NO PROCESSO SUCESSÓRIO E O EFEITO DO GRAU DE PARENTESCO NO DESEMPENHO	35
4	HIPÓTESES DE PESQUISA	38
4.1	MONITORAMENTO E DUALIDADE	38
4.2	PARTICIPAÇÃO FAMILIAR.....	39
4.3	DIVERSIDADE DE GÊNERO.....	41
4.4	GRAUS DE PARENTESCO DAS MULHERES COM SEUS COLEGAS.....	42
5	METODOLOGIA.....	44
5.1	ESTRATÉGIA DE PESQUISA E MÉTODO ADOTADO.....	44
5.2	AMOSTRA E COLETA DOS DADOS.....	44
5.3	DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	45
5.4	TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS	51
6	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	56
6.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS	56
6.2	MONITORAMENTO, DUALIDADE E PARTICIPAÇÃO FAMILIAR: IMPACTO NO DESEMPENHO DAS COMPANHIAS FAMILIARES	61
6.3	O IMPACTO DA DIVERSIDADE DE GÊNERO E DO PARENTESCO SOBRE O DESEMPENHO DAS COMPANHIAS	72
6.4	RESULTADOS PARA AS HIPÓTESES DE PESQUISA	80
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	83
	REFERÊNCIAS	89

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa é considerada um tema de grande importância em Finanças, por estudar a gestão das organizações e propor práticas que consigam amenizar as diferenças de interesses existentes entre gestores e proprietários, os chamados problemas de agência. O estudo seminal de Berle e Means (1932) foi fundamental para a construção do pensamento da governança corporativa, pois abordou a evolução das grandes corporações e mostrou que, no mundo moderno, os indivíduos que possuem propriedade legal sobre as empresas foram separados do controle destas.

A partir de então, tornou-se necessário que as empresas adotassem princípios de forma a mitigar o conflito de interesses existente (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Berk e Demarzo (2006) apresentaram alguns desses princípios, como o monitoramento através dos conselhos de administração, onde acionistas elegem um conselho para monitorar a gerência. Outros princípios apontados foram o sistema de remuneração dos executivos, uma vez que os pagamentos ficam atrelados ao desempenho das companhias, e os sistemas de regulamentação de governança, como o Ato Sarbanes-Oxley, de 2002, que buscou aumentar o monitoramento dos executivos pelos acionistas ao aumentar a precisão das informações divulgadas sobre o desempenho nas empresas norte-americanas.

Apesar de a literatura tratar predominantemente de empresas que expõem a separação entre seus gestores e proprietários de maneira explícita, existe um grupo de companhias que se diferencia por não apresentar essa divisão de maneira tão clara: as firmas de origem familiar, que são de propriedade e/ou são controladas por famílias. Nessas firmas, diferentes membros da família podem participar tanto como acionistas quanto como gestores, e, segundo Schulze et al. (2001), as relações familiares existentes podem tornar os conflitos de agência mais complicados de se resolver, uma vez que as relações entre os familiares proprietários e os gestores membros da família estão apoiadas na emoção, nos sentimentos e ligações informais, o que pode levar a um menor monitoramento sobre os gestores membros da família.

O problema de agência também pode ocorrer de outra maneira nessas firmas. Segundo Valadares (2002), é possível que exista uma concentração de ações, ou seja, de propriedade, nas “mãos” de um único acionista controlador, no caso a família. Assim, o maior conflito de interesses irá ocorrer entre os grandes acionistas e os acionistas minoritários, mas especificamente em países com fraca proteção legal, como no caso do Brasil. Para Rapaport (2009), a concentração de propriedade é um problema de agência, pois os interesses dos acionistas majoritários podem ser diferentes dos minoritários, o que pode levar a um conflito

entre eles. Por conseguinte, a família controladora pode ter benefícios privados ao apoiar decisões que sejam benéficas para si, mas que não aumentam o valor para outros acionistas.

Tratado o assunto dos problemas de agência, outra perspectiva recorrente nos estudos sobre companhias familiares diz respeito ao seu desempenho, geralmente o comparando com o de outras empresas que não são consideradas familiares. Segundo Wagner et al. (2015), o debate sobre as diferenças de *performance* entre os dois tipos de firmas têm sido longo e controverso, já que muitos estudos apresentaram argumentos tanto a favor quanto contra o desempenho superior das empresas familiares. Ademais, os autores acreditam que a questão das firmas familiares diferirem de outras empresas quanto ao desempenho ainda não foi respondida de maneira conclusiva.

Além das questões de agência e de desempenho, as empresas familiares enfrentam uma questão imprescindível à sua sobrevivência: o processo de sucessão, ou seja, o ato de passar para os sucessores o comando dos negócios (FLORIANI; RODRIGUES, 2000). Conforme apresentado em estudo da PWC (2016), que entrevistou mais de dois mil executivos de empresas familiares em 50 países, incluindo o Brasil, apenas 15% das companhias possuíam planos de sucessão bem estruturados e documentados. Especificamente no Brasil, 19% das empresas possuíam esse plano, superando a média global. A pesquisa ainda mostrou que, apesar de existirem algumas firmas familiares com grande longevidade, a vida média dessas companhias é de três gerações e somente 12% vão além disso, sendo que as que passam de quatro gerações são apenas 3% do total.

O processo sucessório, apesar de crucial para as empresas familiares, pode ser fonte de conflitos entre os sucessores (JAYANTILAL; JORGE; PALACIOS, 2016), e também levanta um assunto que tem se tornado muito relevante nos últimos anos: a pouca diversidade de gênero nas companhias, sob o aspecto das dificuldades que as mulheres herdeiras enfrentam na sucessão em empresas familiares. De acordo com Campopiano et al. (2017), o envolvimento das mulheres nos negócios familiares tem sido abordado em pesquisas acadêmicas desde os anos 80; entretanto, a quantidade de estudos aumentou consideravelmente apenas a partir de 2009. Segundo os autores, a partir da análise de uma série de artigos sobre o tema, foi perceptível que as mulheres em firmas familiares continuam a sofrer com limitações impostas por estereótipos, o que pode afetar seus avanços na carreira devido à falta de uma avaliação cuidadosa de seu potencial e de seu desempenho.

A participação feminina não tem sido abordada somente em estudos sobre companhias familiares, mas também em pesquisas sobre companhias no geral. Conforme Margem (2013), a presença de mulheres em conselhos de administração e em cargos de diretoria é bastante

discutida na literatura internacional e, apesar dos resultados serem controversos, a maioria dos estudos sugeriu que essa presença é benéfica para as empresas, pois pode aumentar o valor e o desempenho das companhias. Além disso, a autora afirmou que a diversidade de gênero nos conselhos vem ganhando espaço nas discussões sobre práticas de governança corporativa, uma vez que alguns países adotaram regras para estabelecer a igualdade de oportunidade entre os gêneros.

Desta forma, a maior presença de mulheres nas companhias se torna, também, um instrumento para melhorar a governança corporativa, tal como os apresentados anteriormente. Margem (2013) justificou que a diversidade de gênero nos conselhos de administração é positiva, pois leva a uma diversificação maior dos comportamentos, experiências e qualificações dos indivíduos, o que melhora a governança e transparência das empresas. Apesar de tamanha importância, Martins e Silva (2017), ao estudarem companhias brasileiras no período de 2010 a 2013, descobriram que 63% das empresas analisadas não possuíam mulheres em seu conselho, e, nas empresas que possuíam, a média de participação feminina era de apenas 5,6% da quantidade total de conselheiros. Entretanto, com o estudo de uma amostra mais atual, espera-se identificar uma participação maior de mulheres nas companhias brasileiras.

Ao nível global, Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015) afirmaram que as mulheres ainda ocupam pouquíssimos assentos nas companhias, mesmo que os números apresentem uma tendência de crescimento em praticamente todos os países. Ademais, as autoras salientam que existe uma pressão crescente para que as companhias tenham uma maior participação feminina, principalmente nos conselhos de administração, de forma a reduzir o *gap* entre os gêneros e então analisar o impacto da diversidade sobre a eficiência dos conselhos.

Com a apresentação dos temas que serão discutidos nesta dissertação, sendo eles as empresas familiares e seu desempenho e a diversidade de gênero através da maior participação do gênero feminino e seu efeito nas companhias, chegou-se ao seguinte problema de pesquisa: **Qual a influência da estrutura familiar e da diversidade de gênero no desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira?** Na sequência, são apresentados os objetivos que conduziram o estudo de forma a responder o problema de pesquisa.

1.1 OBJETIVOS

A presente subseção apresenta os objetivos definidos para o desenvolvimento do estudo. Assim, no que diz respeito à divisão, esta subseção é separada em duas partes: 1) Objetivo geral,

que tem por cerne o que a pesquisa pretendeu verificar; e 2) Objetivos específicos, cujo propósito é a indicação de práticas que auxiliaram na realização do objetivo geral.

1.1.2 Objetivo Geral

Assim, destaca-se o objetivo geral ou principal deste estudo, que foi verificar qual a influência da estrutura familiar e da diversidade de gênero no desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

1.1.3 Objetivos Específicos

Buscando atingir o objetivo geral do estudo, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

1. Classificar as companhias listadas na bolsa de valores brasileira quanto a serem ou não familiares;
2. Estudar o impacto causado pelo monitoramento no desempenho de firmas familiares listadas na bolsa de valores brasileira;
3. Verificar o efeito da dualidade sobre o desempenho de firmas familiares listadas na bolsa de valores brasileira;
4. Investigar a participação familiar nos conselhos, no cargo de CEO e na propriedade acionária, e seu impacto sobre o desempenho das empresas familiares listadas na bolsa de valores brasileira;
5. Identificar a influência da participação feminina nos conselhos de administração e na direção sobre o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores brasileira;
6. Verificar a existência de graus de parentesco entre mulheres conselheiras e executivas com outros conselheiros ou executivos nas empresas onde atuam, e analisar se esse parentesco influencia o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores brasileira.

1.2 JUSTIFICATIVA

A importância de estudar e conhecer melhor as empresas familiares está no fato de que, segundo Zborowski (2009), são uma porção significativa entre as firmas existentes, até mesmo entre as firmas maiores e mais consolidadas, apesar das diversas mudanças que ocorreram nas estruturas corporativas nos últimos tempos. Por exemplo, Anderson e Reeb (2003) verificaram

que um terço das maiores corporações dos Estados Unidos listadas na *Standard & Poor's 500* possuíam participação familiar. Já La Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1999), ao pesquisarem sobre empresas em 27 países, encontraram que famílias são responsáveis pelo controle de cerca de 30% das grandes companhias, negociadas em bolsa de valores, e de cerca de 45% das médias empresas. Atualmente, Giraldez-puig e Berenguer (2018) salientaram que as empresas familiares são o tipo mais comum de companhia, e, a nível mundial, representam cerca de dois terços de todas as firmas, além de gerarem de 50% a 80% dos empregos na maioria dos países.

Em relação às empresas familiares brasileiras, Goes, Martins e Machado Filho (2017) identificaram que, em uma amostra de 251 empresas negociadas na bolsa de valores brasileira no ano de 2013, 65% eram firmas pertencentes à famílias. Além disso, essas empresas têm se destacando a nível internacional, sendo que, em 2015, entre as 500 maiores empresas familiares no mundo todo, 15 delas eram brasileiras, segundo pesquisa realizada pelo Centro de Negócios Familiares da Universidade de St. Gallen, na Suíça (ÉPOCA, 2015).

Também é importante destacar que são escassas as pesquisas que abordam o desempenho dessas firmas no Brasil, podendo-se citar os trabalhos de Caixe e Krauter (2013), que utilizaram dados de 2001 a 2010, Degenhart et al. (2016), os quais analisaram dados de 2008 a 2012, e Goes, Martins e Machado Filho (2017). Esta pesquisa se diferencia por estudar as companhias listadas na bolsa de valores brasileira com um período de análise maior, que vai de 2010 a 2017, o que, conseqüentemente, traz dados mais recentes, disponíveis através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ademais, a análise dos dados dar-se-á através do Método dos Momentos Generalizados (GMM-Sys), atribuído a Hansen (1982), mais robusto do que os métodos utilizados nas pesquisas citadas anteriormente, já que diminui o problema de endogenia e possibilita a utilização de variáveis dinâmicas e instrumentais.

Tratada a questão das empresas familiares, é importante justificar a escolha por discorrer sobre diversidade de gênero, questão de extrema relevância em uma sociedade onde muito se fala da desigualdade de oportunidades entre os gêneros. Adams e Ferreira (2009) expuseram que, em 2006, os percentuais de membros do conselho de administração do sexo feminino eram de apenas 8,7% na Austrália, 10,6% no Canadá, 0,4% no Japão e 8% na Europa, sendo que a maioria das firmas tinha apenas uma mulher no conselho. Já nos Estados Unidos, no ano de 2007, as mulheres ocupavam cerca de 14,8% das cadeiras nos conselhos de empresas da *Fortune 500*.

No Brasil, Margem (2013), ao verificar uma amostra de 658 empresas no período de 2002 a 2009, percebeu que 9,13% dos membros do conselho de administração dessas firmas

eram do gênero feminino. O percentual de mulheres em cargos de diretoria foi ainda menor, de apenas 4,93%. Apesar da pequena participação, um maior número de mulheres ocupando cargos estratégicos ligados à gestão ou ao conselho, conforme Vaccari e Beuren (2017), pode aumentar o potencial e o desempenho dessas firmas, assim como a transparência e a igualdade entre os *stakeholders*.

A questão da diversidade de gênero se estende às companhias familiares e, de acordo com Aldamiz-Echevarría, Idígoras e Vicente-Molina (2017), muitas mulheres herdeiras, especificamente filhas, ainda se sentiam inibidas a participar dos negócios da família. Sob outro ângulo, muitos gestores dessas firmas confirmaram que as mulheres não têm as mesmas oportunidades de ingressar em posições importantes, a não ser que não houvesse outra escolha; entretanto, para ocupar outras funções tidas como “corriqueiras”, como o de secretária, era dado espaço às mulheres para participarem da empresa familiar.

A respeito da contribuição deste estudo para o tema diversidade de gênero, trabalhos abordando esta questão e seu impacto no desempenho das companhias também são bastante escassos no Brasil, destacando-se apenas os trabalhos de Margem (2013), a qual analisou dados de 2002 a 2009, e Martins e Silva (2017), os quais analisaram o período de 2010 a 2013, sendo que ambos buscaram estabelecer uma relação entre a participação feminina e o desempenho das empresas brasileiras. Já Vaccari e Beuren (2017), que analisaram dados do ano de 2013, trataram da participação da mulher na governança corporativa de empresas familiares brasileiras, mas sem dar o foco pretendido por este estudo. Assim, este trabalho se diferencia por, além de usar dados mais recentes sobre a diversidade de gênero e um método mais robusto, o Método dos Momentos Generalizados (GMM-Sys), também abordar o grau de parentesco das mulheres atuantes nos conselhos e na alta administração das empresas com seus colegas, de modo a verificar se essa questão afeta o desempenho das firmas.

1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO

A respeito de sua estrutura, esta dissertação foi constituída em seções. A parte inicial, que engloba a introdução, já apresentada, teve como foco o tema a ser estudado, o problema de pesquisa, o objetivo geral, os objetivos específicos e a justificativa para a realização da pesquisa. Na segunda seção, são apresentadas questões referentes às empresas familiares, tal como: a definição de empresa familiar, os problemas enfrentados no processo sucessório, a governança corporativa nessas empresas, tendo como foco a dualidade e o monitoramento, e o desempenho alcançado por firmas com participação familiar.

Na terceira seção, é abordada a diversidade de gênero através da participação das mulheres nos conselhos e na alta administração das empresas, o impacto disso no desempenho, e os percalços enfrentados pelo gênero feminino no processo de sucessão em empresas familiares. Na quarta seção, tem-se a apresentação das hipóteses de pesquisa criadas com base na literatura consultada, as quais abordam as questões de dualidade e monitoramento nas companhias familiares, a influência da participação familiar no desempenho das companhias familiares, o impacto da diversidade de gênero no desempenho e, por fim, o efeito dos graus de parentesco das conselheiras e executivas com seus colegas no desempenho das firmas.

Já na quinta parte, são discutidos os procedimentos metodológicos, como a estratégia de pesquisa utilizada, a coleta dos dados e a constituição da amostra, as variáveis utilizadas e as formas de análise dos dados. Na sexta seção, os resultados alcançados são apresentados e discutidos, tendo-se as estatísticas descritivas, as análises de correlação, as regressões por meio do GMM-Sys, e a repercussão dos resultados sobre as hipóteses de pesquisa. Na sétima e última parte desta dissertação, são apresentadas as considerações finais, onde são retomados os objetivos de pesquisa e seus respectivos desfechos, além das contribuições da pesquisa, suas limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2 EMPRESAS FAMILIARES, GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO

Visando atender os objetivos propostos, o presente capítulo aborda questões pertinentes ao estudo das empresas familiares. Inicialmente, são expostos conceitos de empresa familiar, utilizados por autores para o desenvolvimento de pesquisas sobre o tema. Num segundo momento, traz-se a questão da sucessão, que decide os rumos dessas empresas. Em seguida, são apresentadas as particularidades das firmas familiares quanto aos problemas de agência e à governança corporativa, e questões referentes ao papel do monitoramento e da dualidade nessas empresas. Na quarta seção, são expostos estudos que avaliaram como a participação familiar, seja na gestão e governança ou na propriedade das companhias, afeta o desempenho das companhias familiares.

2.1 CONCEITOS DE EMPRESA FAMILIAR

As empresas familiares, apesar de conhecidas por serem geridas ou terem surgido a partir de uma família, possuem distintas definições. Para Donnelley (1964), por exemplo, a empresa familiar é aquela que está ligada a uma família, a qual exerce influência sobre a gestão da firma, e passa por duas gerações, no mínimo. La Porta, López-de-Silanes e Shleifer (1999), Faccio e Lang (2002) e Cheng, Lin e Wei (2015) definiram firma familiar como uma companhia que possui um proprietário majoritário, o qual é um indivíduo ou membro de uma família que controla os direitos de voto da firma.

De acordo com Anderson e Reeb (2003), empresa familiar é aquela que tem a presença de propriedade familiar ou que possui membros da família no conselho de administração. Já Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) consideraram familiares as firmas em que o fundador ou membro da família possui mais de 50% da propriedade dela. Para Amore et al. (2017), a firma é familiar se a família detém, pelo menos, 50% da propriedade ou 25% quando a companhia é listada, diferenciando-se ao considerar também nessa definição casais de marido e mulher ocupando os cargos de presidente do conselho de administração (*Chairman*) e diretor executivo (CEO). Zhou, He e Wang (2017) consideraram quatro diferentes definições para o estudo das empresas familiares norte-americanas, elencadas a seguir:

1. Empresa do fundador, na qual o fundador ou fundadores detém uma posição como membro do conselho de administração, CEO ou *blockholder* (acionista que possui pelo menos 5% das ações);

2. Empresa do herdeiro, onde o herdeiro ou herdeiros da família fundadora, tanto de sangue quanto através do casamento, ocupam uma posição como membro do conselho, CEO, ou *blockholder*;
3. Empresas de propriedade familiar, na qual um indivíduo ou vários membros da mesma família detém mais de 10% das ações, diretamente ou indiretamente, através de outra firma familiar ou fundo controlado ou de propriedade da família;
4. Empresa do líder/proprietário, onde o CEO ou um membro do conselho é, ao mesmo tempo, um acionista significativo que possui no mínimo 5% das ações.

A escolha da definição de empresa familiar ao realizar um estudo é muito importante, uma vez que Miller et al. (2007) mostraram que os resultados alcançados para essas empresas são muito sensíveis às definições utilizadas. Os autores perceberam uma diferença significativa entre negócios familiares geridos pelo fundador sozinho e por vários membros da família, uma vez que a propriedade de outros membros da família pode gerar conflitos de interesse, pelo fato desses não compartilharem da mesma visão do fundador da empresa. Ainda, membros da família que detém um grande número de ações podem cooperar com o fundador para aumentar seu poder e influenciar nas decisões da empresa, de modo a atingir seus objetivos pessoais.

A seguir, no item 2.2, são apresentadas questões referentes ao processo sucessório nas companhias familiares, um tema de grande importância por ser decisivo para a manutenção e expansão dos negócios de uma família.

2.2 O PROCESSO SUCESSÓRIO

O conflito de interesses é uma das principais questões que afetam a gestão das empresas familiares, as quais têm como um diferencial o desejo do fundador pela continuidade dessa e por passar a diante seu legado, através do processo de sucessão, que se torna outro motivo para conflito. Segundo Kanitz e Kanitz (1978), a relação entre pai e filho dentro da empresa se tornou mais complicada, uma vez que os filhos são bem informados e possuem relações com outras pessoas da sociedade, além de terem dificuldades de encontrar uma identidade própria dentro da empresa, que não seja uma cópia da identidade do pai. Os autores ainda destacaram que, caso a firma seja pequena, é possível que os pais queiram que seus filhos sigam outras profissões, de modo que eles acabam não se inserindo no negócio da família ou deixam de participar dele.

Além da relação entre pai e filho, um dos conflitos que pode surgir no processo de sucessão é a disputa entre irmãos para ocupar o cargo do pai. Jayantilal, Jorge e Palacios (2016)

expuseram essa questão, afirmando que, de todos os conflitos possíveis, os que ocorrem entre membros da família, e, especificamente, entre irmãos, podem dissolver a harmonia da família e colocar em risco a continuidade da empresa. Os autores indicaram que manter um ambiente familiar colaborativo, onde todos os membros cooperam e atuam como uma unidade torna o processo de sucessão mais pacífico e permite que o filho com perfil e características mais adequadas ao cargo seja escolhido como sucessor.

Outra questão que pode afetar a empresa familiar é o nepotismo, e Firfiray et al. (2018) se detiveram no estudo desse problema e seu impacto no desempenho das empresas familiares. Os autores perceberam que essas empresas enfrentam o dilema de balancear as vantagens da prática, como a garantia de manter a família no controle da firma e conseguir perpetuá-la através das gerações, e suas desvantagens, como as possíveis perdas financeiras, uma vez que o membro da família pode não ser sempre bem-sucedido em suas decisões. Além disso, encontraram que, em contextos de grande incerteza e estruturas institucionais fracas, o nepotismo tende a ser uma prática benéfica para a firma.

Diversos estudos buscaram compreender os processos de sucessão nas empresas familiares. Por exemplo, Capelão (2000) verificou as particularidades da sucessão nas Indústrias Filizola, fundada em 1886, sob a perspectiva das relações de poder existentes. Na época da pesquisa, a empresa passava pelo seu quarto processo de sucessão. O autor percebeu que todas as decisões da companhia estavam centradas nos dirigentes familiares, e que essa configuração era mantida através dos processos de sucessão. Como um aspecto negativo, estava o envolvimento excessivo entre a empresa, os interesses da família e o nepotismo, uma vez que o sucessor era escolhido com base nas relações de parentesco da família, e não a partir de critérios baseados na competência e eficiência. Assim, era possível que a escolha do sucessor não fosse a melhor opção para a companhia.

Tendo como ponto de vista empresas familiares brasileiras e italianas, Floriani e Rodrigues (2000) também investigaram as características do processo de sucessão. Os autores concluíram que, mesmo em ambientes diferentes, essas firmas passavam por dificuldades e problemas semelhantes. A maior parte delas não possuía um plano de sucessão familiar, havendo despreparo tanto por parte do empreendedor que seria sucedido, quanto do sucessor escolhido. Além disso, os gestores entrevistados declararam que uma das questões mais complicadas na sucessão era encontrar o sucessor mais adequado dentro da família e treiná-lo corretamente, sendo que esse sucessor poderia ser um profissional ao invés de um herdeiro, buscando profissionalizar a gestão da empresa.

De modo a identificar as características mais presentes e que explicam a longevidade das firmas, sob a perspectiva do processo de sucessão, Petry e Nascimento (2009) estudaram o modelo de gestão de empresas familiares do Rio Grande do Sul. Os resultados mostraram que o porte e a idade das empresas, junto com a participação significativa no ramo mercadológico, eram fatores que influenciavam modelos de gestão mais aperfeiçoados, tanto para a eficácia organizacional quanto para a sucessão. Além disso, a maioria das empresas pesquisadas, independente do porte ou idade, desconhecia o conceito de processo sucessório, no qual sucessor e sucedido são preparados para a troca de poder, sendo que esse ocorria de maneira brusca, a partir dos critérios adotados pelas empresas.

Considerando empresas familiares da França, Alemanha e Reino Unido, Ansari, Goergen e Mira (2014) estudaram os fatores que influenciavam na decisão da sucessão dos CEOs, em empresas onde o atual CEO é um membro da família controladora. Como conclusões, encontraram que empresas com membros independentes no conselho de administração, ou seja, que não são executivos nem possuem laços familiares, tinham uma tendência menor a indicar membros da família como novo CEO, optando por indivíduos sem laços familiares com a família controladora. Luan et al. (2018) encontraram resultados semelhantes para empresas do Taiwan, adicionando que, quando o atual CEO é um membro da família, optava-se por escolher outro membro da família para ocupar o cargo no processo de sucessão.

É possível perceber que diferentes características da gestão da empresa podem estabelecer como se dará o processo sucessório na firma familiar. Ademais, muitas características também podem ocasionar a não participação do gênero feminino na sucessão. Assim, esse assunto será abordado novamente no capítulo 3, considerando especificamente a participação das mulheres no processo sucessório das empresas familiares. Tal divisão é importante, visto que a participação feminina era praticamente inexistente no passado, mas vem aumentando gradativamente ao longo do tempo. Na sequência, o item 2.3 apresenta as questões referentes aos problemas de agência enfrentados em companhias familiares, e as práticas de governança corporativa que podem ser adotadas para reduzi-los.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA: MONITORAMENTO E DUALIDADE

A governança corporativa é um conjunto de práticas que surgiu a partir da Teoria da Agência, onde é discutida a separação entre a propriedade e o controle das firmas (BERLE; MEANS, 1932; JENSEN; MECKLING, 1976). Como os proprietários ou investidores de uma

empresa não são os mesmos indivíduos que a gerenciam, torna-se necessário adotar diversas práticas para garantir que os gestores administrem a empresa de forma a atender os interesses dos proprietários. Entretanto, em firmas familiares, é mais difícil perceber essa separação, principalmente quando elas ainda se encontram em estágios iniciais. Com essa visão, Fama e Jensen (1983) defenderam que empresas familiares não precisavam da governança corporativa em seu princípio.

No entanto, percebeu-se que as firmas familiares têm certos problemas de agência particulares que precisam ser considerados. Em seu estudo clássico, Berle e Means (1932) indicaram que a concentração da propriedade e da gestão, como no caso das firmas familiares, poderia levar à expropriação dos acionistas minoritários. Demsetz (1983) argumentou que a família controladora poderia se aproveitar de sua posição para auferir lucros em benefício privado e não os investir em projetos rentáveis. Já Shleifer e Vishny (1986; 1997) afirmaram que essa concentração de propriedade poderia ser benéfica em países com forte proteção legal, uma vez que os acionistas majoritários teriam incentivos para monitorar os gestores em benefício de todos os acionistas; entretanto, apontaram o problema dos benefícios privados.

As questões de agência também foram expostas por Lubatkin et al. (2005), os quais levaram em conta as fases do ciclo de vida das empresas. Em estágios iniciais, o proprietário, que também é gestor da empresa, poderia enfrentar problemas de agência individuais, já que toma decisões pensando no bem de sua família, ao invés de considerar os interesses da firma. Em estágios mais avançados, onde muitos membros da família estão envolvidos na gestão, eventualmente algum membro poderia colocar seu bem-estar como prioridade e não cooperar com os interesses de seus parentes. Já o problema da expropriação dos acionistas minoritários em empresas de controle familiar, conforme apontado anteriormente por Berle e Means (1932), foi reafirmado por Young et al. (2008). Os autores acrescentaram que essa expropriação pode vir acompanhada de outras práticas prejudiciais a empresa, tais como:

1. Alocar membros da família ou amigos, pouco qualificados, em cargos de grande importância para a empresa;
2. Adquirir insumos a preços acima do valor de mercado, ou vender produtos ou serviços a preços inferiores do que é praticado no mercado, para empresas que pertencem ou são associadas ao acionista controlador;
3. Apoiar estratégias que têm como finalidade o avanço pessoal e familiar, ou pleitear questões políticas, ao invés de se atentar ao desempenho da empresa.

Ademais, Dyer (2018) apontou outros problemas de agência que podem se manifestar nessas companhias. Por exemplo, membros de uma família, devido a seu relacionamento

próximo, poderiam não estar dispostos a monitorar ou responsabilizar seus parentes, ao passo que conflitos entre familiares podem ser prejudiciais à empresa quando os membros da família não compartilham dos mesmos objetivos.

Frente aos problemas de agência que podem ser encontrados nas companhias, torna-se necessário adotar princípios de governança corporativa. Silveira, Barros e Famá (2003) apontaram a importância dos conselhos de administração nesse contexto, sendo que a participação ativa e independente destes é uma das ações indicadas pelos Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Segundo Campbell e Minguez-Vera (2008), os conselhos têm como principal função o monitoramento, já que são os responsáveis por nomear, supervisionar e remunerar os executivos que irão gerenciar os negócios. Para que o monitoramento efetivo seja alcançado, é imprescindível a maior participação possível de membros independentes, ou seja, que não têm ligação com as atividades da empresa ou com a família.

Além disso, Silveira, Barros e Famá (2003) destacam que é crucial que os conselhos de administração tenham uma quantidade pertinente de membros, e que pessoas diferentes exerçam os cargos de *Chairman* e CEO, evitando a dualidade de papéis. Jensen (1993) afirmou que um conselho com muitos membros tem chance menor de funcionar de maneira efetiva, ao passo que tem maior possibilidade de ser controlado pelo CEO. Essa hipótese levaria novamente ao clássico problema de agência, onde os interesses do gestor são postos à frente dos interesses dos proprietários. A respeito da dualidade, é possível citar que o CEO teria a conveniência de julgar sobre suas próprias atitudes, também indicando problemas de agência. Entretanto, Godard (1998) se mostrou favorável à dualidade, afirmando que a acumulação dos cargos de CEO e *Chairman* criaria um bom líder para a empresa, levando a um melhor desempenho.

Ainda sobre o tamanho dos conselhos, Sah e Stiglitz (1991) argumentaram que a tomada de decisão por grupos grandes tem uma grande probabilidade de rejeitar projetos arriscados, uma vez que tais projetos precisam ser considerados adequados por vários membros do grupo antes de serem aceitos, o que pode se enquadrar no caso dos conselhos com muitos membros. Cheng (2008) sugeriu que conselhos grandes podem ter diferentes efeitos na variabilidade da *performance* das firmas, visto que os problemas de comunicação existentes nesses conselhos tornam o processo de decisão mais demorado, mas acabam por moderar a extremidade das decisões. Entretanto, o autor apresentou que conselhos maiores impactaram de maneira negativa no desempenho das companhias estudadas.

Diversos trabalhos estudaram os conselhos de administração e a questão da dualidade nas empresas. Judge, Naoumova e Koutzevol (2003), considerando uma amostra russa, descobriram que a dualidade do CEO e a proporção de conselheiros internos, ou seja, que ocupavam outros cargos nas firmas, tinham uma relação negativa com o desempenho das empresas. Estudando firmas colombianas, Pombo e Gutiérrez (2011) perceberam que, quanto mais conselheiros independentes haviam em uma empresa, maior era a sua *performance*. Duru, Iyengar e Zampelli (2016) verificaram que, para empresas dos Estados Unidos, a dualidade do CEO causava um impacto negativo no desempenho das firmas, o qual era atenuado pela presença de um conselho de administração independente. Já Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018) verificaram que a independência do conselho de administração e a dualidade, ambas, aumentavam o desempenho financeiro de empresas francesas.

Algumas pesquisas investigaram como os conselhos de administração poderiam afetar o desempenho das empresas familiares. Por exemplo, Jaggi, Leung e Gul (2009) investigaram se conselhos de administração independentes exerciam um monitoramento efetivo do gerenciamento de resultados de firmas de Hong Kong, avaliando, também, como a efetividade dos conselhos independentes era afetada pela propriedade familiar ou pela presença de membros da família nos conselhos. Como resultado, os conselhos independentes realmente levaram a um monitoramento efetivo, fazendo com que as empresas apresentassem relatórios financeiros de alta qualidade. No entanto, para firmas familiares, a efetividade do monitoramento por esses conselhos foi reduzida.

Levando em conta empresas familiares europeias, que poderiam ter o fundador ou os descendentes como gestores, García-Ramos e García-Olalla (2011) estudaram a composição dos conselhos de administração e seu impacto no desempenho dessas firmas. Os autores encontraram que, para firmas com a presença do fundador na administração, o tamanho do conselho apresentou um efeito negativo sobre o desempenho, ao passo que a presença de conselheiros independentes obteve um efeito positivo. Já para firmas com descendentes na administração, o tamanho do conselho teve impacto positivo e conselheiros independentes efeito negativo na *performance*, contradizendo o pensamento consolidado da literatura de que conselhos menores e mais independentes levariam a um desempenho melhor. Também foi considerada a dualidade, que aumentava o desempenho quando a empresa era gerenciada por descendentes e não tinha efeito quando o gestor era o fundador.

Considerando empresas familiares espanholas não listadas, Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015) verificaram como certas características dos conselhos de administração afetavam o desempenho dessas firmas. Os resultados mostraram que uma quantidade maior de

peessoas ocupando, ao mesmo tempo, os cargos de executivos e conselheiros, ou seja, atuando como conselheiros “internos”, reduzia o desempenho das empresas, já que não permitia muitos pontos de vista diferentes daqueles dos gestores. Entretanto, apontaram uma relação positiva entre dualidade e desempenho, visto que, nos casos de companhias com grande propriedade acionária familiar, os líderes familiares que atuavam na empresa poderiam apresentar níveis mais altos de comprometimento e serem mais motivados a assumirem papéis de gerenciamento.

Buscando facilitar a visualização dos resultados encontrados nas pesquisas, o Quadro 1 apresenta uma esquematização dos trabalhos que abordaram monitoramento, através do tamanho do conselho e da participação de conselheiros independentes, e dualidade, com seus respectivos impactos sobre o desempenho das empresas.

Quadro 1 - Monitoramento e dualidade: autores e relação com o desempenho

Autores	Monitoramento		Dualidade
	Tamanho do Conselho	Conselheiros Independentes	
Jensen (1993)	-	NA	-
Godard (1998)	NA	NA	+
Silveira, Barros e Famá (2003)	-	+	-
Judge, Naoumova e Koutzevol (2003)	NA	+	-
Cheng (2008)	-	NA	NA
Pombo e Gutiérrez (2011)	NA	+	NA
García-Ramos e García-Olalla (2011)	+/-	+/-	+/=
Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015)	NA	+	+
Duru, Iyengar e Zampelli (2016)	NA	+	-
Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018)	NA	+	+

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: NA=Não se aplica; (-)=Efeito negativo; (+)=Efeito positivo; (=)=Sem efeito.

A partir do Quadro 1, é possível perceber que o tamanho do conselho de administração, como um instrumento de monitoramento, exerceu um impacto negativo no desempenho das companhias em três dos estudos analisados, ao passo que seu efeito se mostrou tanto negativo quanto positivo para um dos estudos analisados. A respeito da participação de conselheiros independentes, a maior parte dos estudos considerados mostrou um impacto positivo desta variável no desempenho das empresas. Já o efeito da dualidade, isto é, a atuação simultânea de um gestor como CEO e *Chairman*, foi negativo em quatro estudos, positivo em três e tanto positivo quanto sem efeito em um estudo. Dessa forma, conclui-se que é possível esperar um comportamento diverso para cada uma das três variáveis.

No item 2.4, a seguir, são expostas pesquisas realizadas em diferentes contextos e que exploraram, especificamente, o fato das empresas serem familiares e o impacto disso em seu desempenho.

2.4 ESTRUTURA FAMILIAR E O DESEMPENHO DAS COMPANHIAS FAMILIARES

Na literatura, ainda não existe um consenso sobre qual a relação entre o fato de uma empresa ter participação familiar e o seu desempenho. Segundo Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015), muitos estudos mostraram que o envolvimento da família na propriedade da empresa cria valor, enquanto outros concluíram que empresas familiares listadas não tinham um desempenho melhor do que outras firmas. Essa dicotomia também é encontrada em estudos sobre o envolvimento da família na gestão e governança das companhias e o desempenho. Assim, torna-se importante apresentar estudos, de forma a fundamentar os diferentes resultados.

Tendo uma visão negativa sobre as firmas familiares, Demsetz (1983) e Shleifer e Vishny (1997) apontaram que essas empresas tendiam a ser menos lucrativas e eficientes, e que os membros da família rotineiramente podiam se utilizar de benefícios privados, o que, de modo geral, depreciava esse tipo de companhia. Entretanto, Fama e Jensen (1983) sugeriram que, em companhias familiares, onde há laços familiares entre gestores e proprietários, os custos de agência podiam ser reduzidos, pois os relacionamentos de longo prazo podem melhorar o monitoramento dos agentes de decisão. Nesse caminho, Anderson e Reeb (2003), em sua relevante pesquisa sobre a relação da propriedade familiar de empresas listadas na *Standard & Poor's 500* e seu desempenho, encontraram que as empresas familiares possuíam desempenho melhor do que as outras, e que um CEO membro da família trazia *performance* melhor do que um indivíduo sem laços familiares. Ainda, os acionistas minoritários não eram afetados pela propriedade familiar, mostrando essa ser uma estrutura organizacional efetiva.

As empresas brasileiras também foram estudadas, sendo que Mendes-da-Silva e Grzybovski (2006) verificaram se existiam diferenças no desempenho, valor e estruturas de governança corporativa entre empresas familiares e não-familiares, considerando dados de 1997 a 2001. Os autores obtiveram que, para indicadores de rentabilidade da firma, rentabilidade do patrimônio, crescimento das vendas e Q de Tobin, as empresas familiares alcançaram resultados inferiores aos das não-familiares. Quanto à governança, as companhias familiares possuíam conselhos de administração menores e menos independentes.

Considerando uma amostra de firmas da *Fortune 500*, no período de 1994 a 2000, Villalonga e Amit (2006) verificaram diversos aspectos da empresa familiar que poderiam

afetar seu desempenho: se o efeito positivo no desempenho requer que um membro da família ocupe o cargo de CEO, se alguém externo à família aliado a um *Chairman* com laços familiares afeta o desempenho, se os descendentes levam a um efeito neutro ou negativo. Os autores concluíram que a propriedade familiar só vai criar valor quando o fundador ocupar o cargo de CEO ou de *Chairman* com um CEO externo. Já quando o CEO é um descendente, o valor da firma é destruído.

Da mesma forma, os autores Miller et al. (2007) investigaram o desempenho de companhias familiares norte-americanas elencadas na *Fortune 500*, se diferenciando por estudarem também outras firmas menores listadas, sob dois aspectos: empresas das quais apenas o fundador participava, sem ter outros membros da família, e empresas que incluíam, de fato, membros da família como proprietários ou gestores. A respeito das companhias da *Fortune 500*, os resultados encontrados mostraram que empresas com parentes na gestão nunca se sobressaíram em seu valor de mercado, mesmo quando estavam apenas na primeira geração, sem ter passado pelo processo sucessório, enquanto firmas que tinham apenas o fundador se saíram melhor no desempenho. Já para as empresas menores, nenhuma das duas classificações exibiu desempenho superior. Quanto à participação do fundador, He (2008) apontou que firmas gerenciadas pelo fundador estão associadas com um melhor desempenho financeiro.

Levando em conta uma amostra de 613 firmas canadenses, King e Santor (2008) estudaram a ligação entre propriedade familiar, desempenho empresarial e estrutura de capital, ressaltando o ambiente regulatório do Canadá, similar ao dos Estados Unidos, mas se diferenciando pela maior concentração de propriedade e uso de mecanismos que aumentam o controle. Descobriram que firmas familiares independentes, com uma classe de ações, tinham uma *performance* de mercado similar à de outras empresas, através do Q de Tobin, ao passo que possuíam um desempenho contábil superior, baseado no retorno sobre os ativos (ROA), e alavancagem financeira maior. Já empresas familiares que utilizavam duas classes de ações tinham um valor cerca de 17% menor do que as outras, apesar de terem um ROA e grau de alavancagem financeira similares. A redução no valor da empresa é explicada pelo fato que, com duas classes de ações, o risco de expropriação de acionistas minoritários se torna maior.

Considerando as empresas listadas no mercado acionário da Bélgica, Hamadi (2010) observou a relação entre a presença de grandes acionistas controladores e o desempenho das firmas, onde tais acionistas podiam ou não ser relacionados a famílias, além de considerar a utilização de acordo de acionistas, onde acionistas se organizam para votarem da mesma maneira. A autora obteve que grandes acionistas tinham um efeito negativo no desempenho, mas ao se tratar de acionistas controladores em empresas familiares, o efeito era positivo. De

outra maneira, quando os grandes acionistas das firmas familiares se organizavam em blocos de votos, o efeito se tornava negativo, ao aumentar a expropriação dos acionistas minoritários.

Sob a perspectiva do sistema de governança corporativo do México, Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) também verificaram diferenças na *performance* e governança entre firmas familiares e não familiares, listadas no mercado acionário mexicano. Os resultados mostraram que a relação entre concentração de propriedade, composição dos conselhos, dívida e desempenho era diferente entre essas empresas. Em empresas familiares, onde a propriedade era concentrada, os acionistas tinham mais incentivos para monitorar a empresa de forma a maximizar os ganhos, o que garantia um melhor desempenho; e, em empresas com propriedade dispersa, era necessário utilizar mecanismos alternativos de governança para monitorar a *performance* das companhias.

A partir de uma amostra de companhias britânicas listadas na bolsa de valores de Londres, Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) verificaram como o envolvimento das famílias afetava o desempenho de tais firmas. Os autores perceberam uma relação não linear entre a propriedade familiar e a *performance*, medida pelo ROA e Q de Tobin, uma vez que o desempenho aumentava até a propriedade familiar chegar a cerca de 31% das ações, a partir de onde começava a reduzir. Além disso, quanto maior o envolvimento da família na gestão, através do cargo de CEO ou no conselho de administração, maior era o desempenho da firma.

Considerando 138 companhias canadenses, Ullah e Zhang (2016) verificaram a influência da participação do fundador como CEO e como conselheiro no desempenho das companhias, medidos através do ROA e do Q de Tobin, comparando os resultados com os de firmas com gestão profissional. Percebeu-se resultados diferentes dos usuais, expondo que firmas com a participação do fundador tinham um desempenho menor e sobreviviam menos tempo do que as gerenciadas profissionalmente. Ademais, a participação do fundador, tanto como CEO quanto como conselheiro, impactou negativamente no desempenho, medido pelo Q de Tobin, ao passo que não influenciou o ROA. O efeito negativo pode ser explicado pela possibilidade de os gerentes-fundadores agirem em benefício da família controladora, dando mais atenção ao fluxo de caixa privado do que à maximização de valor da firma.

Tendo como ponto de vista o período de crise global que ocorreu entre 2008 e 2010, Zhou, He e Wang (2017) compararam o desempenho de firmas familiares e não familiares dos Estados Unidos. Como resultados, encontraram que as empresas familiares superaram o desempenho das não familiares, sendo um dos fatores da melhor *performance* a presença do fundador da empresa. Além disso, empresas familiares investiram menos e tiveram maior acesso ao mercado de crédito, sugerindo que o desempenho superior seja causado, em grande

parte, por essas firmas não terem incentivos para realizar sobreinvestimentos de modo a aumentar os ganhos de curto prazo.

Por fim, Wagner et al. (2015) realizaram um levantamento mostrando o panorama dos resultados encontrados em 380 estudos sobre desempenho de empresas familiares. Os autores perceberam que essas firmas, no geral, apresentaram um desempenho superior significativo, porém fraco, quando comparadas com empresas não familiares. Além disso, o efeito positivo da empresa familiar no desempenho financeiro é mais evidente para firmas públicas, grandes e cuja definição envolve a propriedade familiar. O impacto positivo também é maior quando considerado o ROA como medida de desempenho, já que não é tão influenciado pela estrutura financeira como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

De forma a facilitar a compreensão dos resultados encontrados nas pesquisas que relacionaram a participação familiar e o desempenho das companhias, o Quadro 2 apresenta um resumo da revisão de literatura apresentada, analisando o efeito da presença de uma família ou de membros da família na gestão e governança de uma companhia, onde atuam como administradores e/ou conselheiros; na propriedade, onde atuam como acionistas; e em ambos os casos, onde abordou-se a família tanto na gestão e governança quanto na propriedade.

Quadro 2 - Abordagens do tema participação familiar e sua relação com o desempenho das companhias familiares

Abordagem do tema	Autores	Relação com o desempenho
Membros da família na gestão e governança da empresa	Mendes-da-Silva e Grzybovski (2006)	+/-
	He (2008)	+
	Ullah e Zhang (2016)	-
	Zhou, He e Wang (2017)	+
Membros da família na propriedade da empresa (acionistas)	Demsetz (1983)	-
	Shleifer e Vishny (1997)	-
	King e Santor (2008)	+/=
	Hamadi (2010)	+/-
	Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012)	+
Membros da família tanto na gestão e governança quanto na propriedade	Fama e Jensen (1983)	+
	Anderson e Reeb (2003)	+
	Villalonga e Amit (2006)	+/-
	Miller <i>et al.</i> (2007)	+/-
	Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015)	+/-
	Wagner <i>et al.</i> (2015)	+

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: (-)=Efeito negativo; (+)=Efeito positivo; (=)=Sem efeito.

Observa-se, a partir do Quadro 2, que os resultados encontrados na literatura para a relação entre participação familiar e desempenho são heterogêneos. Para a participação de membros da família na gestão e governança das companhias, dois trabalhos apresentaram um efeito positivo sobre o desempenho, ao passo que um estudo mostrou um efeito tanto positivo quanto negativo e um estudo mostrou efeito negativo. Já para a participação de membros da família como acionistas, dois estudos encontraram efeito negativo sobre o desempenho, outro encontrou efeito positivo, enquanto um trabalho mostrou efeitos mistos, positivos e negativos, e, ainda, um estudo apresentou que essa variável pode impactar de maneira positiva ou até mesmo não exercer qualquer efeito sobre o desempenho. Por fim, considerando a participação familiar tanto na gestão e governança quanto na propriedade, isto é, de maneira mais abrangente, percebe-se que três estudos constataram efeitos positivos. Ademais, três estudos apresentaram efeitos mistos, mostrando que o impacto da participação familiar no desempenho das companhias pode ser tanto positivo quanto negativo.

3 A DIVERSIDADE DE GÊNERO NAS COMPANHIAS

De forma a atender os objetivos do trabalho, neste capítulo são apresentados conceitos importantes ao estudo da diversidade de gênero nas companhias, isto é, a inserção das mulheres em um ambiente predominantemente masculino, como no caso da gestão das grandes organizações. O capítulo está dividido em duas partes. Na primeira delas, é exposta a participação das mulheres nos conselhos e na alta administração das empresas e sua situação de *token*, isto é, seu papel como “símbolo”, além de estudos que relacionam a diversidade de gênero nas empresas com o desempenho. Já na segunda parte, aborda-se a questão da situação do gênero feminino no processo sucessório das companhias familiares, adicionando à discussão o efeito da existência de laços familiares de executivas e conselheiras com seus colegas no desempenho das companhias.

3.1 A DIVERSIDADE DE GÊNERO E O IMPACTO NO DESEMPENHO

A diversidade de gênero nos conselhos de administração e nos grupos de executivos é uma questão que merece atenção, visto o pequeno número de mulheres que ocupam esses papéis nas corporações. Segundo o grupo *Corporate Women Directors International* (CWDI, 2015), no ano de 2015, 47 das 100 maiores empresas da América Latina não tinham sequer uma mulher no conselho de administração, e apenas 6,4% do total de conselheiros dessas empresas eram mulheres. Em comparação com outros continentes, a participação feminina nos conselhos era de 20% em empresas europeias, 19,2% nas empresas norte-americanas e 9,4% nas empresas da Ásia-Pacífico. A respeito do Brasil, a participação feminina era de 6,3% do total de conselheiros, e 40% das conselheiras tinham algum tipo de relação familiar com as empresas onde atuavam.

Uma série de países têm adotado regras obrigatórias de forma a aumentar a presença feminina na alta administração e reduzir a desigualdade entre os gêneros, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2013). Como pioneira, pode-se citar a Noruega que, em 2003, aprovou uma lei determinando que 40% dos assentos dos conselhos de administração ficassem reservados às mulheres, a qual entrou em vigor completamente no ano de 2008. Ainda, o IBGC destacou que outros países, como França, Espanha, Holanda, Bélgica e Itália também vinham adotando práticas visando deixar os conselhos mais igualitários, tanto na participação quanto nos salários.

No Brasil, o primeiro passo na busca por conselhos de administração mais diversificados foi dado em 2010, com o lançamento do projeto de lei do Senado 112/2010 (BRASIL, 2010). A proposta define um percentual mínimo de 40% de ocupação pelo gênero feminino nas vagas dos Conselhos de empresas públicas, sociedades de economia mista, e outras companhias onde a União seja detentora, direta ou indiretamente, da maioria do capital social com direito a voto. Essa ocupação se daria de forma gradual, aumentando ano a ano, até que o mínimo de 40% fosse atingido. Apesar da importância da proposta, ela foi aprovada pela Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania apenas no ano de 2017, e ainda deve seguir para aprovação pela Câmara dos Deputados (BRASIL, 2010).

A pouca participação feminina nas companhias foi apontada já por Kanter (1977), que tratou a raridade de mulheres na alta administração, chamando-as de *tokens* (símbolos), ou seja, um indivíduo que é o único representante de um grupo demográfico em particular, tal como o gênero e raça. Ademais, a autora sugeriu que existia uma tendência de distorcer a imagem das executivas mulheres consideradas “símbolos”, dando ênfase maior às suas características femininas do que às características de liderança. Madalozzo (2011) abordou a promoção de mulheres a cargos mais elevados, citando o efeito *glass ceiling* (teto de vidro), que cria barreiras invisíveis de modo a dificultar a ascensão feminina nas companhias e classifica o gênero como inferior, mas que pode ser evitado com a adoção de leis como as citadas anteriormente.

Apesar de ainda escassa diversidade de gênero e do possível pré-conceito em relação às mulheres, pesquisas apontaram benefícios que a diversidade traz às companhias. Por exemplo, Carter et al. (2010) afirmaram que a diversidade de gênero aumenta a diversidade de opiniões nos conselhos, permite que as mulheres tragam novos aportes estratégicos, influencia a tomada de decisões e os estilos de liderança e melhora o comportamento dos conselhos como um todo. Dezso e Ross (2012) apontaram que a participação feminina e suas características comportamentais são positivas para as organizações e para os conselhos, melhorando a comunicação, trazendo maior empatia, buscando o consenso e decisões mais democráticas.

Já Haro-de-Rosario et al. (2017), ao estudarem empresas latino-americanas, descobriram que mulheres no conselho de administração exercem influência sobre os princípios corporativos, promovendo eficiência, responsabilidade e incentivando a maior diversidade de gênero. Além disso, outros autores trouxeram que o gênero feminino nas companhias leva à tomada de atitudes menos arriscadas, uma vez que as mulheres tendem a ser mais avessas ao risco, ao passo que homens são mais propensos ao risco (GULAMHUSSEN; SANTA, 2015; FACCIO; MARCHICA; MURA; 2016).

Muitas pesquisas têm abordado a influência da presença das mulheres nos conselhos de administração e em posições da alta administração no desempenho das corporações, entretanto, ainda não foi alcançado um consenso sobre a questão. Como exemplo de influência positiva, tem-se Dezso e Ross (2008), que estudaram essa relação considerando empresas norte-americanas com uma CEO mulher e empresas com mulheres na equipe de direção superior (*Top Management Team – TMT*), abaixo do nível de CEO. Na amostra, composta por corporações listadas na *Standard & Poor's 1500* no ano de 2006, apenas 2,5% eram lideradas por CEOs do sexo feminino, mas 29,2% relataram ter pelo menos uma executiva sênior abaixo do nível do CEO.

Os autores Dezso e Ross (2008) encontraram que a participação feminina na equipe de direção superior está fortemente associada a um melhor desempenho, medido pelo Q de Tobin, retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Já o efeito de uma CEO do sexo feminino foi misto, sendo não significativo para Q de Tobin e ROA, e negativo e significativo para o ROE e o crescimento de vendas. Campbell e Mínguez-Vera (2008) também perceberam uma relação positiva entre o desempenho da firma, pelo Q de Tobin, e a diversidade de gênero em firmas espanholas. Khan e Vieito (2013) encontraram um resultado semelhante, onde empresas lideradas por mulheres tinham maior ROA e menor risco, o qual foi medido pela volatilidade do preço das ações.

Em um cenário diferente, Liu, Wei e Xie (2014) examinaram o efeito da diversidade de gênero dos conselhos na *performance* de firmas chinesas, cuja governança corporativa é significativamente mais fraca do que em empresas norte-americanas. Considerando o período de 1999 a 2011, os autores verificaram a existência de uma relação positiva e significativa entre a diversidade de gênero e o desempenho das empresas. Além disso, os conselhos com três ou mais conselheiras apresentaram um impacto mais forte no desempenho do que aqueles com duas ou menos, o que pode ter ocorrido uma vez que a presença de um número maior de mulheres faz com que elas sejam mais ouvidas e valorizadas no processo decisório e deixem de ser vistas como meros “símbolos” (KRISTIE, 2011).

Esta relação positiva também foi encontrada na pesquisa de Gulamhussen e Santa (2015), que estudou o impacto da quantidade de mulheres que faziam parte do conselho de administração no desempenho de 25 instituições bancárias em 24 países diferentes. Perryman, Fernando e Tripathy (2016), verificaram o impacto da diversidade de gênero na equipe de direção superior (TMT) sobre a *performance*, adicionando a questão do risco e da compensação de firmas norte-americanas. Os resultados mostraram que uma maior diversidade aumentava a *performance*, representada pelo Q de Tobin, e reduzia o risco da firma, calculado pela diferença

nos retornos diários das ações. Quanto à compensação, gestoras recebiam remuneração menor, mas essa desigualdade diminuía quando o grupo tinha maior diversidade de gênero.

Levando em conta empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2010 a 2013, Martins e Silva (2017), similarmente, encontraram uma relação positiva entre diversidade e desempenho. Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), ao estudarem diversas características dos conselhos de administração no desempenho de empresas francesas no período de 2011 a 2013, verificaram que a diversidade de gênero nos conselhos de administração levava a um aumento no ROA e ROE dessas firmas. Já Bennouri et al. (2018), que também estudaram empresas francesas, mas no período de 2001 a 2010, concluíram que a presença de conselheiras aumentava significativamente o desempenho medido pelo ROA e ROE, ao passo que reduzia significativamente o desempenho de mercado.

Considerando dados de empresas norte-americanas no período de 2007 a 2014, Conyon e He (2017) perceberam que a presença de mulheres nos conselhos causava um efeito positivo na *performance* tanto financeira quanto contábil das organizações. Entretanto, os autores descobriram que o impacto da diversidade era diferente dependendo do tipo de empresa considerada, sendo maior para empresas de alto desempenho, e menor para firmas de baixo desempenho, justificando que empresas de baixo desempenho não conseguiam incorporar os valores mostrados pelas conselheiras, não explorando efetivamente o capital humano do conselho de administração.

Adicionalmente, o estudo de Moreno-Gómez e Calleja-Blanco (2018), o qual considerou 54 empresas listadas na bolsa de valores colombiana durante o período de 2008 a 2015, também mostrou que a participação feminina em posições de governança corporativa estava positivamente relacionado com o desempenho das companhias. Adicionalmente, os autores relataram diferenças entre companhias familiares e não-familiares, e mostraram que os conselhos de companhias não familiares eram bem mais diversificados do que de familiares, além de terem uma maior participação de CEOs do sexo feminino.

Torna-se necessário abordar pesquisas que encontraram resultados diferentes dos apresentados previamente. Adams e Ferreira (2009) verificaram o impacto da presença de mulheres conselheiras na governança e na *performance* de firmas norte-americanas, e, como resultados, encontraram que conselheiras tinham maior tendência a participar de comitês de monitoramento, sugerindo que os conselhos com diversidade de gênero atribuíam mais esforços ao monitoramento. De maneira geral, a diversidade teve um impacto positivo no desempenho de empresas com governança fraca, medida pelas habilidades para resistir a aquisições. Em empresas com governança sólida, no entanto, uma diversidade de gênero maior nos conselhos

tendia a diminuir o valor para os acionistas, ou seja, reduzir o desempenho, já que poderia levar a um monitoramento excessivo na firma.

Considerando empresas espanholas listadas na Bolsa de Valores de Madrid, no período de 2004 a 2006, Gallego-Álvarez, García-Sánchez e Rodríguez-Dominguez (2010) analisaram a influência da presença de mulheres acionistas, executivas e conselheiras no desempenho contábil, técnico e de mercado de tais companhias. Nos resultados, os autores encontraram que empresas com níveis maiores de diversidade de gênero não superavam o desempenho de firmas com menores níveis de diversidade, e que, no geral, a maior presença de mulheres não parecia influenciar o desempenho das empresas. Entretanto, destacaram que o número de mulheres atuando nas companhias espanholas ainda era pequeno, mas tendia a aumentar ao passo que as empresas se adaptavam à legislação vigente, o que poderia mudar os resultados para pesquisas futuras.

Sob outra perspectiva, Kolev (2012) buscou comparar a performance de companhias lideradas por CEOs do sexo masculino e do sexo feminino. Como argumento para sua pesquisa, o autor trouxe que as executivas possuíam um desempenho melhor que os executivos em vários aspectos, mas usualmente empresas lideradas por elas alcançavam um desempenho menor. Foi justamente esse o resultado encontrado, justificando-se pelo fato de que empresas com CEOs mulheres tendiam a ser percebidas como menos arriscadas pelos investidores, devido ao perfil avesso ao risco feminino, e, portanto, podiam exigir retornos menores para persuadir os investidores a manter capital investido nesse tipo de firma. Esse comportamento feminino de aversão ao risco é bastante abordado na literatura, como nos trabalhos de Gulamhussen e Santa (2015), Baixauli-Soler, Belda-Ruiz e Sanchez-Marin (2015), Faccio, Marchica e Mura (2016) e Perryman, Fernando e Tripathy (2016).

Por fim, Chauhan e Dey (2017), ao analisarem empresas indianas listadas nas bolsas de valores do país no período de 2002 a 2014, concluíram que a participação de conselheiras do sexo feminino não importava para as companhias. Os autores explicaram que as conselheiras eram pouco indicadas para comitês de monitoramento, ao contrário de seus pares masculinos, e salientaram o status de *token* associado às mulheres conselheiras, afirmando que as empresas indianas, por serem predominantemente familiares e com propriedade concentrada, acabavam não valorizando o trabalho dessas mulheres. De forma facilitar a compreensão dos resultados encontrados pelos autores no tema diversidade de gênero e sua relação com o desempenho, o Quadro 3 apresenta um resumo da revisão de literatura apresentada.

Quadro 3 - Abordagem do tema diversidade de gênero e sua relação com o desempenho

Abordagem	Autores	Relação com o Desempenho
Mulheres no Conselho de Administração	Adams e Ferreira (2009)	+/-
	Campbell e Mínguez-Vera (2008)	+
	Gulamhussen e Santa (2015)	+
	Martins e Silva (2017)	+
	Ahmadi, Nakaa e Bourri (2018)	+
	Chauhan e Dey (2017)	=
Mulheres em cargos de alta gestão (TMT/CEO)	Dezso e Ross (2008)	+/-
	Kolev (2012)	-
	Khan e Vieito (2013)	+
	Perryman, Fernando e Tripathy (2016)	+
No conselho e na alta gestão	Gallego-Álvarez, García-Sánchez e Rodríguez-Dominguez (2010)	=
	Liu, Wei e Xie (2014)	+
	Conyon e He (2017)	+
	Bennouri <i>et al.</i> (2018)	+/-
	Moreno-Gómez; Calleja-Blanco (2018)	+

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: (-)=Efeito negativo; (+)=Efeito positivo; (=)=Sem efeito.

Conforme observado no Quadro 3, a relação existente entre a diversidade de gênero e o desempenho das companhias tende para o lado positivo, porém alguns estudos chegaram a resultados diferentes. Quando a abordagem utilizada considerava as mulheres no conselho de administração, a maior parte das pesquisas encontrou um impacto positivo, sendo quatro dos trabalhos; apenas um trabalho encontrou resultado misto, tanto positivo quanto negativo, e outra pesquisa chegou a um efeito neutro. Quanto à participação de mulheres em cargos de alta gestão, dois trabalhos encontraram um efeito positivo sobre o desempenho, uma pesquisa encontrou efeito negativo, ao passo que outro trabalho encontrou resultados mistos. Por fim, nos estudos que consideraram a participação feminina tanto no conselho como na alta gestão, a relação positiva com o desempenho foi encontrada em três pesquisas, enquanto uma pesquisa apresentou relação tanto positiva quanto negativa, e um estudo mostrou que essa relação era sem efeito.

No item 3.2, a seguir, a questão da participação feminina nas companhias é apresentada sob o olhar das empresas familiares e os impasses que as mulheres enfrentam no processo de sucessão, quando herdeiras dos negócios. Alternativamente ao que se é usualmente estudado, discute-se também o efeito que o grau de parentesco pode ter sobre o impacto da diversidade de gênero no desempenho das empresas.

3.2 A MULHER NO PROCESSO SUCESSÓRIO E O EFEITO DO GRAU DE PARENTESCO NO DESEMPENHO

A pequena participação feminina em cargos de direção também é vista nas empresas familiares, principalmente quanto à questão da sucessão, e diversos trabalhos já abordaram esse tema. Piscitelli (1999), em sua tese, verificou o processo sucessório de quatro grandes grupos empresariais familiares: Matarazzo, Lundgren, Sadia e Pão de Açúcar, escolhidos justamente por apresentarem conflitos ligados à atuação nas empresas ao longo de suas trajetórias. Tendo como base relatos dos membros da família em jornais e revistas, além de publicações bibliográficas, a autora percebeu que o grupo Matarazzo incorporava exclusivamente mulheres no processo de sucessão, enquanto os grupos Lundgren e Sadia as excluía completamente do processo. Já o grupo Pão de Açúcar incluía os herdeiros e herdeiras de forma moderna e igualitária na gestão dos negócios.

Estudando o processo de sucessão das Indústrias Filizola, como apresentado anteriormente, Capelão (2000) se deteve também a uma das principais características dessa empresa: a prática de afastamento das mulheres da família da gestão dos negócios, o que automaticamente as excluía do processo sucessório. Isso ocorria desde 1886, na fundação da companhia, e se estendia até a quarta geração de gestores, quando a pesquisa foi realizada. De início, não havia a participação feminina pois todos os possíveis sucessores eram homens. Ao passar do tempo e com o aumento da quantidade de mulheres na família, segundo entrevistas que o autor realizou com diretores da empresa, o afastamento das mulheres chegou a ser atribuído à própria falta de interesse das mesmas, que foram educadas com a mentalidade de não terem espaço nos negócios.

Também de forma a conhecer o processo sucessório, mas enfocando a exclusão da mulher desse processo, Macêdo et al. (2004) entrevistou membros de cinco empresas familiares do estado de Goiás. Constatou que, em consequência de traços culturais, tanto do país quanto das empresas, a exclusão das mulheres do processo sucessório podia ser explicada com as firmas descartando a possibilidade de promovê-las a cargos de cúpula desde o início, ou considerando-as no início, mas desconsiderando-as em etapas seguintes. Poucas diretoras e gerentes do gênero feminino foram encontradas e, as que alcançaram esses cargos, enfrentaram uma resistência muito grande, mesmo sendo filhas ou parentes próximas dos diretores. Ademais, apareciam ligadas a funções tidas como “femininas”, como o de secretária e diretora de alimentos e bebidas.

De forma diferente, apontando para uma maior participação feminina, Machado, Wetzel e Rodrigues (2008) verificaram como ocorria a preparação de mulheres para a tomada de poder na sucessão em sete empresas familiares do Rio de Janeiro. Os resultados mostraram que não existia um planejamento formal de sucessão para as herdeiras com antecedência, o que lhes deixavam inseguras quanto às responsabilidades e à própria identidade profissional que iriam assumir. Elas sentiam angústia pela ausência de um perfil empreendedor, com medo de não atenderem as expectativas ou se igualem à diretoria anterior. Além disso, estava presente o excesso de proteção pelo pai, que, sob o pretexto da proteção, determinavam que certos horários de trabalho, locais ou atividades não eram permitidos às filhas. Como um benefício, verificaram a possibilidade de manter uma vida saudável, equilibrando o lado pessoal e profissional, visto a flexibilização das horas de trabalho.

Ao redor do mundo, destaca-se o trabalho de Constantinidis e Nelson (2009), que verificaram a posição das filhas no processo sucessório de empresas familiares da Bélgica e dos Estados Unidos. Muitas herdeiras argumentaram que enfrentavam dificuldades para participar de companhias predominantemente comandadas por homens, e, conseqüentemente, menos abertas à participação feminina. Assim, 87% das entrevistadas desejavam abrir seu próprio negócio para não ficarem ligadas aos negócios da família. Ahrens, Landmann e Woywode (2015) estudaram a sucessão em empresas familiares alemãs, e descobriram que apenas 23% dos sucessores eram do sexo feminino, sendo que elas apresentavam melhores atributos para a ocupação do cargo do que os do sexo masculino, mostrando que ainda as preferências de gênero eram mais significativas para a escolha do novo CEO.

Em um estudo mais atual, Aldamiz-Echevarría, Idígoras e Vicente-Molina (2017) verificaram a relação entre sucessão e gênero em empresas da Espanha, chegando ao resultado que o gênero não era considerado um obstáculo no processo sucessório, uma vez que se tinha preferência pela escolha do filho primogênito; porém, a maioria dos sucessores permaneceu sendo do sexo masculino. Tem-se que muitas mulheres decidiam não participar dos negócios da família, cujos motivos não foram especificados; entretanto, as que optavam por participar eram valorizadas por agregarem valor à empresa, devido a características como capacidade gerencial, sendo boas negociadoras, contribuindo com ideias inovadoras, tendo uma visão global da empresa, além de características pessoais, como paciência, prudência e responsabilidade.

Visto o grande número de estudos que acompanhou as mulheres no processo de sucessão, torna-se necessário verificar o impacto da existência de laços familiares das mulheres com as companhias sobre o desempenho, diferentemente do exposto na seção 3.1, que abordou

a questão de maneira mais geral. Conforme apresentado no presente capítulo, as mulheres passam por diversos obstáculos no processo de sucessão, sendo, muitas vezes, excluídas do mesmo, como mostrado por Piscitelli (1999), Capelão (2000) e Macêdo et al. (2004). Inclusive, diz-se que é possível que elas próprias não tenham interesse em assumir cargos importantes ou ingressar nos negócios da família (CAPELÃO, 2000; CONSTANTINIDIS; NELSON, 2009; ALDAMIZ-ECHEVARRÍA; IDÍGORAS; VICENTE-MOLINA, 2017).

Com o passar do tempo, as mulheres começaram a ter mais espaço e conseguiram ingressar nas empresas de suas famílias, tal como apresentado em Machado, Wetzell e Rodrigues (2008) e Ahrens, Landmann e Woywode (2015). Entretanto, foram encontradas poucas pesquisas que tratassem da existência de laços familiares dessas mulheres com as companhias onde atuam, uma vez que a maioria dos trabalhos tratam do desempenho da empresa familiar separado da questão da diversidade de gênero. Sabe-se que, nas companhias em geral, o gênero feminino não é representado apenas pelas herdeiras, mas também por mulheres que são contratadas ou indicadas a cargos por suas habilidades e experiências (KIRSCH, 2016).

Nesse ponto, Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015) verificaram o efeito causado por conselheiras que apresentavam laços familiares com as companhias sobre a governança corporativa de empresas familiares italianas. As autoras perceberam que a característica dos laços familiares era recorrente em companhias pequenas, com propriedade acionária concentrada e que tinham conselhos maiores. Ademais, verificaram que muitas das conselheiras atuantes nas companhias foram indicadas devido aos laços familiares, apenas de forma a aumentar a participação familiar e também feminina nos conselhos, preenchendo cotas exigidas pelo governo sem considerar os níveis educacionais, de comprometimento e de experiência das candidatas, o que levou a resultados piores nos níveis de governança.

Considerando executivas que apresentaram laços familiares com as firmas e o desempenho de companhias espanholas, Giraldez-puig e Berenguer (2018) mostraram que essas executivas impactavam de maneira positiva no desempenho das empresas. Assim, as autoras argumentaram que mulheres executivas que fossem membros da família fundadora se mostravam mais comprometidas e dedicadas à empresa. A partir deste ponto de vista, percebe-se a possibilidade da existência de um efeito da participação de mulheres com laços familiares, tanto com colegas quanto com as companhias, sobre o desempenho das firmas. A questão que surge é que as herdeiras dos negócios da família podem ter uma criação e características diferentes daquelas que não provém de famílias empreendedoras, o que pode afetar o impacto causado pela diversidade de gênero nos resultados da companhia.

4 HIPÓTESES DE PESQUISA

O presente capítulo tem por objetivo apresentar as hipóteses de pesquisa, construídas com base no referencial teórico apresentado nos capítulos 2 e 3 desta dissertação. As hipóteses foram desenvolvidas de modo a atender o problema de pesquisa e o objetivo do trabalho. Este capítulo está dividido em quatro partes. Na parte inicial, são apresentadas as hipóteses referentes ao impacto do monitoramento e da dualidade no desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira. Na segunda parte, tem-se as hipóteses ligadas ao impacto da participação familiar no desempenho das companhias familiares listadas. Na terceira parte, discute-se as hipóteses relacionadas ao impacto da diversidade de gênero no desempenho das companhias, e, na quarta parte, tem-se as hipóteses referentes aos laços familiares de conselheiras e executivas com seus colegas e a relação com o desempenho das empresas.

4.1 MONITORAMENTO E DUALIDADE

Quando se fala em problemas de agência e princípios de governança corporativa, logo se remete aos conceitos de monitoramento e dualidade, os quais podem afetar o desempenho das companhias. Por exemplo, Jensen (1993) defendeu que conselhos de administração maiores e o mesmo indivíduo ocupando os cargos de CEO e *Chairman* poderiam afetar de maneira negativa o desempenho das companhias, ao passo que Godard (1998) mostrou uma relação positiva para dualidade. Pombo e Gutiérrez (2011) argumentaram que a participação de membros independentes no conselho, isto é, que não possuem vínculos diretos com a empresa, podia aumentar o desempenho das companhias, o que foi reafirmado por Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), os quais adicionaram que a dualidade também pode ter um efeito positivo no desempenho.

Especificamente, ao se considerar o efeito dessas variáveis em empresas familiares, podem ser esperados resultados diferentes, visto que os problemas de agência enfrentados pelas companhias familiares não são os mesmos das outras companhias. Jaggi, Leung e Gul (2009), por exemplo, mostraram que o monitoramento por conselheiros independentes não era tão efetivo em empresas familiares como era em empresas não familiares. Já García-Ramos e García-Olalla (2011) constataram que o tamanho do conselho exercia um efeito negativo no desempenho e a participação de membros independentes um impacto positivo quando o fundador era atuante na administração da empresa, resultados que eram inversos ao se

considerar a participação de herdeiros na gestão, os quais adicionavam também um efeito positivo da dualidade no desempenho.

Por fim, Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015) defenderam que conselheiros independentes eram mais efetivos em companhias familiares quando havia dualidade e quando um grande número de membros da família fazia parte do conselho de administração. Toda a diversidade de resultados encontrados nos estudos apresentados, retomando a revisão de literatura apresentada integralmente no subcapítulo 2.3 desta dissertação, levou à construção das hipóteses iniciais desta pesquisa. Como o tema de monitoramento e dualidade já foi bastante abordado para empresas em geral, volta-se a atenção para as companhias familiares. Assim, tem-se as duas primeiras hipóteses de pesquisa, H1 e H2, que abordam o monitoramento, seguidas de suas alternativas, H1A e H2A, e a terceira hipótese, H3, que aborda dualidade, com sua alternativa, H3A.

H1: Quanto mais conselheiros independentes, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H1A: Quanto mais conselheiros independentes, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H2: Quanto mais membros no conselho de administração, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H2A: Quanto mais membros no conselho de administração, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H3: A dualidade leva a um menor desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H3A: A dualidade leva a um maior desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

4.2 PARTICIPAÇÃO FAMILIAR

A participação familiar em companhias, seja na propriedade ou em cargos de gestão, e seu impacto no desempenho tem sido bastante explorada ao redor do mundo, sendo possível encontrar pesquisas com companhias norte-americanas, italianas, canadenses, britânicas, brasileiras e de vários outros países. Além de diferentes nacionalidades, diferentes resultados foram constatados quando considerada essa relação. Pode-se citar Anderson e Reeb (2003), os quais mostraram que a propriedade familiar e um CEO membro da família levavam a melhores

resultados no desempenho. Miller et al. (2007) afirmaram que a participação apenas do fundador da empresa na gestão levava a um desempenho melhor, sendo que empresas com diversos membros da família na gestão não apresentaram esse resultado.

Já Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) constataram que empresas familiares tinham um melhor desempenho, devido à concentração de propriedade que leva a um maior monitoramento por parte dos acionistas. Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) também encontraram uma relação positiva para a participação familiar na propriedade e o desempenho, entretanto, até o limite de 31% das ações, ponto onde o efeito começa a reduzir. Já Ullah e Zhang (2016) apontaram um efeito negativo da presença do fundador sobre o desempenho, ao passo que Zhou, He e Wang (2017) reafirmaram o melhor desempenho das companhias com participação familiar, salientando a participação do fundador como um dos fatores responsáveis por esse resultado.

Verifica-se que os estudos trazem diferentes abordagens para o tema empresa familiar, sendo essas a participação familiar na propriedade e a participação de membros da família, seja o fundador ou outros membros/herdeiros, no conselho de administração ou como *Chairman* ou como CEO. Conforme apresentado neste item e no subcapítulo 2.4 desta dissertação, os resultados são heterogêneos, tendo-se resultados positivos, negativos e alguns resultados tanto positivos quanto negativos, dependendo da abordagem considerada. Com base nisso, foram desenvolvidas a quarta hipótese, H4, que trata dos membros da família na gestão, ou seja, no cargo de CEO, com sua hipótese alternativa, H4A; a quinta hipótese, H5, que aborda os membros da família na governança, com sua alternativa, H5A, e a sexta hipótese, H6, que considera a estrutura de propriedade familiar, e sua alternativa, H6A.

H4: Quanto maior a quantidade de membros de uma família na gestão, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H4A: Quanto maior a quantidade de membros de uma família na gestão, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H5: Quanto maior a quantidade de membros de uma família na governança, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H5A: Quanto maior a quantidade de membros de uma família na governança, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H6: Quanto maior a estrutura de propriedade pertencente a membros de uma família, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

H6A: Quanto maior a estrutura de propriedade pertencente a membros de uma família, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.

4.3 DIVERSIDADE DE GÊNERO

O estudo da diversidade de gênero nas companhias vem ganhando notoriedade no mundo acadêmico, pois a quantidade de mulheres atuando nas empresas permanece pequena, ações têm sido tomadas por governos para aumentar essa participação e a maior diversidade pode trazer contribuições para o desempenho das empresas. Neste ponto, Dezso e Ross (2008) mostraram que a participação feminina como executivas impactava de maneira positiva no desempenho das companhias, entretanto, uma CEO poderia afetar de maneira negativa o desempenho. Já Adams e Ferreira (2009) perceberam que a diversidade de gênero nos conselhos exercia um efeito diferente no desempenho dependendo da empresa: companhias com governança fraca eram afetadas positivamente, ao passo que firmas com governança forte eram afetadas negativamente.

Ainda, Liu, Wei e Xie (2014) consideraram a atuação de mulheres no conselho de administração e encontraram uma associação positiva com o desempenho, a qual se torna mais forte quando se tem no mínimo três conselheiras. Bennouri et al. (2018) reafirmaram o efeito positivo de mulheres no conselho sobre o desempenho, mas salientaram que esse efeito é positivo apenas para o desempenho financeiro, sendo negativo para o desempenho de mercado, ao passo que Gallego-Álvarez, García-Sánchez e Rodríguez-Dominguez (2010) e Chauhan e Dey (2017) não encontraram uma relação significativa entre a diversidade de gênero e o desempenho das companhias avaliadas.

Como é possível observar, tanto neste item quanto no subcapítulo 3.1 desta dissertação, existe um impasse na literatura a respeito da diversidade de gênero e sua relação com o desempenho das firmas, sendo mais expressiva a quantidade de trabalhos apontando uma relação positiva. Grande parte dos trabalhos avaliou a participação das mulheres nos conselhos de administração e em cargos de alta gestão, como executivas ou CEOs. Com base nessas informações, foram elaboradas a sétima hipótese de pesquisa, H7, que trata das mulheres nos conselhos de administração, e sua hipótese alternativa, H7A, e a oitava hipótese, H8, que aborda as mulheres executivas, com sua alternativa, H8A.

H7: Quanto maior a presença de mulheres nos conselhos de administração, maior o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

H7A: Quanto maior a presença de mulheres nos conselhos de administração, menor o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

H8: Quanto maior a presença de mulheres executivas, maior o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

H8A: Quanto maior a presença de mulheres executivas, menor o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

4.4 GRAUS DE PARENTESCO DAS MULHERES COM SEUS COLEGAS

A participação feminina em ocupações importantes dentro das empresas vem sendo bastante estudada, porém, não se tem dado tanta atenção ao fato de que boa parte dessas poucas mulheres possuem algum laço familiar com as companhias onde atuam. De acordo com a CWDI (2015), 40% das mulheres atuantes nos conselhos de administração no Brasil se enquadravam nessa situação. Ademais, é possível salientar que mulheres, mesmo sendo possíveis herdeiras dos negócios da família, ainda enfrentam dificuldades para assumir o comando ou participar da gestão dessas empresas. Autores como Macêdo et al. (2004), Constantinidis e Nelson (2009) e Ahrens, Landmann e Woywode (2015) demonstraram que a preferência de escolha do sucessor para assumir os negócios ainda era voltada para os herdeiros do sexo masculino, deixando pouco ou nenhum espaço para a atuação das mulheres.

Foram encontradas, na revisão de literatura, esparsas pesquisas que tratassem sobre os laços familiares das mulheres atuantes em conselhos e em cargos executivos. Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015) abordaram a participação de conselheiras com laços familiares e seu efeito negativo na governança, mas sem abordar diretamente o efeito no desempenho. Já Giraldez-puig e Berenguer (2018) indicaram um efeito positivo de executivas com laços familiares no desempenho das companhias. Apesar de muitos trabalhos já estudarem o impacto da maior participação feminina, pode-se esperar resultados diferentes quando a conselheira ou executiva tem ou não graus de parentesco que a ligam à companhia ou aos seus colegas, uma vez que existe a possibilidade dessas mulheres terem recebido orientação ou educação diferentes, já que algumas podem ter “convivido” com o meio empresarial desde cedo, ao passo que outras só passaram a ter esse contato de forma profissional, quando adultas.

Considerando essa possibilidade, foram construídas a nona hipótese de pesquisa, H9, que trata do grau de parentesco das conselheiras, e sua hipótese alternativa, H9A, e a décima hipótese de pesquisa, H10, que aborda o grau de parentesco das executivas, com sua alternativa, H10A. As hipóteses consideram o grau de parentesco das mulheres com seus colegas de

conselho e com outros executivos, respectivamente. Essa definição se deu pelo fato de facilitar a identificação da existência de laços familiares, que pode ser verificada através dos sobrenomes dos indivíduos e pelos históricos das companhias, que em alguns casos divulgam os nomes completos dos fundadores e herdeiros.

H9: A existência de graus de parentesco entre mulheres conselheiras e outros membros do conselho leva a um maior desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

H9A: A existência de graus de parentesco entre mulheres conselheiras e outros membros do conselho leva a um menor desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

H10: A existência de graus de parentesco entre mulheres executivas e outros executivos leva a um maior desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

H10A: A existência de graus de parentesco entre mulheres executivas e outros executivos leva a um menor desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.

5 METODOLOGIA

No presente capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos que foram adotados na pesquisa, de forma a atingir os objetivos propostos inicialmente. Desta forma, discute-se a estratégia e o método da pesquisa, a amostra investigada, o processo de coleta de dados e a definição de todas as variáveis utilizadas. Por fim, tem-se as técnicas de análise dos dados.

5.1 ESTRATÉGIA DE PESQUISA E MÉTODO ADOTADO

Esta pesquisa é caracterizada como descritiva, pois busca descrever características de um determinado fenômeno, ou estabelecer relações entre as variáveis estudadas (HAIR et al., 2007; GIL, 2010). Dentro da pesquisa descritiva, está classificada como um estudo longitudinal, já que, conforme Hair et al. (2007), descreve o comportamento dos eventos ao longo do tempo e as questões e hipóteses da pesquisa podem ser afetados pela variação dos fatores ao decorrer do tempo.

Quanto à abordagem utilizada, é classificada como quantitativa, pois, segundo Fonseca (2002), esse tipo de pesquisa é centrado na objetividade, os resultados alcançados podem ser quantificados, as amostras usualmente são grandes e tomadas como representativas da população, e a análise dos dados é realizada por meio de procedimentos estatísticos. Como estratégia de pesquisa, será utilizado o levantamento de dados secundários. De acordo com Malhotra (2011), são dados que foram coletados previamente para objetivos diferentes do problema em questão, geralmente são de fácil acesso e estão disponíveis para assuntos cuja coleta de dados primários não seria viável. Entretanto, esses dados podem não ser exatos ou não estar completamente atualizados.

5.2 AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

Para a elaboração desta pesquisa, foram utilizados dados secundários anuais de empresas de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), bolsa de valores oficial do Brasil, compreendendo o período de 2010 a 2017. Essa amostra foi escolhida devido à facilidade de acesso aos dados, além da amostra refletir a realidade brasileira, visto que as companhias no Brasil ainda têm como características a grande concentração de propriedade e a participação de famílias em seu comando.

Grande parte dos dados, referentes aos acionistas e à composição dos conselhos de administração, além de informações sobre os conselheiros e executivos das companhias e relações familiares existentes, foram coletados através da Central de Sistemas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa comissão tem por objetivo fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil, e disponibiliza ao público informações das empresas listadas na bolsa brasileira através de seu *website* (CVM, 2018). Ademais, dados relativos às famílias, fundadores e herdeiros das companhias, foram encontrados através de sites de buscas e consultas em *websites* das próprias empresas, já que muitas delas apresentam seu histórico, e os dados de desempenho financeiro, isto é, balanço patrimonial e demonstração do resultado de exercício das empresas, foram retirados da base *Economática*. Todos os dados foram compilados em planilha eletrônica.

O período analisado foi delimitado de 2010 a 2017 visto que as informações empresariais divulgadas por parte da CVM têm início em 2010. Ainda, a seleção dos dados envolveu a exclusão de empresas não industriais, o que impede a participação de empresas financeiras, as quais possuem um alto nível de alavancagem comum para esse tipo de companhia, fato que não apresenta o mesmo significado para empresas industriais, onde a alta alavancagem pode indicar problemas financeiros (FAMA; FRENCH, 1992). Também foram excluídas da amostra observações empresas-ano que apresentassem Q de Tobin inferior a zero ou superior a dez, o que resolve problemas na medição de oportunidades de investimento nos dados brutos, conforme sugerido por Almeida e Campello (2007). Assim, a amostra final incluiu 1.565 observações empresas-ano, distribuídas entre 228 empresas, considerando aquelas que já fecharam seu capital ou que o abriram durante o período, levando em consideração o viés de sobrevivência das companhias. Posteriormente, as companhias da amostra foram diferenciadas por serem ou não familiares, a partir das variáveis apresentadas no subcapítulo 5.3, a seguir.

5.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

De maneira a atingir os objetivos da pesquisa, todas as variáveis utilizadas neste estudo são apresentadas na presente seção. Estas variáveis foram escolhidas devido à disponibilidade e facilidade de acesso aos dados, encontrados no site da Comissão de Valores Mobiliários, no software *Economática* e em sites de busca, além de muitas delas serem variáveis de uso frequente pela literatura consultada. Em um primeiro momento, observa-se no Quadro 4 a descrição das variáveis dependentes utilizadas na pesquisa, que abordam o desempenho

financeiro e o desempenho de mercado das companhias, sendo apresentados os modos de mensuração das variáveis e os principais autores que as utilizaram.

Quadro 4 - Descrição das variáveis dependentes

	Variável	Descrição	Mensuração	Principais Autores
Desempenho Financeiro	ROA	Retorno sobre os ativos (<i>Return on assets</i>), mede a rentabilidade do ativo total de uma empresa.	$\frac{EBIT * (1 - 0,34)}{Ativo Total}$	Mendes-da-silva e Grzybovski (2006), Villalonga e Amit (2006), King e Santor (2008), Gulamhussen e Santa (2015), Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018).
	ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido (<i>Return on equity</i>), mede a rentabilidade do patrimônio líquido de uma empresa.	$\frac{Lucro Líquido}{Patrimônio Líquido}$	Mendes-da-silva e Grzybovski (2006), King e Santor (2008), Dezso e Ross (2008), Gulamhussen e Santa (2015), Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018).
Desempenho de Mercado	Q de Tobin	Indica oportunidade de crescimento, e revela a riqueza agregada pelo mercado como reflexo do desempenho da empresa.	$\frac{Valor de Mercado}{Ativo Total}$	Mendes-da-silva e Grzybovski (2006), Villalonga e Amit (2006), Dezso e Ross (2008), García-Ramos e García-Olalla (2011), Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015).
	Market-to-book	Também indica oportunidade de crescimento, revela que o mercado reconhece que a empresa vale mais do que está registrado em seus dados contábeis.	$\frac{Valor de Mercado}{Patrimônio Líquido}$	Villalonga e Amit (2006), García-Ramos e García-Olalla (2011).

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Para analisar a *performance* das empresas, foram utilizadas as variáveis ROA e ROE, que medem desempenho financeiro, e Q de Tobin e Market-to-book, que medem desempenho de mercado. Usualmente, a variável ROE é utilizada como uma *proxy* para o ROA, ou seja, uma medida alternativa que é bastante correlacionada, como em King e Santor (2008) e Gulamhussen e Santa (2015), da mesma forma que o Market-to-book é uma *proxy* para o Q de Tobin, como em Villalonga e Amit (2006) e García-Ramos e García-Ollala (2011). Na sequência, o Quadro 5 apresenta as variáveis referentes à participação familiar nas companhias, o Quadro 6 expõe as variáveis relacionadas à diversidade de gênero, ao passo que o Quadro 7 mostra as variáveis de monitoramento, dualidade e outras variáveis de controle. Todas as variáveis são apresentadas com suas respectivas descrições, mensurações, principais autores e relações esperadas com o desempenho financeiro e de mercado.

Quadro 5 - Variáveis de participação familiar

Variável	Sigla	Descrição	Mensuração	Principais Autores	Relação esperada	
					DF*	DM**
Empresa do fundador	PFC	Porcentagem de membros do conselho de administração que são fundadores. Uma maior participação de fundadores tende a levar a um desempenho maior, mas resultados contrários também foram observados.	$\frac{(0,01 + N^{\circ} \text{ de fundadores no conselho})}{N^{\circ} \text{ total de membros do conselho}}$	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Miller <i>et al.</i> (2007), Ullah e Zhang (2016).	+	+/-
	PFA	Porcentagem de ações que pertencem aos fundadores. Uma maior posse por parte dos fundadores tende a levar a um melhor desempenho, mas resultados opostos também foram encontrados.	% de ações ordinárias pertencentes aos fundadores	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Miller <i>et al.</i> (2007).	+/-	+
	FCEO	Um fundador detém posição como CEO. A presença do fundador tende a aumentar o desempenho, mas resultados contrários também foram percebidos.	1 se o CEO for um fundador da empresa 0 se não for	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Miller <i>et al.</i> (2007), Ullah e Zhang (2016).	+	+/-
Empresa do herdeiro	PHC	Porcentagem de membros do conselho de administração que são herdeiros. Espera-se que os herdeiros tenham um impacto menor do que os fundadores no desempenho.	$\frac{(0,01 + N^{\circ} \text{ de herdeiros no conselho})}{N^{\circ} \text{ total de membros do conselho}}$	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Miller <i>et al.</i> (2007).	+/-	+/-
	PHA	Porcentagem de ações que pertencem aos herdeiros. Herdeiros tendem a levar a um desempenho menor do que os fundadores.	% de ações ordinárias pertencentes aos herdeiros	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Miller <i>et al.</i> (2007).	+/-	+/-
	HCEO	Um herdeiro detém posição como CEO. A presença do herdeiro tem um efeito misto no desempenho.	1 se o CEO for um herdeiro da empresa 0 se não for	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006).	+/-	+/-
Empresa de propriedade familiar	EPF	Um ou vários membros da mesma família detém mais de 10% das ações, diretamente ou indiretamente. O impacto da propriedade familiar no desempenho é misto.	% de ações ordinárias pertencentes à membros da família	Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), King e Santor (2008).	+/-	+/-

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: *DF representa as variáveis de desempenho financeiro, ROA e ROE; **DM representa as variáveis de desempenho de mercado, Q de Tobin e Market-to-book.

Quadro 6 - Variáveis de diversidade de gênero e graus de parentesco

Variável	Sigla	Descrição	Mensuração	Principais Autores	Relação esperada	
					DF*	DM**
Mulheres no conselho de administração	MC	Porcentagem de membros do conselho de administração que são mulheres. Espera-se que uma maior participação aumente o desempenho, mas alguns trabalhos apresentaram efeito negativo.	$\frac{(0,01 + N^{\circ} \text{ de mulheres no conselho})}{N^{\circ} \text{ total de membros do conselho}}$	Campbell e Mínguez-Vera (2008), Adams e Ferreira (2009), Liu, Wei e Xie (2014), Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), Conyon e He (2017), Bennouri et al. (2018).	+	+/-
Mulheres conselheiras independentes	MI	Porcentagem de membros independentes do conselho de administração que são mulheres. Uma participação maior tende a aumentar o desempenho, mas também pode reduzi-lo.	$\frac{(0,01 + N^{\circ} \text{ de conselheiras independentes})}{N^{\circ} \text{ total de conselheiros ind.}}$	Liu, Wei e Xie (2014), Bennouri et al. (2018).	+/-	+
Mulheres na diretoria executiva	MD	Porcentagem de executivos/diretores que são mulheres. Um percentual maior tende a aumentar o desempenho.	$\frac{(0,01 + N^{\circ} \text{ de mulheres executivas})}{N^{\circ} \text{ total de executivos}}$	Dezso e Ross (2008), Liu, Wei e Xie (2014), Perryman, Fernando e Tripathy (2016).	+	+
CEO do gênero feminino	MCEO	Participação de uma mulher como CEO da empresa. O efeito de uma CEO no desempenho é misto.	1 se o CEO é do gênero feminino 0 se não for	Dezso e Ross (2008), Kolev (2012), Liu, Wei e Xie (2014), Conyon e He (2017), Bennouri et al. (2018).	+/-/-	+/-/-
Graus de parentesco das mulheres atuantes nas companhias	GPMC	Conselheiras que possuem laços familiares com outros conselheiros. Os efeitos são desconhecidos.	1 se conselheira(s) possui(em) grau de parentesco com colegas conselheiros(as) 0 se não possuir	Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015).	NA***	NA
	GPME	Executivas que possuem laços familiares com outros executivos. Espera-se um efeito positivo sobre o desempenho.	1 se executiva(s) possui(em) grau de parentesco com colegas executivos(as) 0 se não possuir	Giraldez-puig e Berenguer (2018).	+	NA

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: *DF representa as variáveis de desempenho financeiro, ROA e ROE; **DM representa as variáveis de desempenho de mercado, Q de Tobin e Market-to-book; ***NA=Não se aplica, pois não foram encontrados estudos que trabalharam essa relação.

Quadro 7 - Variáveis de monitoramento, dualidade e de controle

Variável	Sigla	Descrição	Mensuração	Principais Autores	Relação esperada		
					DF*	DM**	
Monitoramento	Tamanho do Conselho de Administração	Ncons	Número de membros no conselho de administração. A teoria traz que conselhos maiores reduzem o desempenho, mas diversos trabalhos encontraram a relação contrária.	Nº total de membros no conselho de administração	Jensen (1993), Silveira, Barros e Famá (2003), García-Ramos e García-Ollala (2011), Liu, Wei e Xie (2014), Ahmadi, Nakka e Bouri (2018).	+/-/-	+/-/-
	Conselheiros Independentes	CI	Proporção de conselheiros independentes no conselho de administração. Espera-se que mais conselheiros independentes aumentem o desempenho das firmas.	$\frac{(0,01 + N^{\circ} \text{ de conselheiros independentes})}{N^{\circ} \text{ total de membros do conselho}}$	Silveira, Barros e Famá (2003), García-Ramos e García-Ollala (2011), Liu, Wei e Xie (2014), Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018).	+	+/-
Dualidade	Dualidade CEO/ <i>Chairman</i>	Dual	O CEO ocupa, ao mesmo tempo, o cargo de presidente do conselho de administração (<i>Chairman</i>). A teoria traz que a dualidade do CEO reduz o desempenho, mas diversos trabalhos encontraram a relação contrária.	1 se o CEO é também <i>Chairman</i> da empresa 0 se não for	Silveira, Barros e Famá (2003), García-Ramos e García-Ollala (2011), Liu, Wei e Xie (2014), Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015), Duru, Iyengar e Zampelli (2016), Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018).	+/-/-	+/-
Controle	Nº de Executivos	Nex	Número de executivos/diretores da empresa.	Nº total de executivos na empresa	Eisenhardt (2013).	+	+
	Alavancagem	AL	Quantidade de dívida da empresa. Espera-se que, quanto maior a dívida, menor seu desempenho, entretanto, algumas pesquisas apontaram resultados contrários.	$\frac{Pas. \text{ circulante} + Pas. \text{ ex. longo prazo}}{Patrimônio líquido}$	García-Ramos e García-Ollala (2011), Pombo e Gutiérrez (2011), Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), Ibhagui e Olokoyo (2018).	-/+	-/+
	Tamanho	Tam	Espera-se que empresas maiores tenham um desempenho financeiro maior, mas oportunidades de crescimento menores. No entanto, verificou-se alguns resultados contrários na literatura.	Logaritmo do ativo total da empresa. Logaritmo da receita líquida da empresa. Logaritmo do patrimônio líquido da empresa.	Evans (1987), Miller et al. (2007), Babalola (2013), Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015), García-Ramos e García-Ollala (2011), Pombo e Gutiérrez (2011), Perryman, Fernando e Tripathy (2016).	+/-	+/-
	Efeitos Fixos Setoriais	EFin	NA	1 indica que a empresa pertence a um determinado setor da <i>Econômica</i> 0 caso contrário	García-Ramos e García-Ollala (2011)	NA	NA
	Efeitos Fixos Temporais	EFTemp	NA	1 indica o ano em que o dado é gerado 0 caso contrário	García-Ramos e García-Ollala (2011)	NA	NA

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: *DF representa as variáveis de desempenho financeiro, ROA e ROE; **DM representa as variáveis de desempenho de mercado, Q de Tobin e Market-to-book; ***NA=Não se aplica.

As variáveis que abordam participação familiar, apresentadas no Quadro 5, foram compiladas por Zhou, He e Wang (2017), com base nos trabalhos de autores como Anderson e Reeb (2003) e Miller et al. (2007). Entretanto, Zhou, He e Wang (2017) sugeriram, além das variáveis utilizadas neste trabalho, uma variável denominada de empresa do líder ou proprietário, onde o CEO ou um membro do conselho é também um acionista significativo que possui no mínimo 5% das ações, conforme apresentado no Capítulo 2 desta dissertação. Essa variável não será trabalhada pois não foram encontrados artigos que buscassem relacioná-la com o desempenho das empresas sob a visão das variáveis dependentes utilizadas aqui. O próprio trabalho de Zhou, He e Wang (2017) mensurou desempenho financeiro com medidas que não o ROA e ROE, tradicionalmente utilizados, por isso não foi citado na lista de principais autores.

Ademais, as variáveis apresentadas no Quadro 5 foram utilizadas para classificar as empresas em familiares ou não. Para ser considerada familiar, cada uma das companhias deveria ter, no mínimo, um fundador ou herdeiro atuando no conselho, ou um fundador ou herdeiro ocupando o cargo do CEO, ou pelo menos 5% das ações deveriam ser de posse ou do fundador, ou do herdeiro ou de propriedade da família.

Já as quatro variáveis que mensuram a diversidade de gênero, conforme apontadas no Quadro 6, foram utilizadas por Liu, Wei e Xie (2014) em um estudo bastante relevante sobre a participação feminina em empresas chinesas. Outros autores utilizaram essas mesmas variáveis, mas não em conjunto, como Dezso e Ross (2008), Adams e Ferreira (2009) e Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), e apenas Liu, Wei e Xie (2014) realizaram uma pesquisa utilizando tantas variáveis relacionadas à diversidade de gênero. Sobre a questão dos graus de parentesco das mulheres executivas e conselheiras com seus colegas, foram utilizadas variáveis *dummies* para indicar a presença ou ausência de grau de parentesco, assim como utilizado por Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015) e por Giraldez-Puig e Berenguer (2018).

Foi descartada a elaboração de uma escala para realizar a mensuração dos graus de parentesco, que levasse em conta relações familiares por consanguinidade, como no caso de pais, filhos e irmãos, e por afinidade, como no caso de sogros, padrastos e enteados. Isso ocorreu pois os dados divulgados pela CVM se mostraram incompletos para grande parte dos casos, impedindo a verificação exata de qual seria o grau de parentesco existente. Assim, para computar a existência de parentesco através das *dummies*, foi necessário verificar os sobrenomes dos indivíduos que fossem conselheiros ou executivos, e analisar em conjunto com o histórico de cada uma das companhias, o que exigiu a utilização de outros instrumentos de busca, além dos dados divulgados pela CVM.

Na sequência, foram apresentadas no Quadro 7 as variáveis referentes ao monitoramento, dualidade e outras variáveis de controle. Para o monitoramento, foram utilizadas duas variáveis bastante recorrentes na literatura, o tamanho dos conselhos e a participação de conselheiros independentes, e, para a dualidade, foi utilizada uma *dummy* que aponta se o CEO ocupa, ao mesmo tempo, o cargo de presidente do conselho de administração. Tais variáveis foram utilizadas por Silveira, Barros e Famá (2003), Liu, Wei e Xie (2014) e Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), dentre outros autores. Tem-se, também, a utilização da variável número de executivos, a qual não é costumeiramente apresentada na literatura, mas aqui, por ser denominador da variável de participação de mulheres executivas, foi incluída na análise. Já as variáveis de controle utilizadas foram alavancagem, tamanho da empresa e efeitos fixos temporais e setoriais.

5.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS

Nesta pesquisa, o software utilizado para a análise dos dados foi o Stata 14®. Quanto às técnicas de análise de dados, inicialmente foi feita a estatística descritiva para todas as variáveis, mostrando os máximos e mínimos alcançados, a média, mediana, variância e desvio-padrão. Na sequência, realizou-se a análise de correlação para as variáveis que compõem os modelos estudados, de modo a mostrar quais variáveis são altamente relacionadas.

A respeito das análises principais, utilizou-se o modelo de dados em painel, que, segundo Hsiao (2003), levam em conta uma determinada amostra de indivíduos ao decorrer de um período e permite uma série de observações para cada caso. Como os efeitos micro e macrodinâmicos nos dados não podem ser estimados com apenas uma amostra *cross-sectional*, utilizar somente uma série temporal frequentemente não gera estimadores precisos de coeficientes dinâmicos. Com o emprego de dados em painel, é possível aplicar as diferenças inter-individuais em N valores para mitigar a disfunção da multicolinearidade, na qual variáveis explicativas têm relações lineares exatas ou aproximadamente exatas.

Além disso, Hsiao (2003) salienta que os dados em painel são capazes de criar previsões mais exatas a respeito dos resultados do que quando utilizado apenas séries temporais. Uma vez que a reação dos indivíduos é semelhante quando condicionados a certas variáveis, o uso do painel de dados tem a capacidade de relatar o padrão de um indivíduo analisando o comportamento de outros, somado aos dados de comportamento do indivíduo em si.

O modelo de dados em painel, aqui não balanceado uma vez que podem faltar informações para certos indivíduos em algum período do tempo, foi analisado pelo Método de

Momentos Generalizados (*Generalized Method of Moments* - GMM), de modo a verificar o efeito da participação familiar, da dualidade, do monitoramento e da diversidade de gênero no desempenho das companhias. Especificamente, foi empregado o modelo dinâmico, o qual utiliza a variável dependente defasada como uma variável explicativa, e o modelo sistêmico (GMM-Sys). Segundo Baum (2013), o modelo dinâmico de painel de dados é baseado na ideia de que a utilização de variáveis instrumentais não explora todas as informações disponíveis na amostra. Dessa forma, com a utilização do GMM, proposto por Hansen (1982), é possível construir estimativas mais eficientes para modelos de dados em painel.

De acordo com Arellano e Bond (1991), o GMM pode ser utilizado quando o pressuposto da não existência de correlação serial entre os erros, característico da usual análise de regressão Mínimos Quadrados Ordinários, não é atendido. Este pressuposto não é realista no contexto do painel de dados, logo o GMM se torna uma alternativa de análise, ao passo que explora otimamente todas as restrições de momento linear que se seguem do pressuposto de correlação não-serial nos erros. Nesse modelo, a variável dependente é explicada por seus próprios valores defasados, e pelos valores atuais e passados de variáveis causais ou exógenas, conforme apresentado na Equação (1).

$$y_{it} = \alpha y_{i,t-1} + \beta x_{it} + n_i + v_{it} \quad (1)$$

No modelo, y_{it} é a variável dependente, $y_{i,t-1}$ é a variável dependente defasada em um período, α é o intercepto, x_{it} é uma variável explicativa ou instrumental, β é seu coeficiente, n_i é um efeito individual constante não observável, v_{it} é o termo de perturbação do modelo. De forma complementar, Baum (2013) traz que o GMM é um estimador adequado para situações onde existem poucos períodos de tempo e muitos indivíduos a serem analisados; existe uma variável dependente que seja dinâmica e que seja afetada por acontecimentos do passado; há variáveis independentes que não sejam estritamente exógenas, isto é, que sejam correlacionadas com o passado e possivelmente tenham relação com o erro; e há heterocedasticidade e autocorrelação dentro dos erros de cada indivíduo, mas não entre eles.

Para casos como esses, Bond (2002) afirma que estimadores como Mínimos Quadrados Ordinários e Mínimos Quadrados em dois estágios não são assintoticamente eficientes, ainda que seja utilizado o grupo de instrumentos em sua totalidade. Assim, o GMM providencia uma estrutura adequada para o alcance de estimadores apropriados, tais quais os estimadores GMM em diferenças (GMM-Dif) e o GMM sistêmico (GMM-Sys). Ainda, Bond (2002) destaca a

importância de métodos que possam ser utilizados mesmo com a falta de variáveis ou instrumentos estritamente exógenos, e que se estendam a modelos que possuam variáveis explicativas endógenas ou pré-determinadas. Segundo o autor, a exogeneidade estrita acaba por excluir qualquer *feedback* possível de choques passados ou atuais com os valores presentes da variável, o que, frequentemente, não é uma imposição natural no contexto de modelos econômicos que relacionam vários resultados determinados em conjunto.

Conforme apresentado por Sonza e Kloeckner (2014), Bond (2002) afirma que a distinção entre os estimadores GMM, na teoria, encontra-se nas circunstâncias de momento empregadas por cada estimador, os quais demandam um conjunto maior ou menor de instrumentos. Tais circunstâncias de momento decorrem de inferências sobre a condição inicial das séries do modelo. Desta forma, o conjunto de instrumentos que está disponível para o GMM-Sys é maior e possibilita estimativas mais exatas em certas situações, entretanto, as inferências sobre as condições iniciais são mais limitadas. Então, considera-se que as condições iniciais atendem o requisito da estacionariedade na média, de modo que as séries tenham média constante para cada indivíduo.

Sob a perspectiva do estimador GMM-Sys, segundo Bond (2002), além dos instrumentos à disposição para o GMM-Dif, as variáveis em diferenças podem ser empregadas como instrumentos para as equações em nível. O GMM-Sys apresenta um viés muito menor de amostras finitas e mostra uma precisão muito maior quando é preciso medir parâmetros autorregressivos utilizando séries com alta persistência, o que o torna o estimador mais apropriado para a análise (BOND, 2002). Enfim, conforme o autor, averiguar as propriedades das séries temporais das séries individuais é bastante aconselhável quando se empregam os estimadores GMM para modelos de painel dinâmico.

De forma a executar a análise, foram aplicados os testes de correlação, teste Arellano e Bond (1991), o qual verifica a presença de correlação serial; teste de sobreidentificação de Sargan (1958,1975); e teste Qui-quadrado (χ^2). Na sequência, são apresentados os modelos estabelecidos para as análises. As Equações (2) e (3) mostram as variáveis utilizadas nos modelos que verificaram o impacto da dualidade, do monitoramento e da participação familiar no desempenho das companhias familiares. Nesse caso, as empresas consideradas na amostra foram apenas aquelas classificadas como familiares, visto que companhias não familiares não apresentam fundadores ou herdeiros.

$$P_{it} = \alpha_i + M_{it} \cdot \gamma + D_{it} \cdot \delta + F_{it} \cdot \theta + C_{it} \cdot \omega + \sum_i^n EFin_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \alpha_i + M_{it} \cdot \gamma + D_{it} \cdot \delta + F_{it} \cdot \theta + C_{it} \cdot \omega + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Nas equações, P_{it} é a variável dependente desempenho, também chamada de *performance*, α é o intercepto, γ , δ , θ e ω são os coeficientes das variáveis, M_{it} são as variáveis referentes ao monitoramento, D_{it} é a variável de dualidade e F_{it} representa as variáveis ligadas à participação das famílias. Já C_{it} diz respeito às variáveis de controle, EFin representa os efeitos fixos setoriais; EFTemp os efeitos fixos temporais e ε_{it} corresponde ao termo de erro.

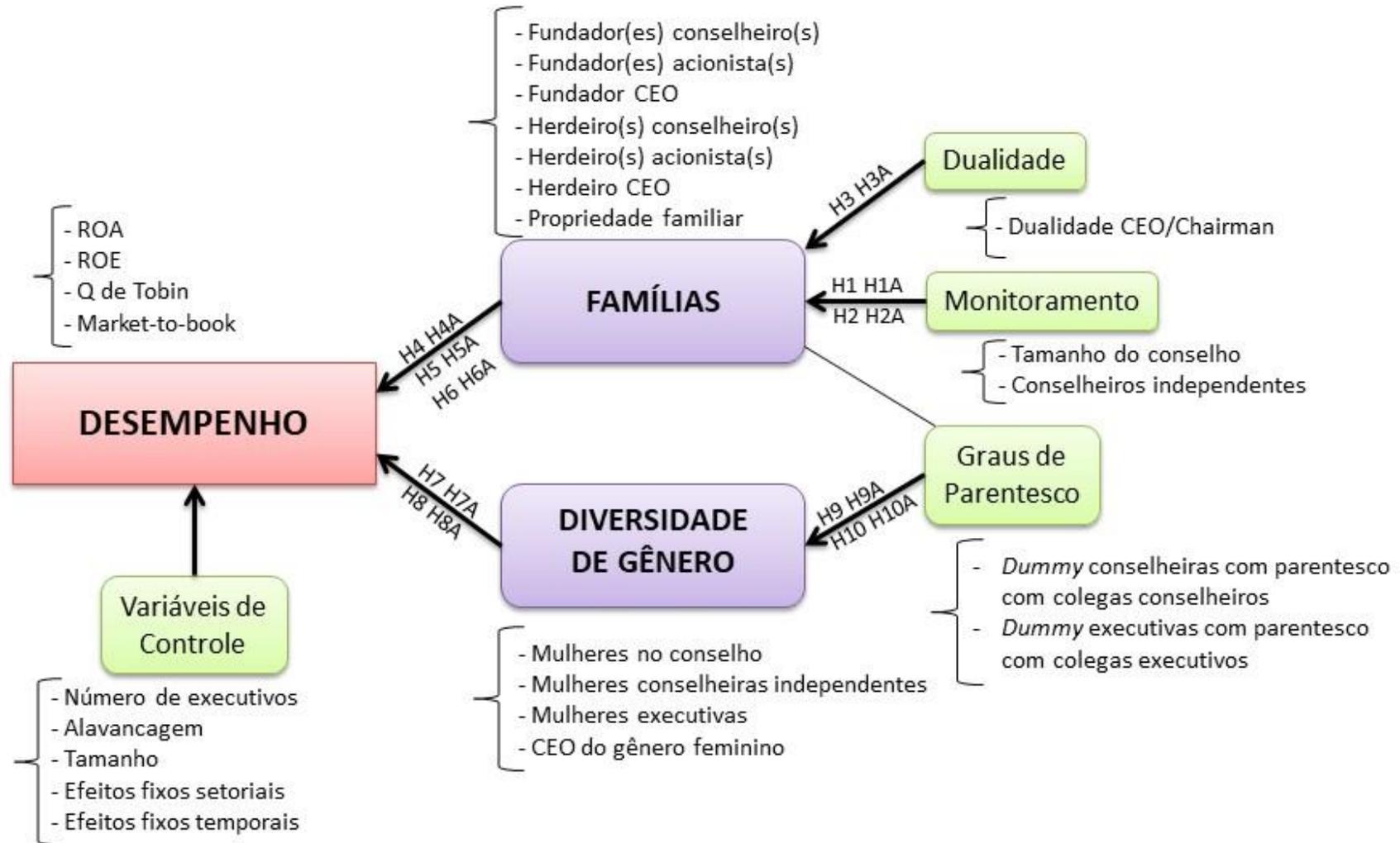
Verifica-se que foram realizadas duas regressões para cada variável dependente, com a diferença de que uma inclui os efeitos fixos setoriais, como forma de diversificar os modelos. O uso dos efeitos fixos setoriais foi apontado por Mauri e Michaels (1998), que utilizaram a denominação efeitos fixos industriais, e argumentaram que firmas pertencentes ao mesmo ramo industrial (ou setorial) teriam um comportamento ou desempenho similar, apontando a existência de padrões de competitividade no longo prazo, onde firmas menos bem sucedidas imitariam estratégias de companhias mais bem sucedidas. Assim, as características compartilhadas por firmas dentro de um ramo industrial levariam à convergência de estratégias principais e desempenho, e seriam divergentes entre os ramos industriais. A seguir, as Equações (4) e (5) mostram as variáveis utilizadas nos modelos que verificaram o impacto da diversidade de gênero no desempenho das companhias. Para essa análise, foi considerada a amostra completa, ou seja, tanto as companhias familiares quanto as não familiares.

$$P_{it} = \alpha_i + DG_{it} \cdot \beta + M_{it} \cdot \gamma + D_{it} \cdot \delta + C_{it} \cdot \omega + \sum_i^n EFin_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$P_{it} = \alpha_i + DG_{it} \cdot \beta + M_{it} \cdot \gamma + D_{it} \cdot \delta + C_{it} \cdot \omega + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Nas equações apresentadas, P_{it} é a variável dependente desempenho, também chamada de *performance*; α é o intercepto; β , γ , δ e ω são os coeficientes das variáveis; DG_{it} são as variáveis referentes à diversidade de gênero; M_{it} são as variáveis referentes ao monitoramento e D_{it} é a variável de dualidade. Já C_{it} demonstra as variáveis de controle, EFin representa os efeitos fixos setoriais, EFTemp os efeitos fixos temporais e ε_{it} corresponde ao termo de erro. Para essas análises, também se optou por comparar os resultados alcançados nas regressões com e sem os efeitos fixos setoriais, conforme apontado anteriormente. De modo a simplificar o entendimento da relação existente entre as variáveis a serem utilizadas com as hipóteses de pesquisa propostas, a Figura 1 apresenta uma esquematização da pesquisa.

Figura 1 - Esquematização das variáveis e hipóteses de pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

6 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

No presente capítulo, são analisados e discutidos os resultados alcançados a partir da amostra de dados selecionada, de forma a responder o problema de pesquisa, alcançar os objetivos estabelecidos, e verificar as hipóteses teóricas. O capítulo apresenta, em sua primeira parte, a estatística descritiva das variáveis. Na segunda parte, tem-se o estudo do efeito do monitoramento, da dualidade e da participação familiar no desempenho das companhias familiares, o que envolve a análise de correlação entre as variáveis utilizadas e a execução do modelo por GMM-Sys. Por fim, na terceira parte, são feitas as análises que consistem em verificar o efeito da diversidade de gênero e da existência de graus de parentesco de conselheiras e executivas com seus colegas sobre o desempenho das companhias, o que envolve a realização da análise de correlação, e, então, o estudo do modelo através do GMM-Sys.

6.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

De forma a iniciar a análise dos resultados, é exposta a estatística descritiva das variáveis. A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis dependentes, Retorno sobre os ativos (ROA), Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Q de Tobin e Market-to-book, para todas as companhias da amostra.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis dependentes

Estatísticas descritivas	Retorno sobre os ativos (ROA)	Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)	Q de Tobin	Market-to-book
Nº de observações	1077,000	983,000	1077,000	983,000
Média	0,025	0,565	0,727	1,659
p50	0,036	0,093	0,412	1,138
p10	-0,038	-0,189	0,084	0,086
p25	0,007	0,003	0,203	0,567
p75	0,067	0,190	0,796	2,150
p90	0,109	0,329	1,668	3,892
Variância	0,023	302,155	0,972	99,893
Mínimo	-2,378	-63,574	0,002	-224,153
Máximo	0,920	532,428	9,809	129,578
Desvio-padrão	0,151	17,383	0,986	9,995

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Em relação aos resultados apresentados na Tabela 1, a primeira variável de desempenho financeiro, retorno sobre os ativos (ROA), obteve média de 0,025, mostrando que 2,5% do ativo total foi convertido em receita operacional, valor que ficou próximo à mediana, de 0,036, mostrando que no ponto central 3,6% do ativo total foi convertido em receita operacional. O valor mínimo alcançado foi de $-2,378$, o que indica retorno negativo, ao passo que o máximo foi de 0,920. Quanto ao retorno sobre o patrimônio líquido, verificou-se uma média de 0,565, representando que 56,5% do patrimônio líquido foi convertido em lucro líquido. Sua mediana se mostrou inferior, alcançando um valor de 0,093, mostrando que 9,3% do patrimônio líquido se converteu em lucro líquido para as empresas no ponto central das observações. O valor mínimo alcançado foi de $-63,574$, ao passo que o máximo foi de 532,428.

A respeito das variáveis de desempenho de mercado, o Q de Tobin obteve uma média de 0,727, o que indicou que o valor de mercado das companhias correspondeu à 72,7% do valor do ativo total, valor um pouco afastado da mediana, que foi de 0,412, apontando que o valor de mercado equivaleu a 41,2% do ativo total no ponto central das observações. O valor mínimo apresentado foi de 0,002, e o máximo, de 9,809. Para a variável Market-to-book, a média alcançada foi de 1,659, o que indicou que o valor de mercado das companhias ultrapassou o valor do patrimônio líquido em 65,9%. A mediana, de 1,138, indicou que no ponto central das observações, o valor de mercado ultrapassou o valor do patrimônio líquido em 13,8%. O valor mínimo alcançado foi de $-224,153$, e o máximo foi de 129,578.

Na sequência, tem-se a estatística descritiva referente às variáveis independentes relacionadas à participação familiar nas companhias familiares. A identificação das empresas como companhias familiares se deu a partir da classificação de Zhou, He e Wang (2017), apresentada no capítulo 5, obtendo-se uma sub amostra com 112 companhias familiares, o que corresponde à 49,12% do total de companhias na amostra, e 753 observações empresas-ano, cerca de 48,11% do total de observações. A Tabela 2 apresenta a porcentagem de membros do conselho que são fundadores (PFC), a porcentagem de membros que são herdeiros (PHC), a participação dos fundadores (PFA) e dos herdeiros (PHA) na propriedade acionária, e, por fim, a totalidade de propriedade acionária pertencente a famílias (EPF). As variáveis *dummies* que indicam o Fundador atuando como CEO e também o herdeiro como CEO foram omitidas desta análise, pois são variáveis binárias.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis independentes: participação familiar

Estatísticas	PFC	PHC	PFA	PHA	EPF
Nº de observações	747,000	747,000	753,000	753,000	753,000
Média	0,088	0,301	0,060	0,091	0,436
p50	0,003	0,253	0,000	0,000	0,446
p10	0,001	0,002	0,000	0,000	0,000
p25	0,002	0,003	0,000	0,000	0,109
p75	0,145	0,502	0,001	0,085	0,691
p90	0,334	0,670	0,220	0,270	0,9523
Variância	0,019	0,074	0,023	0,040	0,107
Mínimo	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000
Máximo	0,670	1,010	1,000	0,981	1,000
Desvio-padrão	0,136	0,272	0,156	0,199	0,326

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: PFC=Fundadores no conselho; PHC=Herdeiros no conselho; PFA=Porcentagem de ações do fundador; PHA=Porcentagem de ações do herdeiro; EPF=Propriedade acionária familiar.

Conforme apresentado na Tabela 2, para a porcentagem de conselheiros fundadores (PFC), obteve-se uma média de 0,088, o que indicou que, da quantidade total de conselheiros nas empresas familiares, apenas 8,8% deles eram fundadores das companhias. A mediana apresentou valor de 0,003, mostrando que, no valor central, apenas 0,3% dos conselheiros eram fundadores, ao passo que o mínimo foi de 0% e o máximo de 67%. Quanto à porcentagem de conselheiros herdeiros (PHC), a média foi de 0,301, mostrando que cerca de 30,1% dos conselheiros nas empresas familiares eram prováveis herdeiros/sucedores, ao passo que a mediana foi de 25,3%. O mínimo foi de 0% e o máximo de 100%, mostrando que, em alguma das observações, o conselho era formado em sua totalidade por herdeiros dos negócios. A partir dos resultados apresentados, percebe-se que, nas companhias familiares, o número de herdeiros atuantes nos conselhos de administração é bastante superior ao número de fundadores, o que pode indicar, por exemplo, que as empresas já passaram pelo processo sucessório, no qual os fundadores deixam os negócios sob o controle de seus herdeiros.

Na sequência, para a propriedade acionária pertencente a fundadores (PFA), a média foi de 0,060, mostrando que cerca de 6% do total de ações das companhias familiares eram de propriedade dos fundadores das companhias. A mediana e o mínimo foram de 0%, enquanto o máximo foi de 100%, indicando que, em alguma das observações, todas as ações da empresa eram de posse dos fundadores. A respeito da propriedade acionária pertencente aos herdeiros (PHA), os valores encontrados foram um pouco maiores, sendo que a média foi de 0,091, sugerindo que 9,1% do total das ações pertenciam aos herdeiros. O valor da mediana e do

mínimo foram, também, 0%, e o máximo foi de 98,1%. Em relação à propriedade acionária pertencente às famílias (EPF), tanto diretamente quanto indiretamente, a média foi de 0,436, indicando que 43,6% do total de ações eram de posse familiar, valor aproximado da mediana, de 44,6%. Assim como para as variáveis anteriores, o mínimo foi de 0%, ao passo que o máximo foi de 100% das ações, mostrando que, em alguma das observações, todas as ações eram de posse familiar.

A seguir, a Tabela 3 demonstra a estatística descritiva das variáveis independentes relacionadas à diversidade de gênero, considerando todas as companhias da amostra. Tem-se a porcentagem de membros do conselho que são mulheres (MC), a porcentagem de executivos/diretores que são do gênero feminino (MD) e a porcentagem de conselheiros independentes que são mulheres (MI). As variáveis *dummies* que indicam a participação de uma mulher como CEO e a existência de graus de parentesco para conselheiras e executivas não foram incluídas na análise por serem variáveis binárias.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis independentes: diversidade de gênero

Estatística	MC	MD	MI
Nº de observações	1526,000	1520,000	840,000
Média	0,079	0,073	0,043
p50	0,002	0,003	0,005
p10	0,001	0,002	0,003
p25	0,001	0,003	0,003
p75	0,126	0,010	0,010
p90	0,287	0,287	0,010
Variância	0,022	0,022	0,021
Mínimo	0,001	0,000	0,001
Máximo	1,010	1,005	1,010
Desvio-padrão	0,149	0,149	0,146

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: MC=Mulheres conselheiras; MD=Mulheres executivas; MI=Mulheres conselheiras independentes.

A partir das informações expostas na Tabela 3, percebe-se que a média de participação feminina nos conselhos (MC) foi de 0,079, indicando que apenas 7,9% do total de conselheiros atuando nas companhias eram mulheres. A mediana foi de 0,002, mostrando que, no ponto central da amostra, apenas 0,2% dos conselheiros eram mulheres, já o mínimo foi de 0% e o máximo de 100%, indicando que, em alguma das observações, o conselho era formado totalmente por mulheres. O resultado para a média aponta que, ao contrário do esperado, a média de participação feminina nos conselhos caiu, visto que Margem (2013), ao analisar dados

de companhias brasileiras no período de 2002 a 2009, percebeu que a porcentagem de conselheiros do gênero feminino era de 9,13%.

Em relação à porcentagem de mulheres em cargos executivos (MD), a média encontrada teve valor de 0,073, revelando que 7,3% dos executivos/diretores nas companhias eram do gênero feminino, enquanto a mediana obteve valor de 0,003, equivalendo a 0,3%, o mínimo foi de 0% e o máximo de 100%. Para essa variável, foi perceptível um aumento na média de participação de executivas, visto que Margem (2013) indicou que, no período de 2002 a 2009, a média de executivos do gênero feminino era de apenas 4,93%. Quanto à participação feminina nos conselhos independentes (MI), a média alcançada foi de 0,043, sinalizando que apenas 4,3% do total de conselheiros independentes eram mulheres. Já a mediana foi de 0,005, indicando uma porcentagem de 0,5% no ponto central das observações, enquanto o mínimo foi de 0% e o máximo, também, de 100%.

Na sequência, tem-se na Tabela 4 a estatística descritiva das variáveis de monitoramento, número de conselheiros (Ncons) e conselheiros independentes (CI), e também as variáveis consideradas como de controle, sendo o número de executivos (Nex), alavancagem (AL), ativo total (AT), patrimônio líquido (PL) e receita líquida (RL), sendo as três últimas variáveis que indicam o tamanho das companhias. A estatística descritiva da variável de dualidade *CEOXChairman* não será apresentada, por essa ser uma *dummy*.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis independentes: monitoramento e controle

Estatísticas	Ncons	CI	Nex	AL	AT*	PL	RL
Nº de observações	1535,000	1526,000	1532,000	1077,000	1077,000	983,000	1077,000
Média	6,516	0,201	4,472	1,341	3063009	1142001	1731062
p50	6,000	0,168	4,000	0,616	978075,3	407837	445713,2
p10	3,000	0,001	2,000	0,271	76348,54	1.544,424	7.277,709
p25	5,000	0,003	3,000	0,473	277492,8	102247,9	114022,7
p75	8,000	0,337	6,000	0,769	2763567	1021480	1576005
p90	10,000	0,539	8,000	1,060	7586328	2477245	3702306
Variância	7,713	0,051	7,296	46,270	3,51E+13	6,11E+12	1,68E+13
Mínimo	0,000	0,001	0,000	0,005	694,601	-4177521	0,000
Máximo	19,000	1,003	33,000	131,344	4,51E+07	2,31E+07	4,54E+07
Desvio-padrão	2,777	0,225	2,701	6,802	5922365	2472337	4099496

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: Ncons=Número de membros no conselho; Nex=Número de executivos; CI=Conselheiros independentes; AL=Alavancagem; AT=Ativo total; PL=Patrimônio líquido; RL=Receita líquida. *Dados em bilhões, inflacionados pelo IGP-DI e convertidos em dólar.

Conforme mostrado na Tabela 4, o número médio de membros nos conselhos de administração (Ncons) nas companhias estudadas foi de 6,516, valor próximo da mediana que

apontou 6 membros no conselho no ponto central das observações. Percebe-se que o mínimo foi de zero membros, pois algumas companhias não apresentaram nenhum conselheiro em seus formulários de referência para determinados períodos, e o número máximo foi de 19 membros em um conselho de administração. A respeito dos conselheiros independentes (CI), a média foi de 0,201, indicando que 20,1% do total de conselheiros eram membros independentes. No ponto central, obteve-se uma mediana de 16,8%, o valor mínimo apresentado foi de 0% e o máximo foi de 100%.

Em relação ao número de executivos (Nex), a média foi de 4,472 executivos por empresa, estando próxima à mediana de 4 indivíduos. A quantia mínima de executivos no período foi de zero, enquanto o máximo foi de 33 executivos em uma das observações. Para a variável de alavancagem (AL), percebeu-se que, em média, a cada US\$ 1,00 de patrimônio líquido, as companhias estavam endividadas no curto e longo prazo em US\$ 1,34. A mediana obteve um valor consideravelmente menor, indicando que, no ponto central das observações, a cada US\$ 1,00 de patrimônio, as companhias possuíam endividamento de US\$ 0,61, enquanto o mínimo encontrado foi de US\$ 0,01 e o máximo foi de US\$ 131,34. A respeito do ativo total (AT) das companhias, esse teve, em média, valor aproximado de US\$ 3,063 bilhões, e mediana de aproximadamente US\$ 978 milhões. Para o patrimônio líquido (PL) das empresas, o valor médio foi de cerca de US\$ 1,142 bilhões, e a mediana teve valor aproximado de US\$ 407 milhões. Por fim, o valor médio da receita líquida (RL) das companhias foi por volta de US\$ 1,731 bilhões, e sua mediana estava próxima de US\$ 445 milhões.

Na sequência, são apresentados no subcapítulo 6.2 os resultados referentes ao impacto causado pelo monitoramento, pela dualidade e pela participação familiar no desempenho das companhias classificadas como familiares.

6.2 MONITORAMENTO, DUALIDADE E PARTICIPAÇÃO FAMILIAR: IMPACTO NO DESEMPENHO DAS COMPANHIAS FAMILIARES

Buscando atender os objetivos definidos e as hipóteses criadas, H1, H2 e H3, as quais dizem respeito ao monitoramento e à dualidade nas companhias familiares, e H4, H5 e H6, referentes à participação familiar, este tópico apresenta a análise de correlação entre as variáveis que compõem os modelos da regressão para este caso, e, na sequência, são mostrados os resultados alcançados com as regressões através do método GMM-Sys.

Na Tabela 5, tem-se o teste de correlação, cuja função é indicar a presença de forte associação entre as variáveis do modelo. Caso os coeficientes sejam superiores à 0,7, torna-se

desnecessária a utilização das duas variáveis simultaneamente no modelo. Foram consideradas as quatro variáveis dependentes, ROA, ROE, Q de Tobin (Q) e Market-to-book (MB), e as variáveis independentes, dualidade (Dual), número de conselheiros (Ncons), conselheiros independentes (CI), fundadores no conselho (PFC), fundador CEO (FCEO), propriedade acionária de fundadores (PFA), herdeiros no conselho (PHC), herdeiro CEO (HCEO), propriedade acionária de herdeiros (PHA), propriedade acionária familiar (EPF), número de executivos (Nex), alavancagem (AL), ativo total (AT), patrimônio líquido (PL) e receita líquida (RL).

Tabela 5 - Teste de correlação: modelo dualidade, monitoramento e participação familiar em companhias familiares

pwcorr	ROA	ROE	Q	MB	Dual	Ncons	CI	PFC	FCEO
ROE	-0,020	1,000							
Q	0,201	0,086	1,000						
MB	0,042	0,038	0,302	1,000					
Dual	-0,104	-0,031	-0,080	0,009	1,000				
Ncons	0,164	-0,062	0,072	0,050	-0,290	1,000			
CI	0,069	-0,054	0,255	0,071	-0,170	0,344	1,000		
PFC	-0,059	-0,047	0,056	0,038	0,082	-0,222	0,024	1,000	
FCEO	0,076	-0,032	0,073	0,028	0,175	-0,086	0,054	0,522	1,000
PFA	-0,115	-0,023	0,088	0,033	0,037	-0,103	0,031	0,399	0,222
PHC	-0,037	-0,045	-0,175	-0,108	0,238	-0,269	-0,360	-0,232	-0,169
HCEO	-0,059	-0,037	-0,094	0,005	0,305	-0,177	-0,125	-0,132	-0,352
PHA	-0,022	-0,016	-0,007	0,114	0,108	-0,143	-0,192	-0,060	0,021
EPF	-0,090	-0,046	-0,065	0,073	0,079	-0,001	-0,088	0,072	-0,100
Nex	0,168	-0,024	0,345	0,097	-0,120	0,334	0,452	-0,047	0,133
AL	-0,070	0,002	-0,069	-0,017	0,106	-0,135	-0,102	-0,047	-0,006
AT	0,028	-0,023	-0,098	-0,023	-0,049	0,382	0,079	-0,102	-0,077
PL	0,031	-0,021	-0,037	-0,027	-0,024	0,318	0,080	-0,104	-0,073
RL	0,039	-0,017	-0,072	-0,018	0,032	0,291	0,054	-0,042	-0,066
pwcorr	PFA	PHC	HCEO	PHA	EPF	Nex	AL	AT	PL
PHC	-0,122	1,000							
HCEO	-0,065	0,417	1,000						
PHA	0,030	0,225	0,141	1,000					
EPF	0,204	-0,014	0,069	0,279	1,000				
Nex	-0,082	-0,192	-0,093	-0,156	-0,082	1,000			
AL	-0,038	0,139	0,079	0,030	-0,078	-0,099	1,000		
AT	-0,088	0,040	0,059	-0,180	0,112	0,176	-0,046	1,000	
PL	-0,069	0,095	0,080	-0,170	0,132	0,183	-0,111	0,892	1,000
RL	-0,084	0,025	0,134	-0,120	0,052	0,105	-0,032	0,908	0,806

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: pwcorr=teste de correlação; ROA=Retorno sobre ativos; ROE=Retorno sobre o patrimônio líquido; Q=Q de Tobin; MB=Market-to-book; Dual=Dualidade CEO/*Chairman*; Ncons=Número de membros no conselho; CI=Conselheiros Independentes; PFC=Fundadores no conselho; FCEO=Fundador CEO; PFA=Porcentagem de ações do fundador; PHC=Herdeiros no conselho; HCEO=Herdeiro CEO; PHA=Porcentagem de ações do herdeiro; EPF=Propriedade acionária familiar; Nex=Número de executivos; AL=Alavancagem; AT=Ativo total; PL=Patrimônio líquido; RL=Receita líquida.

De acordo com o apresentado na Tabela 5, foram encontrados coeficientes de correlação superiores à 0,7 entre certas variáveis que costumam apresentar tal comportamento. Obteve-se um coeficiente de correlação de 0,892 entre ativo total (AT) e patrimônio líquido (PL); já para ativo total e receita líquida (RL), o valor foi de 0,908. Por fim, o coeficiente entre patrimônio líquido e receita líquida obteve coeficiente de 0,806. Essas três variáveis, ativo total, patrimônio líquido e receita líquida, predizem o tamanho das companhias, o que justifica a alta correlação entre elas. A partir da análise de correlação, foram constituídos os modelos para a análise de regressão, de modo que fosse utilizada apenas uma variável de tamanho em cada modelo.

A Tabela 6 apresenta os resultados alcançados para a análise através do GMM-Sys, expondo os oito modelos criados, sendo dois para cada variável dependente, os quais se diferenciam pela presença ou ausência dos efeitos fixos setoriais. Na parte inferior da Tabela 6, tem-se o Teste Qui-quadrado (χ^2), no qual é rejeitada a hipótese nula, pelo p-valor inferior a 1% em todos os casos, mostrando que as frequências observadas não são diferentes das frequências esperadas, o que significa que existe associação entre os grupos de variáveis nos modelos estudados.

Já para o teste de sobre-identificação de Sargan, verificou-se que seis dos oito modelos alcançaram p-valores superiores a 5%, não rejeitando a hipótese nula de que os instrumentos são independentes do termo de erro. Em relação ao teste de Arellano e Bond (1991) (Ar1 e Ar2), em cinco das regressões foi rejeitada a hipótese nula de ausência de correlação serial nos resíduos de primeira ordem, ao apresentarem p-valor inferior a 10%, e não foi rejeitada a hipótese para segunda ordem, ao alcançar p-valor superior a 10%. Assim, não se pode afirmar que todas as análises apresentam correlação serial de ordem 1. Apesar de tais restrições, devido à necessidade de manter um padrão nas regressões a serem comparadas, optou-se por continuar utilizando o GMM-Sys para todas as análises.

Tabela 6 - Análise do efeito da dualidade, do monitoramento e da participação familiar sobre o desempenho das companhias familiares

(conclusão)

VD	Retorno sobre os ativos		Retorno sobre o patrimônio líquido		Q de Tobin		Market-to-book	
	A ¹	B	C	D	E	F	G	H
Chi²	495,477	162,180	72,962	62,765	828,384	3011,587	34,159	274,439
p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,556	0,000
Sargan	162,614	214,933	28,356	62,405	37,162	68,320	22,106	66,571
p-valor	0,000	0,000	0,872	0,176	0,508	0,077	0,982	0,100
Ar1	1,238	-1,018	-2,461	-10,215	-2,121	-3,744	-0,268	-9,469
p-valor	0,216	0,309	0,014	0,000	0,034	0,000	0,788	0,000
Ar2	-1,547	-1,506	-0,331	-0,393	0,372	-0,205	-0,630	-1,433
p-valor	0,122	0,132	0,741	0,695	0,710	0,838	0,529	0,152

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: VD=Variáveis dependentes; VI=Variáveis independentes; L1=Variável dinâmica (lag da variável dependente); Dual=Dualidade CEO/Chairman; Ncons=Número de membros no conselho; CI=Conselheiros independentes; PFC=Fundadores no conselho; FCEO=Fundador CEO; PFA=Porcentagem de ações do fundador; PHC=Herdeiros no conselho; HCEO=Herdeiro CEO; PHA=Porcentagem de ações do herdeiro; EPF=Propriedade acionária familiar; Nex=Número de executivos; AL=Alavancagem; Const=Constante; EFin=Efeitos fixos setoriais; EFTemp=Efeitos fixos temporais; Chi²=Teste qui-quadrado; Sargan=Teste de Sargan; Ar1 e Ar2=Testes de correlação serial de primeira e segunda ordem; *Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%. ¹Os pares de regressões se diferenciam pela presença ou ausência dos efeitos setoriais.

Conforme apresentado na Tabela 6, a primeira variável independente, dualidade (Dual), mostrou uma influência positiva tanto sobre o desempenho financeiro quanto sobre o desempenho de mercado das companhias familiares. A presença da dualidade entre os cargos de CEO e Chairman aumenta em 0,023 pontos percentuais o retorno sobre o patrimônio líquido, com nível de significância de 10%, sem os efeitos setoriais. Ademais, causa aumentos de 0,605 e 0,269 pontos percentuais no Q de Tobin, com níveis de significância de 1% e 5%, com e sem os efeitos setoriais, respectivamente.

Esses resultados indicam que, para o desempenho das companhias familiares, a dualidade é favorável, corroborando com Godard (1998), o qual defendeu que uma mesma pessoa ocupando o cargo de CEO e de Chairman seria um líder eficiente para a empresa, o que a levaria a um melhor desempenho. Ahmadi, Nakka e Bouri (2018) apontaram o efeito positivo da dualidade sobre o ROA e o ROE, ao passo que García-Ramos e García-Olalla (2011) mostraram que a dualidade afeta positivamente o desempenho de mercado quando a empresa é gerenciada por descendentes, sendo que, na amostra estudada, tem-se uma predominância de herdeiros, ou seja, descendentes, na gestão das companhias. Ainda, a dupla atuação nos cargos pode ser feita por um fundador, herdeiro, ou outro membro da família, que, por ter a companhia como parte dos bens da família, busca os melhores resultados, aumentando o desempenho (CABRERA-SUÁREZ; MARTÍN-SANTANA, 2015).

A respeito da variável número de conselheiros (Ncons), essa foi significativa para apenas uma das regressões, apresentando um impacto negativo para o desempenho de mercado. O aumento de um membro no conselho de administração leva à redução de 0,052 pontos percentuais no Q de Tobin, com nível de significância de 5% e sem efeitos setoriais. Tal resultado corrobora com a literatura, pois um maior número de membros no conselho pode passar uma má impressão ao mercado, o qual sinaliza conselhos grandes como não sendo uma boa prática de governança corporativa. Neste sentido, Jensen (1993) indicou que conselhos maiores têm chances menores de funcionarem de maneira efetiva, ao passo que Silveira, Barros e Famá (2003) encontraram uma relação negativa entre o tamanho dos conselhos de administração e o desempenho de mercado.

Em relação à variável conselheiros independentes (CI), essa se mostrou significativa em duas regressões, influenciando negativamente o desempenho das companhias familiares quando considerado o desempenho financeiro, mas impactando positivamente quando analisado o desempenho de mercado. Percebe-se que o aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de conselheiros independentes nas companhias familiares causa uma redução de 0,267 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, quando não considerados os efeitos

setoriais, ao nível de significância a 1%. De maneira contrária, leva ao aumento de 1,253 pontos percentuais no Q de Tobin, com efeitos setoriais, ao nível de significância de 10%.

O resultado negativo para o desempenho financeiro, que é interno, podem surgir do fato que o controle familiar reduz a efetividade dos conselhos independentes (JAGGI; LEUNG; GUL, 2009). Anderson e Reeb (2003) apontaram que, muitas vezes, as famílias controladoras podem indicar conselheiros independentes apenas para buscar aconselhamento quanto a questões estratégicas, ao invés de atribuir a eles os papéis de monitoramento e controle das atividades gerenciais. O resultado foi inverso para o desempenho de mercado, mostrando que uma participação maior de conselheiros independentes é bem vista pelo mercado, sendo um indicador de boas práticas de Governança Corporativa, corroborando com os estudos de Silveira, Barros e Famá (2003).

Na sequência, tem-se as variáveis relacionadas à participação familiar nas companhias familiares da amostra. A primeira delas, participação de fundadores nos conselhos (PFC), mostrou uma influência negativa no desempenho financeiro. Percebeu-se que o aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de fundadores nos conselhos reduz em 1,424 e em 0,298 pontos percentuais o retorno sobre os ativos, ambos ao nível de significância de 1%, considerando a presença e a ausência dos efeitos setoriais, respectivamente. Tendo como ponto de partida a literatura levantada, os resultados encontrados para o desempenho financeiro foram contrários ao que geralmente é esperado. Como justificativa, acredita-se que os fundadores em posições importantes nas companhias podem obter benefícios privados e atuar em benefício da família controladora, prejudicando os resultados da companhia e os demais interessados (YOUNG et al., 2008; ULLAH; ZHANG, 2016).

A respeito da participação de um fundador como CEO (FCEO), obteve-se um efeito misto no desempenho das companhias, sendo significativo para sete regressões. A presença de um fundador no cargo de CEO afetou tanto de forma negativa quanto positiva o retorno sobre os ativos, levando à redução de 0,317 pontos percentuais, com os efeitos setoriais e significância à 5%, ao passo que levou ao aumento de 0,332 pontos percentuais, sem considerar os efeitos setoriais e com nível de significância de 1%. Para o retorno sobre o patrimônio líquido, o impacto foi negativo, causando redução de 0,225 e de 0,080 pontos percentuais, ambos com significância de 1%, com e sem os efeitos setoriais, respectivamente. Ainda, reduziu em 0,401 pontos percentuais o Q de Tobin, com significância de 5% sem efeitos setoriais, e, de maneira contrária, levou ao aumento do Market-to-book em 0,304 e em 0,069 pontos percentuais, com níveis de significância de 5% e 1%, com e sem os efeitos setoriais, respectivamente.

Esses resultados demonstram o efeito bastante variado de um fundador CEO no desempenho das companhias familiares, ao se considerar diversas medidas de desempenho. De um lado, por exemplo, tem-se a importância do fundador atuando como CEO das companhias, como abordado por He (2008), que mostrou o impacto positivo dessa participação no desempenho financeiro e também na sobrevivência das firmas, e também por Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015), os quais argumentaram que o desempenho superior das firmas com um CEO fundador se deve ao zelo e comprometimento dos fundadores para com os negócios. Por outro lado, Ullah e Zhang (2016) comprovaram que um fundador CEO reduz o desempenho das companhias, abordando a questão dos interesses particulares e da família, os quais o CEO pode ter como prioridade ao realizar suas ações.

Para a variável de participação do fundador como acionista (PFA), percebeu-se um impacto misto, isto é, tanto positivo quanto negativo, no desempenho financeiro, ao passo que o efeito no desempenho de mercado foi negativo. O aumento de 1 ponto percentual na propriedade acionária pertencente aos fundadores leva ao aumento de 0,725 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, considerando os efeitos setoriais, e com significância de 1%, ao passo que o efeito é de redução de 0,858 pontos percentuais quando retirados os efeitos setoriais, com nível de significância de 1%. O efeito no retorno sobre o patrimônio líquido se mostrou positivo, levando a um aumento de 0,086 pontos percentuais, com nível de significância de 10%, sem os efeitos setoriais. Para o Market-to-book, o efeito obtido foi negativo, causando redução de 0,123 pontos percentuais, ao nível de significância de 1%.

A partir desses resultados, percebe-se que em duas regressões, ambas com desempenho de mercado, obteve-se um resultado positivo, o que era mais esperado de acordo com a literatura. Anderson e Reeb (2003) e Villalonga e Amit (2006) demonstraram que famílias e fundadores acionistas têm muito incentivo para monitorar os negócios, uma vez que a fortuna e os investimentos da família estão alocados ali, induzindo-os a serem monitores cuidadosos, o que pode estar associado a um maior desempenho. Porém, verificou-se um efeito negativo em quatro das regressões realizadas, contrariando o que era esperado, o qual pode ser justificado com um argumento totalmente oposto aos anteriores. Nesse ponto, tem-se o argumento de Demsetz (1983), o qual apontou que membros da família, o que inclui os fundadores, podem tirar vantagem de sua posição como grandes acionistas, trocando o lucro por benefícios privados e não aprovando projetos rentáveis, o que acarretaria em um desempenho pior.

Partindo para as variáveis relacionadas aos herdeiros, percebe-se que a participação desses nos conselhos de administração (PHC) também afetou de maneira negativa o desempenho financeiro das companhias, assim como a variável de participação dos fundadores

nos conselhos. O aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de membros do conselho que sejam herdeiros leva à redução de 0,088 pontos percentuais no retorno sobre o patrimônio líquido, sem a presença dos efeitos setoriais e com nível de significância de 1%. Em relação a tais resultados, Miller et al. (2007) demonstraram que o desempenho superior das firmas familiares está atrelado à participação do fundador como único membro da família, assim, a participação de herdeiros nos conselhos, por exemplo, não seria benéfica para o desempenho das companhias. Já Firfiray et al. (2018) abordaram a atuação dos herdeiros no processo sucessório das companhias, e apontaram que esses, muitas vezes, podem não estar bem preparados para assumir cargos de responsabilidade, o que pode afetar o desempenho de maneira negativa.

A variável herdeiro atuando como CEO (HCEO) exerceu um efeito misto tanto sobre o desempenho financeiro quanto sobre o desempenho de mercado. A presença de um herdeiro no cargo de CEO leva à redução de 0,123 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, com significância de 1%, com efeitos setoriais, ao passo que também leva a um aumento de 0,060 pontos percentuais, com nível de significância de 5%, sem os efeitos setoriais. Ainda, leva ao aumento de 0,025 pontos percentuais no retorno sobre o patrimônio líquido, com nível de significância de 10%, sem considerar os efeitos setoriais. Para o desempenho de mercado, a variável reduz em 0,385 pontos percentuais o valor do Q de Tobin, com efeitos setoriais e nível de significância de 10%. Já para o Market-to-book, tem-se um aumento de 0,076 pontos percentuais, indicando maiores oportunidades de crescimento, com significância de 10% e com efeitos setoriais.

Autores como Anderson e Reeb (2003) e Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) destacaram a importância de membros da família ocupando o cargo de CEO, não só fundadores, mas também herdeiros, o que afetaria de maneira positiva o valor e os resultados alcançados pelas companhias, salientando que membros da família compreendem melhor os negócios e tendem a agir como guardiões da companhia. Já Villalonga e Amit (2006) afirmaram que a participação de um herdeiro como CEO iria destruir o valor das firmas, o que foi confirmado pelo efeito negativo no Q de Tobin, assim como Miller et al. (2007) destacaram que apenas a participação do fundador, sozinho, seria capaz de beneficiar o desempenho das empresas.

Em relação à participação dos herdeiros como acionistas (PHA), foi encontrado um impacto misto para o desempenho financeiro, ao passo que o efeito no desempenho de mercado foi negativo. O aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de ações pertencentes a herdeiros leva à redução de 0,367 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, com nível de significância de 1% e sem efeitos setoriais. Para o retorno sobre o patrimônio líquido, o efeito

foi positivo, levando a um aumento de 0,172 e de 0,144 pontos percentuais, considerando a presença e a ausência dos efeitos setoriais, com níveis de significância de 5% e 1%, respectivamente. Já o efeito no Market-to-book é de redução, caindo em 0,111 pontos percentuais, à significância de 1% e sem efeitos setoriais.

A partir desses resultados, percebe-se que a participação de herdeiros acionistas é ambígua para o desempenho financeiro e negativa para o desempenho de mercado. Nesse ponto, Villalonga e Amit (2006) demonstraram que firmas de segunda geração, isto é, comandadas por herdeiros, tanto na propriedade quanto na gestão, exercem uma contribuição marginal negativa sobre o desempenho, quando comparada às companhias de primeira geração, que ainda eram de comando do fundador, o que pode estar relacionado com a utilização de benefícios privados por parte dos herdeiros. Considerando os resultados positivos, Anderson e Reeb (2003) demonstraram que a propriedade familiar, o que inclui a participação de descendentes, é uma estrutura organizacional efetiva, sendo inconsistente com a teoria de que acionistas menores seriam afetados de maneira negativa pela propriedade familiar. Assim, poder-se-ia esperar resultados positivos no desempenho das firmas familiares.

Para a variável propriedade acionária familiar (EPF), obteve-se um resultado positivo para o desempenho financeiro. O aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de ações de posse familiar, direta ou indiretamente, leva ao aumento de 0,194 e de 0,132 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, com nível de significância de 1%, com e sem os efeitos setoriais. A participação acionária de famílias nas companhias é uma das questões mais abordadas na literatura. Algumas pesquisas apontaram que a alta concentração de propriedade pode trazer prejuízo para as companhias devido aos benefícios privados gerados e um pior desempenho, como exposto em Demsetz (1983) e em Shleifer e Vishny (1997). Já outras demonstraram que, na verdade, a estrutura familiar funciona de maneira efetiva, não prejudicando os acionistas minoritários com benefícios privados e trazendo contribuições positivas ao desempenho, de acordo com Anderson e Reeb (2003), Hamadi (2010) e Wagner et al. (2015), o que pode estar atribuído ao vínculo existente entre os bens familiares e a companhia, fazendo com que as famílias atuem de maneira efetiva para garantir o melhor desempenho possível.

A variável número de executivos (Nex) mostrou um impacto positivo tanto no desempenho financeiro quanto no de mercado. O aumento de um indivíduo no número total de executivos leva a um aumento de 0,012 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, considerando a presença dos efeitos setoriais, com nível de significância de 5%. Para o Q de Tobin, os aumentos foram de 0,098 e de 0,060 pontos percentuais, ambos com significância de 1%, com e sem efeitos setoriais, respectivamente. Tal resultado corrobora com o exposto por

Eisenhardt (2013), a qual afirma que grupos de executivos maiores e com maior diversidade tendem a trazer resultados positivos devido à diversidade de opiniões e experiências, contribuindo para o sucesso e o crescimento das companhias.

Em relação à alavancagem (AL), o efeito foi negativo no desempenho financeiro, ao passo que para o desempenho de mercado, visualizou-se tanto um efeito positivo quanto negativo. O aumento de 1 ponto percentual na alavancagem das companhias leva à redução de 0,084 e de 0,079 pontos percentuais no retorno sobre o patrimônio líquido, com significâncias de 10% e de 1%, considerando a presença e ausência dos efeitos setoriais, respectivamente. Para o Q de Tobin, percebeu-se efeitos contrários, sendo que, com os efeitos setoriais, o aumento na alavancagem leva ao aumento de 0,193 pontos percentuais, ao nível de significância de 5%, ao passo que, sem os efeitos setoriais, o efeito é de redução de 0,704 pontos percentuais, com significância de 1%. Quanto ao Market-to-book, a alavancagem se mostrou benéfica, aumentando-o em 0,094 pontos percentuais, ao levar em conta a ausência dos efeitos setoriais, com significância de 1%.

O efeito negativo verificado para o desempenho financeiro e para o Q de Tobin são esperados, visto que o aumento no endividamento pode dificultar a alocação de recursos de maneira eficiente. Neste sentido, Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018) demonstraram que a alavancagem reduz o desempenho financeiro, enquanto García-Ramos e García-Olalla (2011) encontraram esse resultado para o desempenho de mercado. Em relação ao impacto positivo no Market-to-book e no Q de Tobin, para o qual obteve-se dois comportamentos, Ibhagui e Olokoyo (2018) demonstraram que o desempenho de mercado pode ser afetado positivamente pela alavancagem, fato relacionado ao tamanho das companhias, ou seja, pequenas firmas seriam afetadas negativamente pela alavancagem, ao passo que companhias maiores seriam afetadas positivamente, tal qual as companhias desta amostra.

Por fim, as variáveis de tamanho mostraram um impacto positivo no desempenho financeiro das companhias familiares, mas negativo quanto ao desempenho de mercado. O aumento de 1 ponto percentual no tamanho das companhias leva a um aumento de 0,012 pontos percentuais no retorno sobre o patrimônio líquido, considerando a ausência dos efeitos setoriais, com significância de 5%. Para o Q de Tobin, percebeu-se um efeito de redução de 0,184 pontos percentuais, com efeitos setoriais, ao nível de significância de 5%. O Market-to-book visualizou uma redução em 0,013 pontos percentuais, sem efeitos setoriais e nível de significância de 1%.

Em relação ao impacto no ROE, pode-se dizer que empresas de tamanhos maiores, como no caso das companhias da amostra, costumam ter desempenhos financeiros melhores, assim como apresentado em Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) e Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018).

Babalola (2013) sugeriu que, quanto maior o tamanho de uma companhia, maior é a sua influência nos *stakeholders*, o que, conseqüentemente, leva a um melhor desempenho. Em relação ao efeito negativo sobre as variáveis de desempenho de mercado, Evans (1987) argumentou que firmas grandes e mais antigas tendem a apresentar níveis de crescimento menores e que costumam reduzir ao passar do tempo, o que pode explicar os resultados para o Q de Tobin e Market-to-book, duas variáveis que medem, também, oportunidade de crescimento.

O subcapítulo seguinte, 6.3, apresenta o efeito da diversidade de gênero e do parentesco de conselheiras e executivas com seus colegas sobre o desempenho das companhias da amostra.

6.3 O IMPACTO DA DIVERSIDADE DE GÊNERO E DO PARENTESCO SOBRE O DESEMPENHO DAS COMPANHIAS

De forma a atender os objetivos de pesquisa estabelecidos e esclarecer as hipóteses de pesquisa, H7 e H8, que tratam da diversidade de gênero, e H9 e H10, que abordam os graus de parentesco de conselheiras e executivas com seus colegas, com suas respectivas hipóteses alternativas, esta seção apresenta a análise de correlação entre as variáveis que compõem os modelos da regressão para este caso, e, na sequência, são expostos os resultados alcançados com as regressões através do método GMM-Sys.

Antes de realizar a análise de regressão por GMM-Sys do modelo de diversidade de gênero, é necessária a realização do teste de correlação, o qual indica se existe uma forte associação entre duas ou mais variáveis do modelo. Caso os coeficientes de correlação alcançados sejam maiores do que 0,7, tem-se alta correlação, ou seja, colinearidade, o que torna desnecessária a utilização de ambas as variáveis no cálculo, uma vez que apresentam influências similares na análise. A Tabela 7 apresenta os resultados para o teste de correlação entre as variáveis do modelo.

Tabela 7 - Teste de correlação: modelo diversidade de gênero

pwcorr	ROA	ROE	Q	MB	MC	MD	MI	MCEO	GPMC
ROE	-0,008	1,000							
Q	-0,008	0,049	1,000						
MB	-0,003	-0,019	0,007	1,000					
MC	-0,031	-0,020	0,033	0,000	1,000				
MD	0,004	0,019	0,058	-0,020	0,231	1,000			
MI	-0,051	-0,007	-0,013	-0,014	0,436	-0,045	1,000		
MCEO	-0,062	-0,003	0,060	-0,021	0,338	0,460	-0,015	1,000	
GPMC	0,006	-0,013	-0,078	-0,035	0,512	-0,053	-0,074	-0,041	1,000
GPME	-0,054	-0,005	0,042	-0,019	0,276	0,400	-0,022	0,234	0,139
Dual	-0,041	-0,020	-0,038	0,011	0,210	-0,015	-0,071	0,038	0,183
Ncons	0,129	-0,043	-0,026	0,079	-0,129	-0,109	0,043	-0,086	-0,045
Nex	0,152	-0,009	0,177	0,074	-0,099	0,097	-0,060	-0,046	-0,103
CI	-0,016	-0,031	0,045	0,040	-0,195	-0,015	-0,006	-0,076	-0,114
AL	-0,083	-0,002	0,228	-0,018	-0,019	-0,026	-0,021	0,016	-0,017
AT	0,070	-0,015	-0,014	0,018	-0,136	-0,091	0,041	-0,027	-0,058
PL	0,101	-0,013	0,075	0,016	-0,122	-0,085	0,061	-0,028	-0,063
RL	0,075	-0,012	-0,014	0,011	-0,091	-0,068	0,004	-0,027	-0,007
pwcorr	GPME	Dual	Ncons	Nex	CI	AL	AT	PL	RL
Dual	0,208	1,000							
Ncons	-0,148	-0,318	1,000						
Nex	0,071	-0,177	0,389	1,000					
CI	0,043	-0,146	0,251	0,323	1,000				
AL	-0,003	0,068	-0,137	-0,087	0,006	1,000			
AT	-0,053	-0,127	0,426	0,185	0,063	-0,056	1,000		
PL	-0,033	-0,122	0,396	0,181	0,072	-0,062	0,867	1,000	
RL	-0,042	-0,033	0,307	0,143	0,042	-0,045	0,850	0,727	1,000

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: ROA=Retorno sobre os ativos; ROE=Retorno sobre o patrimônio líquido; Q=Q de Tobin; MB=Market-to-book; MC= Mulheres conselheiras; MD=Mulheres executivas; MI=Mulheres conselheiras independentes; MCEO=CEO do gênero feminino; GPMC=Grau de parentesco de mulher conselheira; GPME=Grau de parentesco de mulher executiva; Dual=Dualidade CEO/*Chairman*; Ncons=Número de membros no conselho; Nex=Número de executivas; CI=Conselheiros Independentes; AL=Alavancagem; AT=Ativo total; PL=Patrimônio líquido; RL=Receita líquida.

Conforme verificado na Tabela 7, os coeficientes de correlação encontrados entre algumas variáveis do modelo foram altos. As variáveis ativo total (AT) e patrimônio líquido (PL) apresentaram coeficiente de correlação de 0,867. Já entre ativo total e receita líquida (RL), o coeficiente foi de 0,850, e entre patrimônio líquido e receita líquida, de 0,727. A alta correlação, verificada entre as três variáveis, pode ser explicada pelo fato de serem variáveis que medem tamanho.

A Tabela 8 apresenta os resultados alcançados para a análise através do GMM-Sys, mostrando os oito modelos criados, sendo dois para cada variável dependente, os quais se diferenciam pela presença ou ausência dos efeitos fixos setoriais. Na parte inferior da Tabela 8, é apresentado o Teste Qui-quadrado (χ^2), no qual é rejeitada a hipótese nula, através do p-valor inferior a 1% em todos os casos, mostrando que as frequências observadas não são

diferentes das frequências esperadas, o que demonstra a existência da associação entre os grupos de variáveis nos modelos estudados.

Em relação ao teste de sobre-identificação de Sargan, verificou-se que quatro dos modelos alcançaram p-valores superiores a 5%, não rejeitando a hipótese nula de que os instrumentos são independentes do termo de erro. Para o teste de Arellano e Bond (1991) (Ar1 e Ar2), em seis regressões foi rejeitada a hipótese nula de ausência de correlação serial nos resíduos de primeira ordem, ao mostrarem p-valores inferiores a 10%, e não foi rejeitada a hipótese para segunda ordem, ao atingirem p-valores superiores a 10%. Dessa forma, não se pode afirmar que todas as análises apresentam correlação serial de ordem 1. Embora existam tais restrições, como GMM-Sys está sendo utilizado em todas as análises, optou-se por manter o padrão.

Tabela 8 - Análise da influência da diversidade de gênero e do parentesco sobre o desempenho das companhias

(conclusão)

VD	Retorno sobre os ativos		Retorno sobre o patrimônio líquido		Q de Tobin		Market-to-book		
	VI	I ¹	J	K	L	M	N	O	P
Sargan		115,220	188,609	37,647	54,757	61,396	74,670	37,926	58,245
p-valor		0,000	0,000	0,532	0,446	0,013	0,033	0,519	3,222
Ar1		-1,055	-2,127	0,000	-6,404	-2,097	-2,027	-6,999	-4,577
p-valor		0,291	0,033	0,000	0,000	0,036	0,043	0,000	0,000
Ar2		-3,064	-2,247	-0,478	-0,583	-0,686	-0,719	-1,281	-0,440
p-valor		0,002	0,025	0,633	0,560	0,493	0,472	0,200	0,660

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Nota: VD=Variáveis dependentes; VI=Variáveis independentes; L1=Variável dinâmica (lag da variável dependente); MC= Mulheres conselheiras; MD=Mulheres executivas; MI=Mulheres conselheiras independentes; MCEO=CEO do gênero feminino; GPMC=Grau de parentesco de mulher conselheira; GPME=Grau de parentesco de mulher executiva; Dual=Dualidade CEO/Chairman; Ncons=Número de membros no conselho; Nex=Número de executivos; CI=Conselheiros Independentes; AL=Alavancagem; Const=Constante; EFin=Efeitos fixos setoriais; EFTemp=Efeitos fixos temporais; Chi²=Teste qui-quadrado; Sargan=Teste de Sargan; Ar1 e Ar2=Testes de correlação serial de primeira e segunda ordem; *Significativo a 10%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 1%. ¹Os pares de regressões se diferenciam pela presença ou ausência dos efeitos setoriais.

Conforme apresentado na Tabela 8, a primeira variável de diversidade de gênero, mulheres conselheiras (MC), impactou de maneira positiva no desempenho de mercado das companhias, em apenas uma das regressões analisadas. O aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de mulheres nos conselhos leva ao aumento de 0,610 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, ao nível de significância de 10%, com efeitos setoriais. Esse resultado é favorável, visto que boa parte da literatura abordou o impacto positivo causado por um maior número de mulheres nos conselhos. Por exemplo, Carter et al. (2010) declararam que a maior diversidade de gênero traz a diversificação de opiniões e melhora o processo de tomada de decisão. Já Liu, Wei e Xie (2014) mostraram que a diversidade exerce um efeito positivo sobre o desempenho, devido ao fato de conselheiras geralmente serem monitoras mais ativas e participativas do que os conselheiros, dando ênfase às conselheiras que também atuam como executivas nas firmas, mostrando que a maior proximidade às atividades operacionais lhes dá mais oportunidades de acompanhar e influenciar as decisões das companhias.

Na sequência, verificou-se que a variável mulheres executivas (MD), ou mulheres em cargos de diretoria, afetou positivamente o desempenho financeiro das companhias em duas regressões. Com um nível de significância de 1% e com a presença dos efeitos setoriais, o aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de mulheres em cargos executivos leva ao aumento de 0,865 pontos percentuais no retorno sobre os ativos das companhias. Considerando a ausência de efeitos fixos setoriais, o efeito de aumento é de 0,363 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, com significância de 5%. Os autores Dezso e Ross (2008) e Khan e Vieito (2013) também compartilharam desse resultado, mostrando a importância da participação feminina em cargos de liderança, como nas equipes de alta gestão. Dezso e Ross (2008) argumentaram que os resultados positivos associados à participação feminina na direção das companhias estão ligados ao estilo gerencial feminino, que tende a facilitar o trabalho em equipe e aumentar a criatividade e inovação.

A respeito da variável de participação feminina nos conselhos independentes (MI), obteve-se que essa impacta negativamente no desempenho de mercado das companhias. O aumento de 1 ponto percentual na porcentagem de conselheiras independentes leva à redução de 0,116 pontos percentuais no Market-to-book, com nível de significância de 10% e sem considerar os efeitos setoriais. Esses resultados estão alinhados com os de Adams e Ferreira (2009), os quais mostraram que as mulheres conselheiras, tratadas com independentes, podem reduzir o desempenho das companhias devido ao monitoramento excessivo, assim como Bennouri et al. (2018) concluíram que conselheiras independentes são negativamente relacionadas com o desempenho das companhias analisadas.

Posteriormente, a variável mulher CEO (MCEO) não se mostrou significativa em nenhuma das análises, isto é, não exerceu efeito sobre o desempenho das companhias analisadas. Dezso e Ross (2008) também perceberam uma relação sem efeito entre as variáveis, apontando que o estilo gerencial feminino não se aplica necessariamente ao cargo de CEO, que geralmente é ocupado por homens e costuma exigir uma personalidade mais dominante e agressiva.

A variável seguinte, grau de parentesco das mulheres conselheiras com seus colegas do conselho (GPMC), afetou de maneira negativa o desempenho financeiro das companhias. A presença de conselheiras que exibem laços familiares com seus colegas leva à redução de 0,310 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, com a ausência de efeitos setoriais e nível de significância de 1%. A discussão sobre tal resultado é bastante restrita, sendo possível citar Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015), as quais apontaram que, muitas vezes, a indicação de mulheres com laços familiares aos conselhos pode se dar pela simples representação familiar e de gênero do que pelo mérito e experiência. Assim, a indicação de mulheres com relações familiares que apresentem um nível de educação menor, menor experiência e pouco engajamento nos negócios pode prejudicar as companhias. Entretanto, tal explicação também pode se dar pelo fato de mulheres, muitas vezes, não terem espaço para atuar nas decisões das companhias, como apresentado por Constantinidis e Nelson (2009), ou serem menosprezadas por seus colegas, uma vez que costumam estar em menor número, além de estarem ligadas com o monitoramento excessivo, costumeiramente apontado nas conselheiras, o que também acaba por afetar negativamente o desempenho, conforme sugerido por Adams e Ferreira (2009).

Para a variável de executivas com graus de parentesco com seus colegas executivos (GPME), percebeu-se uma influência negativa para o desempenho financeiro, ao passo que para o desempenho de mercado o efeito foi misto. A existência de executivas que apresentaram laços familiares leva à redução de 0,078 pontos percentuais no retorno sobre o patrimônio líquido, com nível de significância de 10%, sem considerar os efeitos setoriais. Para o Q de Tobin, o efeito da redução foi de 1,016 e de 0,955 pontos percentuais, com significância de 5%, com e sem os efeitos setoriais, respectivamente. Por fim, obteve-se um efeito positivo no Market-to-book, levando ao aumento de 0,141 pontos percentuais, com nível de significância de 5% e efeitos setoriais.

O efeito negativo verificado pode estar ligado à situação apresentada por Macêdo et al. (2004), na qual as diretoras com graus de parentesco, no caso, herdeiras, não eram vistas como uma autoridade perante seus subordinados, podendo levar a um menor desempenho. Ademais, pode estar relacionado com a questão apontada por Constantinidis e Nelson (2009), na qual

mulheres com laços familiares, também herdeiras, enfrentavam dificuldades para participar da gestão das companhias, que eram, em sua maioria, comandadas por homens, o que poderia dificultar a atuação feminina. De maneira contrária, o resultado positivo das executivas sobre o desempenho foi apresentado por Giraldez-Puig e Berenguer (2018), as quais argumentaram que executivas que possuem laços familiares com as empresas são comprometidas com as firmas, além de, possivelmente, terem sido capazes de desenvolver suas carreiras como gestoras e então podem desfrutar de suas conquistas profissionais.

Em relação às demais variáveis, a dualidade (Dual) apresentou um impacto positivo no desempenho financeiro. A presença da dualidade aumenta em 0,189 pontos percentuais o retorno sobre os ativos, com significância de 5%, com os efeitos setoriais. Tal resultado corrobora com os resultados encontrados quando a amostra considerada era de apenas companhias familiares, mostrando que, para as companhias em geral, a dualidade também exerce um efeito positivo sobre o desempenho.

Para a variável número de conselheiros (Ncons), percebeu-se um efeito misto no desempenho financeiro, ao passo que o efeito foi negativo para o desempenho de mercado. O aumento de um membro no conselho de administração leva à redução de 0,015 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, com nível de significância de 5%, sem os efeitos setoriais. Já para o retorno sobre o patrimônio líquido, o efeito foi de aumento em 0,004 pontos percentuais, com significância de 10%, sem efeitos setoriais. Em relação ao Market-to-book, o efeito foi de redução em 0,005 pontos percentuais, com significância de 10% e sem efeitos setoriais. O efeito positivo do tamanho dos conselhos sobre o desempenho pode ser justificado segundo Cheng (2008), o qual argumentou que conselhos maiores levam mais tempo para tomar decisões, o que pode resultar em decisões mais acertadas. Em relação aos efeitos negativos, o resultado corrobora com Jensen (1993), o qual indicou a pouca efetividade de conselhos maiores, e com Silveira, Barros e Famá (2003), os quais apresentaram uma relação negativa entre o tamanho dos conselhos de administração e o desempenho de mercado.

A respeito da variável número de executivos (Nex), teve-se um impacto positivo no desempenho de mercado das companhias. O aumento de um indivíduo no número de executivos leva ao aumento de 0,062 e de 0,021 pontos percentuais para o Q de Tobin, com níveis de significância de 1% e de 5%, com e sem efeitos setoriais, respectivamente. Para o Market-to-book, o efeito foi de aumento em 0,002 pontos percentuais, com nível de significância de 10%, sem os efeitos setoriais. Esse resultado mostra que um maior número de executivos é um benefício para as companhias, o que aumenta o seu valor, concordando com o apresentado por Eisenhardt (2013).

Já a variável conselheiros independentes (CI) teve efeito negativo no retorno sobre os ativos, reduzindo-o em 0,553 e em 0,315 pontos percentuais, com significâncias de 1%, com e sem efeitos setoriais, respectivamente. O efeito sobre o Q de Tobin foi positivo, levando a um aumento de 1,125 e de 0,541 pontos percentuais, com níveis de significância de 5% e 10%, com e sem efeitos setoriais, respectivamente. Esses resultados também são semelhantes aos alcançados para a amostra que considerou apenas companhias familiares, sugerindo que a presença de conselheiros independentes não é benéfica para o desempenho financeiro, interno à empresa, mas favorece a visão que o mercado tem sobre a companhia, aumentando o desempenho de mercado.

Na sequência, a alavancagem (AL) impactou de maneira positiva no desempenho de mercado, levando a um aumento de 0,023 e de 0,009 pontos percentuais no retorno sobre os ativos, ambos com significâncias de 1%, com e sem os efeitos setoriais, respectivamente. Já o impacto no retorno sobre o patrimônio líquido levou ao aumento de 0,004 pontos percentuais, com 5% de significância, com os efeitos setoriais. Tais resultados corroboram com os achados de Abubakar (2017), o qual afirmou que o desempenho pode ser afetado positivamente pela alavancagem dependendo do tipo de variável utilizada para sua mensuração.

Por fim, em relação ao tamanho das firmas, essa variável exerceu um impacto positivo no retorno sobre os ativos, levando ao aumento de 0,145 e de 0,081 pontos percentuais, ambos com nível de significância de 1%, com e sem efeitos setoriais. Para o retorno sobre o patrimônio líquido, o aumento foi de 0,009 pontos percentuais, com significância de 1%, sem os efeitos setoriais. Tais resultados corroboram os encontrados para a amostra de firmas familiares, confirmando que firmas maiores tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro.

6.4 RESULTADOS PARA AS HIPÓTESES DE PESQUISA

Após realizadas as análises de regressão através do método GMM-Sys, tanto para o efeito da dualidade, do monitoramento e da participação familiar sobre o desempenho das companhias familiares, quanto para o efeito da diversidade de gênero e do parentesco sobre o desempenho das companhias em geral, cabe realizar um levantamento dos resultados obtidos para as hipóteses de pesquisa. Assim, o Quadro 8 retoma as hipóteses e as classifica como rejeitadas ou não rejeitadas, conforme os resultados apontados anteriormente.

Quadro 8 - Resumo dos resultados encontrados para as hipóteses

(continua)

Nº	Conteúdo	Resultado
H1	Quanto mais conselheiros independentes, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H1A	Quanto mais conselheiros independentes, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H2	Quanto mais membros no conselho de administração, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H2A	Quanto mais membros no conselho de administração, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Rejeita
H3	A dualidade leva a um menor desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Rejeita
H3A	A dualidade leva a um maior desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H4	Quanto maior a quantidade de membros de uma família na gestão, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H4A	Quanto maior a quantidade de membros de uma família na gestão, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H5	Quanto maior a quantidade de membros de uma família na governança, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Rejeita
H5A	Quanto maior a quantidade de membros de uma família na governança, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H6	Quanto maior a estrutura de propriedade pertencente a membros de uma família, maior o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H6A	Quanto maior a estrutura de propriedade pertencente a membros de uma família, menor o desempenho das companhias familiares listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H7	Quanto maior a presença de mulheres nos conselhos de administração, maior o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H7A	Quanto maior a presença de mulheres nos conselhos de administração, menor o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Rejeita
H8	Quanto maior a presença de mulheres executivas, maior o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H8A	Quanto maior a presença de mulheres executivas, menor o desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Rejeita
H9	A existência de graus de parentesco entre mulheres conselheiras e outros membros do conselho leva a um maior desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Rejeita

Quadro 8 - Resumo dos resultados encontrados para as hipóteses

		(conclusão)
Nº	Conteúdo	Resultado
H9A	A existência de graus de parentesco entre mulheres conselheiras e outros membros do conselho leva a um menor desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H10	A existência de graus de parentesco entre mulheres executivas e outros executivos leva a um maior desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita
H10A	A existência de graus de parentesco entre mulheres executivas e outros executivos leva a um menor desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira.	Não rejeita

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Conforme apresentado no Quadro 8, o resultado para o efeito dos conselheiros independentes sobre o desempenho foi ambíguo, visto que tanto a hipótese original quanto sua alternativa não foram rejeitadas. Para o tamanho dos conselhos de administração, a hipótese original não foi rejeitada. Em relação à dualidade, a hipótese original foi rejeitada, ao passo que a alternativa não foi rejeitada. Na sequência, o efeito da estrutura familiar na gestão sobre o desempenho foi ambíguo, uma vez que a hipótese original e a alternativa não foram rejeitadas. Para a participação familiar na governança, rejeitou-se a hipótese original, ao passo que a alternativa não foi rejeitada. Em relação à propriedade acionária familiar, os resultados também foram ambíguos, ocorrendo a não rejeição de ambas as hipóteses.

Posteriormente, as hipóteses relacionadas à diversidade de gênero alcançaram resultados mais uniformes. Para a participação feminina nos conselhos, a hipótese original não foi rejeitada, ocorrendo o mesmo para a participação feminina em cargos executivos/de diretoria. Já em relação à existência de graus de parentesco entre as conselheiras e seus colegas, a hipótese original foi rejeitada, enquanto a alternativa não foi rejeitada. Por fim, para a ocorrência de graus de parentesco entre executivas e seus colegas, o resultado foi ambíguo, visto que não se rejeitou a hipótese original nem a alternativa.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo das companhias familiares tem crescido ao longo dos anos, sendo possível visualizar muitas pesquisas que buscaram conhecer fatores que afetavam seu desempenho. Ainda, o processo de sucessão nessas companhias se torna uma questão imprescindível, pois está diretamente ligado à sua sobrevivência. Esse processo, em muitos casos, mostra-se exclusivo, principalmente para mulheres herdeiras, que por estereótipos e preconceitos acabam prejudicadas nas companhias de suas próprias famílias. A questão dá margem para o estudo da participação feminina nas empresas, não só familiares, uma vez que é pequeno o número de mulheres atuando em posições importantes dentro das companhias, de maneira geral. Ainda, a maior participação de mulheres é vista como uma prática de Governança Corporativa, pois a diversidade de gênero pode levar à diversificação de comportamentos, experiências e qualificações, afetando positivamente as empresas.

A partir desse ponto de vista, esta pesquisa teve como objetivo geral verificar qual a influência da estrutura familiar e da diversidade de gênero no desempenho das companhias listadas na bolsa de valores brasileira. Como objetivos específicos, foram definidos: 1) estudar o impacto causado pelo monitoramento no desempenho de firmas familiares listadas na bolsa de valores brasileira; 2) verificar o efeito da dualidade sobre o desempenho de firmas familiares listadas na bolsa de valores brasileira; 3) investigar a participação familiar, nos conselhos, no cargo de CEO e na propriedade acionária, e seu impacto sobre o desempenho das empresas familiares listadas na bolsa de valores brasileira; 4) identificar a influência da participação feminina nos conselhos de administração e na direção sobre o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores brasileira; e 5) verificar a existência de graus de parentesco entre as mulheres conselheiras e executivas e outros conselheiros ou executivos nas empresas onde atuam, e analisar se esse parentesco influencia o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores brasileira.

Para o primeiro objetivo específico, os resultados apontaram um comportamento ambíguo em relação ao impacto do monitoramento no desempenho das companhias familiares. A variável conselheiros independentes, por exemplo, afetou negativamente o desempenho financeiro, mas impactou positivamente o desempenho de mercado. Já para a variável tamanho do conselho, percebeu-se que mais membros em um conselho de administração afetam de maneira negativa o desempenho financeiro, indo de encontro com boa parte do exposto na literatura, como em Jensen (1993) e em Silveira, Barros e Famá (2003). Para o segundo objetivo específico, percebeu-se que a dualidade é favorável ao desempenho das companhias familiares,

exercendo um efeito positivo tanto sobre o desempenho financeiro quanto sobre o desempenho de mercado.

A partir dessa análise, foi possível perceber que as companhias familiares realmente apresentam, para tais variáveis, um comportamento diferenciado daquilo que é usualmente apontado pela literatura. É o caso do efeito negativo dos conselheiros independentes sobre o desempenho, o que vai contra o apontado por Pombo e Gutiérrez (2011) e Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), e também do efeito positivo da dualidade no desempenho, contrariando os trabalhos de Jensen (1993), Judge, Naoumova e Koutzevol (2003) e Duru, Iyengar e Zampelli (2016). Alguns trabalhos apresentaram os mesmos resultados encontrados nesta pesquisa, como Jaggi, Leung e Gul (2009), os quais apontaram que conselheiros independentes não são tão efetivos em companhias familiares, e Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015) e Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), os quais mostraram que a dualidade pode ser positiva para as companhias. Nesse ponto, García-Ramos e García-Olalla (2011) sugeriram que a teoria da agência é limitada em sua explicação quanto à relação das características dos conselhos e da gestão com o desempenho das companhias.

Em relação ao terceiro objetivo específico, pode-se dizer que foi ambíguo o impacto da participação familiar, em seus diferentes aspectos, sobre o desempenho das companhias familiares. Isso se verifica, pois, para sete das variáveis de participação familiar estudadas, quatro delas apresentaram efeitos tanto positivos quanto negativos sobre as diferentes medidas de desempenho. Ainda, percebeu-se que o comportamento das variáveis que tratavam da participação dos fundadores e dos herdeiros seguiu uma mesma tendência, não sendo verificados resultados bem mais favoráveis aos fundadores do que aos herdeiros, como Miller et al. (2007) havia sugerido.

A respeito da participação dos fundadores e herdeiros como CEOs, obteve-se tanto resultados positivos quanto negativos. Os resultados positivos eram esperados, especialmente para os fundadores, que por terem mais experiência e, costumeiramente, uma maior preocupação com os seus negócios, tendem a apresentar resultados melhores, como observado em He (2008) e Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015). Entretanto, Ullah e Zhang (2016) apontaram o efeito negativo de CEOs fundadores sobre o desempenho, relacionando com os benefícios privados. Já o caso dos herdeiros atuando como CEOs e seu impacto positivo no desempenho não era tão aguardado quanto a participação dos fundadores, visto que alguns artigos demonstraram que herdeiros tendem a ter menos experiência e a reduzir o valor das companhias (VILLALONGA; AMIT, 2006; FIRFIRAY et al., 2018). Ademais, na amostra pesquisada, foi possível perceber que os herdeiros atuam em maior número do que os

fundadores das companhias, mostrando que eles estão mais participativos, e podem, em consequência, trazer benefícios para o desempenho das empresas.

Na sequência, foi possível verificar que tanto a participação de fundadores quanto a participação dos herdeiros nos conselhos de administração exerceram um efeito negativo sobre o desempenho das companhias. É possível que os membros da família façam uma boa gestão dos negócios, no papel de CEOs, mas, na governança corporativa, sua participação não apresentou resultados favoráveis. Nesse sentido, retoma-se os trabalhos de Demsetz (1983) e Shleifer e Vishny (1997), os quais apontaram que membros da família rotineiramente podiam se utilizar de benefícios privados, o que, de um modo geral, acabava por depreciar as companhias. Ainda, é possível esperar que os fundadores e herdeiros nos conselhos de administração gerem conflitos com outros conselheiros, o que pode dificultar a tomada de decisão, além do apontado por Young et al. (2008), segundo os quais membros da família podem indicar pessoas pouco qualificadas para cargos de grande importância ou apoiar estratégias que busquem o avanço pessoal ou familiar.

Foi possível observar, com base nas análises de regressão, que a propriedade familiar teve um efeito bastante diverso sobre o desempenho das companhias, sendo que a propriedade pertencente aos fundadores e aos herdeiros levaram à efeitos tanto positivos quanto negativos, ao passo que a propriedade familiar geral apresentou influência positiva. O efeito misto da posse acionária do fundador sobre o desempenho foi inesperado, visto que muitos estudos apontam que esses são os maiores responsáveis pelo aumento e pela manutenção do desempenho das empresas. Já o efeito misto da posse acionária dos herdeiros também não era esperado, sendo mais comum um efeito predominantemente negativo.

Entretanto, considerando a propriedade familiar de uma maneira geral, a predominância de resultados positivos é uma confirmação favorável, já que diversos autores, como Anderson e Reeb (2003), Hamadi (2010) e Wagner et al. (2015), apontaram que a propriedade familiar é benéfica ao desempenho das companhias. Nesse sentido, Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) salientaram que em empresas com concentração de propriedade, como no caso da empresa familiar, os acionistas possuem mais incentivos para monitorar a companhia com vistas a maximizar ganhos, o que leva à um melhor desempenho. Ademais, Poutziouris, Savva e Hadjielias (2015) apresentaram uma restrição a esse fato, mostrando que o desempenho aumentaria até a propriedade familiar chegar à média de 31% das ações, a partir de onde começava a reduzir.

A respeito do quarto objetivo específico, verificou-se que tanto a participação de mulheres como conselheiras quanto como executivas levou à um melhor desempenho das

companhias da amostra. A variável mulheres conselheiras foi significativa para apenas uma das regressões, mas seu efeito positivo vai de acordo com boa parte das pesquisas, como em Haro-de-Rosario et al. (2017), Liu, Wei e Xie (2014), Gulamhussen e Santa (2015) e em Ahmadi, Nakaa e Bouri (2018), salientando que a maior diversidade de gênero diversifica as opiniões e as experiências, o que pode levar a um melhor desempenho das companhias. Entretanto, verificou-se um pequeno número de mulheres conselheiras nas firmas, o que pode acabar atribuindo a elas o papel de *token* e dificultar sua atuação, reforçando a ideia de Kanter (1977), na qual a mulher é inserida nas empresas apenas de forma a representar o gênero feminino.

Em relação às mulheres executivas, apesar de ter sido diagnosticado um pequeno número de mulheres atuando em cargos executivos nas companhias, a influência positiva no desempenho é um resultado favorável, visto que boa parte da literatura que tratou das mulheres em cargos da alta gestão também apresentou resultados positivos. É o caso de Dezso e Ross (2008), Kolev (2012), Khan e Vieito (2013) e Perryman, Fernando e Tripathy (2016). Ademais, os autores Dezso e Ross (2012) mostraram que a participação feminina, associada às suas características comportamentais, são positivas para as organizações como um todo, de forma que melhoram a comunicação e trazem mais empatia para o ambiente empresarial.

Por fim, para o quinto objetivo específico, foi possível verificar que tanto a existência de conselheiras quanto de executivas com graus de parentesco com seus colegas levou à uma redução no desempenho das companhias, entretanto, a variável executivas com grau de parentesco apresentou, também, um efeito positivo sobre a *performance* das companhias. Os efeitos negativos podem ser justificados pela grande resistência enfrentada por mulheres com parentesco com as empresas, as quais muitas vezes não conseguem ser vistas como uma autoridade dentro das companhias, de acordo com Macêdo et al. (2004). Nesse sentido, Constantinidis e Nelson (2009) mostraram que muitas mulheres herdeiras preferiam abrir seus próprios negócios do que atuar em companhias que eram quase totalmente comandadas por homens.

Por outro lado, Bianco, Ciavarella e Signoretti (2015) apontaram que mulheres com laços familiares com a empresa podem ter sido indicadas simplesmente pelo grau de parentesco, sem considerar sua experiência ou engajamento nos negócios, de forma a preencher algum tipo de quota de participação feminina, o que pode trazer efeitos negativos para a companhia. Em relação ao efeito positivo apresentado pelas executivas com graus de parentesco com colegas, Giraldez-puig e Berenguer (2018) salientaram o maior comprometimento das executivas que possuíam laços familiares com a empresa, além de sua melhor formação, o que acaba levando a um melhor desempenho.

Como contribuições do estudo, destaca-se o levantamento feito em relação as variáveis de participação de fundadores e herdeiros na propriedade acionária, nos conselhos de administração e como CEOs, as quais apresentaram uma maior participação de herdeiros do que fundadores, indicando que muitas companhias da amostra já passaram pelo processo de sucessão. Ainda, confirma-se o grande número de companhias brasileiras com participação familiar, que chegou a 49% da amostra. O mesmo levantamento foi feito para as variáveis de diversidade de gênero, as quais mostraram que menos de 8% do total de conselheiros e de executivos da amostra são mulheres. A pequena participação feminina apresentada pode ser um incentivo para o Governo brasileiro levar em frente o projeto de lei que busca estabelecer um número mínimo de mulheres nos conselhos, o qual tramita há muitos anos sem chegar à uma decisão final.

A relevância do estudo se encontra, principalmente, na utilização de variáveis que não são costumeiramente utilizadas nas pesquisas publicadas no Brasil, como a participação familiar, a diversidade de gênero, e, principalmente, a existência de graus de parentesco de conselheiras e executivas com seus colegas, variáveis pouquíssimo visualizadas nas pesquisas, mesmo a nível internacional. Para a participação familiar, também não foi visualizado no Brasil um estudo que a tratasse de maneira fragmentada, separando os efeitos causados por fundadores e herdeiros, dando maior profundidade ao tema, da maneira como foi aplicado na presente pesquisa.

A coleta de dados se deu de forma manual, com consulta nos formulários de referências das companhias e posterior revisão dos dados, o que torna o banco de dados único, além de ser um banco bastante atual, por incluir dados desde 2010 até o ano de 2017. Ainda, destaca-se a utilização do método dos momentos generalizados como forma de análise, um método que vem se mostrando bastante usual nas pesquisas que envolvem finanças corporativas e governança corporativa, visto que as variáveis utilizadas para essas pesquisas apresentam uma série de características que não se adequariam facilmente a outros métodos.

Como limitações encontradas para o desenvolvimento da pesquisa, tem-se a coleta de dados, que exigiu bastante tempo para ser executada, e, por se ter uma grande quantidade de companhias listadas na bolsa de valores brasileira durante o período analisado, foi necessário aplicar uma série de restrições de modo a escolher quais empresas seriam incluídas na amostra. Outras limitações foram os valores encontrados para o teste de Sargan, que não alcançaram os níveis necessários para algumas das análises, assim como ocorreu para os testes Ar1 e Ar2, de Arrelano e Bond. Mesmo com a utilização do método GMM-Sys, que suaviza uma série de

pressupostos das regressões, foram encontrados valores não satisfatórios para alguns dos modelos.

Dessa forma, as sugestões para pesquisas futuras envolvem a investigação de uma metodologia que se adapte melhor aos dados, além da inclusão de novas variáveis ao estudo, como por exemplo, a experiência acadêmica e profissional dos herdeiros, fundadores, e também das mulheres atuantes nas empresas, características que podem afetar o desempenho das companhias no longo prazo. Isso permitiria esclarecer, por exemplo, se herdeiros ou demais membros da família, os quais assumem papéis importantes nas companhias, estão realmente capacitados para ocupar esses cargos, assim como comparar se as mulheres, que possuem laços de parentesco com as companhias, realmente apresentam uma formação diferenciada daquelas que não têm esses laços.

REFERÊNCIAS

- ABUBAKAR, A. Financial leverage and financial performance: Evidence from the Health Care Sector of the Nigerian Stock Exchange from 2005-2014. **ADSU Journal of Economic and Interrelated Disciplines**, v. 1, n. 2, p. 45-64, 2017.
- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 94, n. 2, p. 291-309, 2009.
- AHMADI, A.; NAKAA, N.; BOURI, A. Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 218-226, 2018.
- AHRENS, J. P.; LANDMANN, A.; WOYWODE, M. Gender preferences in the CEO successions of family firms: Family characteristics and human capital of the successor. **Journal of Family Business Strategy**, v. 6, n. 2, p. 86-103, 2015.
- ALDAMIZ-ECHEVARRÍA, C.; IDÍGORAS, I.; VICENTE-MOLINA, M. A. Gender issues related to choosing the successor in the family business. **European Journal of Family Business**, v. 7, n. 1-2, p. 54-64, 2017.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, p. 1429-1460, 2007.
- AMORE, M. D. et al. For love and money: Marital leadership in family firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 46, p. 461-476, 2017.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S & P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.
- ANSARI, I. F.; GOERGEN, M.; MIRA, S. The determinants of the CEO successor choice in family firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 28, p. 6-25, 2014.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- BABALOLA, Y. A. The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria. **Journal of Economics and Sustainable Development**, v. 4, n. 5, p. 90-95, 2013.
- BAIXAULI-SOLER, J. S.; BELDA-RUIZ, M.; SANCHEZ-MARIN, G. Executive stock options, gender diversity in the top management team, and firm risk taking. **Journal of Business Research**, v. 68, n. 2, p. 451-463, 2015.
- BAUM, C. F. **Dynamic Panel Data estimators**. Boston College, 2013. Disponível em: <<http://fmwww.bc.edu/EC-C/S2013/823/EC823.S2013.nn05.slides.pdf>> Acesso em: 25 mar. 2018.
- BENNOURI, M.; et al. Female board directorship and firm performance: What really matters?

Journal of Banking & Finance, v. 88, p. 267-291, 2018.

BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BIANCO, M.; CIAVARELLA, A.; SIGNORETTI, R. Women on corporate boards in Italy: The role of family connections. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 2, p. 129-144, 2015.

BOND, S. **Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice**. Working Paper CWPO9/02, Institute for Fiscal Studies Department of Economics, UCL Cemap, 2002.

BRASIL. SENADO, **Projeto de lei 112/2010**. 2010. Disponível em: <<https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/96597>> Acesso em: 03 mar. 2018.

CABRERA-SUÁREZ, M. K.; MARTÍN-SANTANA, J. D. Board composition and performance in Spanish non-listed family firms: The influence of type of directors and CEO duality. **BRQ Business Research Quarterly**, v. 18, n. 4, p. 213-229, 2015.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 24, n. 6, p. 142-153, 2013.

CAMPBELL, K.; MÍNGUEZ-VERA, A. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, v. 83, n. 3, p. 435-451, 2008.

CAMPOPIANO, G.; et al. Women's involvement in family firms: Progress and challenges for future research. **Journal of Family Business Strategy**, v. 8, n. 4, p. 200-212, 2017.

CAPELÃO, L. G. F. Relações de poder no processo de sucessão em empresas familiares: O caso das indústrias Filizola S.A. **Organização & Sociedade**, v. 7, n. 18, p. 141-155, 2000.

CARTER, D. A. et al. The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 5, p. 396-414, 2010.

CHAUHAN, Y.; DEY, D. K. Do female directors really add value in Indian firms? **Journal of Multinational Financial Management**, v. 42-43, p. 24-36, 2017.

CHENG, M.; LIN, B.; WEI, M. Executive compensation in family firms: The effect of multiple family members. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 238-257, 2015.

CHENG, S. Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 157-176, 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sobre a CVM**. 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html> Acesso em:

07 fev. 2018.

CONSTANTINIDIS, C.; NELSON, T. Integrating succession and gender issues from the perspective of the daughter of family enterprise: A cross-national investigation. **Management International**, v. 14, n. 1, p. 43-54, 2009.

CONYON, M. J.; HE, L. Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. **Journal of Business Research**, v. 79, p. 198-211, 2017.

CORPORATE WOMEN DIRECTORS INTERNATIONAL. **Latin America trails North America, Europe, and Asia in placing women on corporate boards**. Press Release. 2015. Disponível em: <<http://www.globewomen.org/CWDI/CWDI%202015%20Latin%20America%20Press%20Release.pdf>> Acesso em: 07 fev. 2018.

DEGENHART, L. et al. Análise dos fatores determinantes do desempenho das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA do setor de consumo cíclico. **ConTexto**, v. 16, n. 33, p. 74-89, 2016.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 375-390, 1983.

DEZSO, C. L.; ROSS, D. G. “Girl Power”: Female participation in top management and firm performance. **Working paper**, No. RHS06104, Robert H. Smith School of Business, University of Maryland, 2008.

_____. Does female representation in Top Management improve firm performance? A panel data investigation. **Strategic Management Journal**, v. 33, n. 9, p. 1072-1089, 2012.

DONNELLEY, R. G. La empresa familiar. **Revista de Administração de Empresas**, v. 42, n. 4, p. 161-198, 1964.

DURU, A.; IYENGAR, R. J.; ZAMPELLI, E. M. The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 10, p. 4269-4277, 2016.

DYER, W. G. Are family firms really better? Reexamining “Examining the ‘Family Effect’ on firm performance”. **Family Business Review**, v. 31, n. 2, p. 240-248, 2018.

EISENHARDT, K. M. Top management teams and the performance of entrepreneurial firms. **Small Business Economics**, v. 40, p. 805-816, 2013.

ÉPOCA. Brasil tem 15 empresas entre as maiores companhias familiares do mundo. **Época Negócios Online**. 2015. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Resultados/noticia/2015/04/brasil-tem-15-empresas-entre-maiores-companhias-familiares-do-mundo.html>> Acesso em: 11 mar. 2018.

EVANS, D. S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. **The Journal of Industrial Economics**, v. 35, n. 4, p. 567-581, 1987.

FACCIO, M., LANG, L. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FACCIO, M.; MARCHICA, M. T.; MURA, R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. **Journal of Corporate Finance**, v. 39, p. 193-209, 2016.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-325, 1983.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, 1992.

FIRFIRAY, S. et al. Is nepotism so bad for family firms? A socioemotional wealth approach. **Human Resource Management Review**, v. 28, n. 1, p. 83-97, 2018.

FLORIANI, O. P.; RODRIGUES, L. C. Sucessão empresarial: Processo sucessório em empresas familiares. **Anais do I Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas (EGEPE)**, p. 299-312, 2000. Disponível em: <<http://www.anegepe.org.br/edicoesanteriores/maringa/GPE2000-19.pdf>> Acesso em: 20 mar. 2018.

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Ceará: Universidade Estadual do Ceará, 2002.

GALLEGO-ÁLVAREZ, I.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; RODRÍGUEZ-DOMINGUEZ, L. The influence of gender diversity on corporate performance. **Revista de Contabilidad**, v. 13, n. 1, p. 53-88, 2010.

GARCÍA-RAMOS, R.; GARCÍA-OLALLA, M. Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses. **Journal of Family Business Strategy**, v. 2, n. 4, p. 220-231, 2011.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GIRALDEZ-PUIG, P.; BERENGUER, E. Family female executives and firm financial performance. **Sustainability**, v. 10, n. 11, p. 1-15, 2018.

GODARD, L. Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. **Finance Contrôle Stratégie**, v. 1, n. 4, 39-61, 1998.

GOES, T. H. M.; MARTINS, H. H.; MACHADO FILHO, C. A. P. Desempenho financeiro de empresas com características familiares: análise de empresas brasileiras listadas na BM&F. **REGE - Revista de Gestão**, v. 24, n. 3, p. 197-209, 2017.

GULAMHUSSEN, M. A.; SANTA, S. F. Female directors in bank boardrooms and their influence on performance and risk-taking. **Global Finance Journal**, v. 28, p. 10-23, 2015.

HAMADI, M. Ownership concentration, family control and performance of firms. **European Management Review**, v. 7, p. 6-13, 2010.

HANSEN, L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Econometrica**, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.

HAIR, J. R. F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2007.

HARO-DE-ROSARIO, A. et al. El rol del consejo de administración en la ética empresarial en países de latinoamérica. **Revista de Administração de Empresas**, v. 57, n. 5, p. 426-438, 2017.

HE, L. Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance. **Journal of Business Venturing**, v. 23, n. 3, p. 257-279, 2008.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

IBHAGUI, O. W.; OLOKOYO, F. O. Leverage and firm performance : New evidence on the role of firm size. **North American Journal of Economics and Finance**, v. 45, p. 57-82, 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Relatório de mulheres na administração das empresas brasileiras listadas - 2010 e 2011**. São Paulo, 2013. Disponível em: < <https://www.ibgc.org.br/biblioteca/4905/Relatorio-de-mulheres-na-administracao-das-empresas-brasileiras-listadas-2010-2011>> Acesso em: 20 mar. 2018.

JAGGI, B.; LEUNG, S.; GUL, F. Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 28, n. 4, p. 281-300, 2009.

JAYANTILAL, S.; JORGE, S. F.; PALACIOS, T. M. B. Effects of sibling competition on family firm succession: A game theory approach. **Journal of Family Business Strategy**, v. 7, n. 4, p. 260-268, 2016.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JUDGE, W. Q.; NAOUMOVA, I.; KOUTZEVOL, N. Corporate governance and firm performance in Russia: An empirical study. **Journal of World Business**, v. 38, n. 4, p. 385-396, 2003.

KANITZ, S. C.; KANITZ, L. M. A relação pai e filho nas empresas familiares. **Revista de Administração**, v. 13, n. 1, p. 33-41, 1978.

KANTER, R. M. **Men and Women of the Corporation**. New York: Basic Books, 1977.

KHAN, W. A.; VIEITO, J. P. Ceo gender and firm performance. **Journal of Economics and Business**, v. 67, p. 55-66, 2013.

KING, M. R.; SANTOR, E. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. **Journal of Banking and Finance**, v. 32, n. 11, p. 2423-2432,

2008.

KIRSCH, A. The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. **The Leadership Quarterly**, v. 29, n. 2, p. 346-364, 2016.

KOLEV, G. I. Underperformance by female CEOs: A more powerful test. **Economics Letters**, v. 117, n. 2, p. 436-440, 2012.

KRISTIE, J. The power of three. **Dir. Boards**, v. 35, n. 5, p. 22-32, 2011.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LIU, Y.; WEI, Z.; XIE, F. Do women directors improve firm performance in China? **Journal of Corporate Finance**, v. 28, p. 169-184, 2014.

LUAN, C. J. et al. CEO succession decision in family businesses - A corporate governance perspective. **Asia Pacific Management Review**, v. 23, n. 2, p. 130-136, 2018.

LUBATKIN, M. H. et al. The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. **Journal of Organizational Behavior**, v. 26, n. 3, p. 313-330, 2005.

MACÊDO, K. B. et al. O processo sucessório em organizações familiares e a exclusão da mulher. **Psicologia & Sociedade**, v. 16, n. 3, p. 69-81, 2004.

MACHADO, R. M. C.; WETZEL, U.; RODRIGUES, M. E. A experiência de sucessão para herdeiras de empresas familiares do Rio de Janeiro. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 6, n. 3, p. 01-24, 2008.

MADALOZZO, R. CEOs e composição do conselho de administração: A falta de identificação pode ser motivo para existência de teto de vidro para mulheres no Brasil?. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 1, p. 126-37, 2011.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

MARGEM, H. R. **Participação das mulheres no conselho de administração e diretoria, valor e desempenho das companhias brasileiras de capital aberto**. 2013. 24 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2013.

MARTIN-REYNA, J. M.; DURAN-ENCALADA, J. A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. **Journal of Family Business Strategy**, v. 3, n. 2, p. 106-117, 2012.

MARTINS, O. S.; SILVA, C. P. J. Mulheres no conselho afetam o desempenho financeiro? Uma análise da representação feminina nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, p. 63-76, 2017.

MAURI, A. J.; MICHAELS, M. P. Firm and industry effects within strategic management: An

empirical examination. **Strategic Management Journal**, v. 19, n. 3, p. 211-219, 1998.

MENDES-DA-SILVA, W.; GRZYBOVSKI, D. Efeitos da governança corporativa e da performance empresarial sobre o turnover de executivos no Brasil: comparando empresas familiares e não-familiares. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, p. 45-70, 2006.

MILLER, D. et al. Are family firms really superior performers? **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 5, p. 829-858, 2007.

MORENO-GÓMEZ, J.; CALLEJA-BLANCO, J. The relationship between women's presence in corporate positions and firm performance: The case of Colombia. **International Journal of Gender and Entrepreneurship**, v. 10, n. 1, p. 83-100, 2018.

PERRYMAN, A. A.; FERNANDO, G. D.; TRIPATHY, A. Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 2, p. 579-586, 2016.

PETRY, L. I.; NASCIMENTO, A. M. Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 109-125, 2009.

PISCITELLI, A. G. **“Jóias de família”: Gênero em histórias sobre grupos empresariais brasileiros**. 1999. 288 p. Tese (Doutorado em Ciências Sociais) - Departamento de Antropologia, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP, 1999.

POMBO, C.; GUTIÉRREZ, L. H. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. **Journal of Economics and Business**, v. 63, n. 4, p. 251-277, 2011.

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

PWC. **Pesquisa Global sobre Empresas Familiares 2016**. Press Release. 2016. Disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/setores-de-atividade/empresas-familiares/2017/tl_pgef_17.pdf Acesso em: 10 mar. 2018.

RAPAPORT, M. **Estrutura de propriedade e valor das empresas no Brasil**. 2009. 60 p. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2009.

SAH, R. K.; STIGLITZ, J. E. The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 1, p. 289-295, 1991.

SARGAN, J. D. The estimation of economic relationships using instrumental variables. **Econometrica**, v. 26, n. 3, p. 393-415, 1958.

_____. **Testing for misspecification after estimating using instrumental variables**. Mimeo, London School of Economics, 1975.

- SCHULZE, W. S.; et al. Agency relationships in family firms: theory and evidence. **Organization Science**, v. 12, n. 1, p. 99-116, 2001.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.
- _____. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e de desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: Um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, 2003.
- SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 322-338, 2014.
- ULLAH, S.; ZHANG, D. The influence of founder status on firm performance: Empirical evidence from Canadian IPO firms. **International Journal of Economics and Finance**, v. 8, n. 11, p. 134-149, 2016.
- VACCARI, N. A. D.; BEUREN, I. M. Participação feminina na governança corporativa de empresas familiares listadas na BM&FBovespa. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 113-131, 2017.
- VALADARES, S. M. Estrutura de controle e propriedade de empresas brasileiras. In.: BONOMO, M. org., **Finanças Aplicadas ao Brasil**, Rio de Janeiro: FGV Editora, p. 275-98, 2002.
- VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.
- WAGNER, D.; et al. A meta-analysis of the financial performance of family firms: Another attempt. **Journal of Family Business Strategy**, v. 6, n. 1, p. 3-13, 2015.
- YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.
- ZBOROWSKI, I. B. **Empresas familiares no índice bovespa**. 2009. 58 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.
- ZHOU, H.; HE, F.; WANG, Y. Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms. **Global Finance Journal**, v. 33, p. 88-103, 2017.