



Yuri Leal Nunes

**Desempenho de longo prazo das ações de empresas
familiares brasileiras que abriram capital entre os anos de
2007 e 2012**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração de Empresas.

Orientadora: Prof^a. Graziela Xavier Fortunato

Rio de Janeiro

Maio de 2018



Yuri Leal Nunes

**Desempenho de longo prazo das ações de
empresas familiares brasileiras que
abriram capital entre os anos de 2007 e
2012**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Administração de Empresas da PUC-
Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo
assinada.

Prof^a. Graziela Xavier Fortunato

Orientadora

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Sérgio Augusto Pereira Bastos

FUCAPE

Prof. Augusto Cesar Pinheiro da Silva

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 03 de maio de 2018

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e da orientadora.

Yuri Leal Nunes

Graduou-se em Administração pela Faculdade Arthur Sá Earp Neto em 2011, com MBA em Finanças pelo IBMEC – RJ em 2013. Atua na área de Planejamento Financeiro e Projetos de redução de custo.

Ficha Catalográfica

Nunes, Yuri Leal

Desempenho de longo prazo das ações de empresas familiares brasileiras que abriram capital entre os anos de 2007 e 2012 / Yuri Leal Nunes; orientadora: Graziela Xavier Fortunato. – 2018.

45 f.: il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2018.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Empresas familiares. 3. IPO. 4. Performance das ações. 5. CAPM. I. Fortunato, Graziela Xavier. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

Primeiro de tudo, gostaria de agradecer a Deus.

Aos meus pais, por todo o apoio e incentivo ao longo deste curso.

Aos meus amigos da B2W e Monte Carlo, pelos anos de trabalho, aprendizado e parceria.

À orientadora deste trabalho, professora Graziela Fortunato, pelas valiosas contribuições e pelo seu empenho em minha orientação.

Resumo

Nunes, Yuri Leal; Fortunato, Graziela Xavier. **Desempenho de longo prazo das ações de empresas familiares brasileiras que abriram capital entre os anos de 2007 e 2012**. Rio de Janeiro, 2018. 45p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este estudo visa analisar o desempenho de empresas familiares brasileiras, que abriram capital entre os anos de 2007 e 2012 através da performance das ações a partir do ano de 2013 até 2017, já que o discurso sobre o desempenho dessas empresas é controverso devido aos problemas de profissionalização e governança corporativa, por exemplo. Com base em estudos realizados em outros países, foram testadas se empresas familiares brasileiras tem melhor desempenho no mercado de ações do Brasil (BOVESPA) do que empresas não familiares que também abriram capital no mesmo período. Foi usado o *CAPM* como método para estimar o retorno esperado e comparar com retorno real das ações de empresas familiares e não familiares. Os resultados indicam que dentre as empresas analisadas, as familiares obtiveram melhores resultados, mesmo não havendo diferença na relação risco e retorno apresentado por empresas de ambos os grupos.

Palavras-chave

Empresas familiares; *IPO*; performance das ações; *CAPM*.

Abstract

Nunes, Yuri Leal; Fortunato, Graziela Xavier (Advisor). **Performance in long term of the shares of Brazilian family companies that opened capital between 2007 and 2012**. Rio de Janeiro, 2018. 45p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study aims to analyze the performance of Brazilian family companies, which opened capital between 2007 and 2012 through the performance of actions from the year 2013 to 2017, since the discourse on the performance of these companies is controversial due to the problems of professionalization and corporate governance, for example. Based on studies conducted in other countries, it was tested whether Brazilian family companies perform better in the Brazilian stock market (BOVESPA) than non-family companies that also opened equity in the same period. CAPM was used as a method to estimate the expected return and to compare with the real return of the shares of family and non-family companies. The results indicate that among the companies analyzed, the family members obtained better results, even though there was no difference in the risk and return relationship presented by companies of both groups.

Keywords

Family Business; *IPO*; stock performance; *CAPM*.

Sumário

1. Introdução	11
1.1. Descrição do Problema	11
1.2. Objetivo Geral	12
1.3. Objetivos Específicos	12
1.4. Relevância do Estudo	13
1.5. Delimitações do Estudo	13
1.6. Estrutura da Dissertação	14
2. Referencial Teórico	15
2.1. Empresas Familiares e Abertura de Capital	16
2.2. Diferenças entre Empresas Familiares e Empresas não Familiares	18
2.3. Avaliação de Performance Utilizando o <i>CAPM</i>	19
3. Metodologia	22
3.1. Amostra	22
3.2. Coleta de Dados	23
3.3. Tratamento dos Dados	24
3.4. Método para Análise dos Retornos: <i>CAPM</i>	25
4. Análise dos Resultados	26
4.1. Análise dos Retornos Esperados das Empresas não Familiares <i>Versus</i> Familiares pelo <i>CAPM</i>	29
5. Considerações Finais	35
6. Referências Bibliográficas	36
Anexo A	41

Lista de gráficos

Gráfico 1 - Relação risco total <i>versus</i> retorno da carteira não familiar.	28
Gráfico 2 - Relação risco total <i>versus</i> retorno da carteira familiar.	28
Gráfico 3 - Retorno esperado e realizado – Empresas não familiares.	32
Gráfico 4 - Retorno esperado e realizado – Empresas familiares.	32

Lista de quadros

Quadro 1 - Critério de classificação de empresas familiares	22
Quadro 2 - Empresas familiares e critérios de classificação	23

Lista de tabelas

Tabela 1 - Estatística descritiva da amostra.	26
Tabela 2 - Retorno esperado e realizado – Empresas não familiares.	30
Tabela 3 - Retorno esperado e realizado – Empresas familiares.	31
Tabela 4 - Comparativo entre o retorno esperado e o realizado	33
Tabela 5 - Tabela de comparação entre as carteiras.	34
Tabela 6 - Empresas com abertura de capital entre 2007 e 2012.	43
Tabela 7 - Classificação de empresas familiares.	45

1

Introdução

1.1. Descrição do problema

Ao longo do processo de amadurecimento, as empresas familiares passam por ciclos de evolução, enfrentando desafios para assegurar a continuidade dos negócios e o crescimento sustentável (MENDONÇA, 2016).

Muitas das características que diferenciam as empresas familiares de forma positiva são também as origens de algumas das suas maiores desvantagens competitivas. Por trás do foco no longo prazo, da capacidade de tomar rápidas decisões e das relações baseadas na confiança que marcam a gestão de grupos familiares, há também a dificuldade de implantar uma boa governança corporativa, a falta de profissionalização da gestão e conflito de agência (PRADO, 2011).

É possível encontrar na literatura estudos que buscam a relação entre o desempenho de empresas no mercado de capitais e a participação de grupos familiares na estrutura societária. Tanto Anderson e Reeb (2003) como a análise feita pela Thomson Financial para Newsweek (2005) indicaram que empresas familiares superaram significativamente as empresas não familiares por duas razões, pelo menos: em primeiro lugar, a participação familiar e seu envolvimento são influências positivas no desempenho da empresa e, em segundo lugar, a riqueza da família está diretamente ligada ao futuro da empresa. Isso significa que a tomada de decisões nas empresas familiares se baseia em horizontes de tempo mais longos do que em empresas não familiares visando a maximização da riqueza, conforme Chami (1999).

Para Mendonça (2016), empresas familiares que decidem abrir capital se beneficiam de diversas formas, pois essa mudança exige uma reestruturação significativa nos controles internos por meio de uma auditoria e controladoria, além de aumentar a disciplina e aprimorar as práticas de governança. As empresas passam ter a necessidade de atrair profissionais mais qualificados e com isso

amadurecem com a profissionalização da gestão, melhorando suas estruturas de prestação de contas, transparência e estabilidade legal à empresa, reduzindo pontos de atrito e conflitos de interesses.

Dada a importância do tema e sua relevância na economia, empresas familiares sempre são assuntos de discussão e muitas vezes sem fundamentação (SHARMA; CARNEY, 2012). Entretanto, por conta da concorrência e do novo mercado, estudiosos estão concentrando seus esforços em assuntos relacionados às empresas familiares. Mas ainda há espaço no que se refere à performance de empresas familiares no processo de abertura de capital quando comparadas a empresas não familiares.

1.2. Objetivo geral

O objetivo deste estudo é analisar o desempenho de empresas familiares brasileiras após a abertura de capital, com base nos trabalhos de Anderson e Reeb (2003) e Martins e Machado Filho (2017). No primeiro, Anderson e Reeb (2003) investigam a relação entre propriedade da família fundadora e o desempenho de grandes empresas norte americanas de capital aberto. Já no segundo, Goes, Martins e Machado Filho (2017) buscaram compreender as diferenças entre o desempenho financeiro de empresas familiares listadas em bolsa frente as empresas não familiares.

Foi utilizando o modelo *CAPM* como método para verificar se existem evidências de diferenças no retorno esperado após abertura de capital de empresas familiares e empresas não familiares em relação ao retorno real apresentado por estas empresas.

1.3. Objetivos específicos

- Identificar empresas que abriram capital entre os anos de 2007 a 2012 para que se possa analisar pelo menos 5 anos de resultados em bolsa num período recente de 2013 a 2017.
- Separar o grupo de empresas em empresas familiares e não familiares segundo o critério proposto por Ramalho e Martinez (2014).

- Comparar o risco das ações de empresas familiares e não familiares com seus retornos reais no período de análise.
- Aplicar modelo *CAPM* para as carteiras formadas por esses dois grupos e verificar se existem evidências de diferenças nos resultados.

1.4. Relevância do estudo

Em sua análise, Andersen e Reeb (2003) organizam sua amostra de empresas norte americanas em diferentes tipos de estruturas e governanças para, então, comparar suas performances calculando o retorno sobre os ativos (ROA) familiares e não familiares. Seus resultados sugerem que controle e propriedade familiar representam uma estrutura organizacional eficiente que reflete no resultado financeiro da empresa. Já Goes, Martins e Machado Filho (2017) comparam a performance de empresas familiares e não familiares brasileiras utilizando o passivo oneroso e lucro operacional líquido para realizar um teste de média das variâncias e demonstraram que existe diferenças no resultado financeiro de cada tipo de empresa.

Neste trabalho optou-se por uma nova abordagem para o assunto utilizando o *CAPM*, e assim, contribuir para diminuir a incerteza quanto as empresas familiares e suas performances quando comparadas às empresas não familiares no mercado brasileiro.

1.5. Delimitações do estudo

Neste estudo foram selecionadas empresas que abriram capital entre os anos de 2007 e 2012. Tal período permite que se analise pelo menos 5 anos desde a abertura de capital, nos anos de 2013 e 2017.

Para fins de comparação optou-se por trabalhar com empresas que tenham realizado o processo de abertura de capital por meio de oferta pública de ações (*IPO*) na bolsa de valores brasileira.

1.6. Estrutura da dissertação

O presente trabalho está dividido em quatro partes. Na segunda parte apresentam-se os principais estudos relacionados ao tema, além de estudos recentes que fundamentam a metodologia apresentada na terceira parte; na quarta parte são apresentados e discutidos os resultados e, por fim; na quinta parte apresentam-se as considerações finais do trabalho, bem como sugestões para pesquisas futuras.

2 Referencial teórico

As empresas familiares tem sido objeto de estudos no meio acadêmico, principalmente por representarem um tipo de constituição empresarial importante no mundo (ORO; BEUREN; HEIN, 2009). As primeiras pesquisas relevantes envolvendo empresas familiares no meio acadêmico datam de 1953 com as publicações de Calder (1953) e Christensen (1953). O surgimento deste tema de pesquisa pode ser em grande parte atribuído à abordagem proativa de integrantes de empresas familiares cujos esforços se concentraram em estudos de casos como observado por Donnelley (1964) e Barnes e Hershon (1976).

Sharma (2007) oferece uma visão da evolução de dois trabalhos acadêmicos relacionados ao tema de empresas familiares. O trabalho de Calder (1953) deu início à discussão ao destacar os problemas de pequenas manufaturas com controle familiar. Já Christensen (1953) abordou o tema de sucessão. A partir daí os trabalhos foram desenvolvidos em anos mais adiante com Sharma (1996) trazendo a primeira grande revisão bibliográfica publicada sobre o tema.

No entanto, segundo Brockhaus (1994), uma série de fatores parece ter contribuído para retardar os estudos de empresas familiares, tais como: dificuldade em estabelecer um consenso entre pesquisadores sobre o que define uma empresa familiar, adoção de metodologias não sustentadas pela teoria, projetos de pesquisa sem robustez e a escassez de dados que permita a aplicação de análises de séries temporais a fim de possibilitar comparações significativas entre empresas familiares e não familiares.

Com o aumento de destaque dado ao assunto nos anos 2000 diversos estudos têm sido publicados. Alguns analisam as performances das empresas familiares, como os de Anderson e Reeb (2003), Anderson *et al.* (2003) e Fernández e Nieto (2005). Outros, como os de Morck e Yeung (2003), deram atenção ao custo de agência, enquanto Schulze *et al.* (2003) ao nepotismo.

2.1.

Empresas familiares e a abertura de capital

As fronteiras que definem e diferenciam as empresas familiares e não familiares ainda não estão claramente definidas. Enquanto alguns autores, como Donnelley (1976) e Lodi (1993), utilizam conceitos restritos para definir uma empresa familiar, outros, como Leone (1991) e Longenecker (1997), simplificam o assunto com conceitos mais amplos relacionados à presença de um membro da família do fundador na gestão do negócio.

Para Donnelley (1976) e Lodi (1993), uma empresa só pode ser considerada familiar quando é identificada pela presença de pelo menos duas gerações de uma família e resulta numa influência recíproca entre a política geral da firma e os interesses da família. Os autores ressaltam também a importância da segunda geração para a classificação como empresa familiar quando o fundador abre caminho para seus futuros sucessores. Ademais, a empresa familiar deve possuir valores que se identifiquem com a figura do fundador.

Já Leone (1991) não considera necessário que uma segunda geração esteja presente na empresa. O autor enfatiza que as empresas familiares devem ser iniciadas por um membro da família que participe da propriedade e/ou direção, e os valores institucionais se identifiquem com a figura do fundador, sendo a sucessão ligada à hereditariedade. Dessa forma, congrega três grandes vertentes: propriedade, gestão e sucessão.

Longenecker (1997) considera, assim como Leone (1991), que a empresa familiar esteja necessariamente relacionada com a propriedade e que haja o envolvimento de dois ou mais membros da família no controle da empresa.

Naturalmente, alguns pesquisadores vêm adotando conceitos que podem variar bastante dependendo do escopo da pesquisa, enquanto outros optam por utilizar conceitos já consagrados na literatura, como Rossato Neto e Cavedo (2004), que adotam a abordagem apresentada por Leone (1991) e Longenecker (1997). Assim como Lanzana e Constanzi (1999), acreditam que a empresa necessita de um grau mínimo de concentração de propriedade do capital nas mãos de uma família suficiente para interferir no controle administrativo.

A exemplo de Zborowski *et al.* (2011), considera-se como empresa familiar aquela com presença no controle e posição acionária de um acionista, detentor de uma maioria de ações. Para fins desse estudo, empresa familiar foi considerada quando o acionista ou conjunto de membros de uma família possuir pelo menos 5% das ações ordinárias da empresa. Quanto à gestão, foi considerada a existência de algum membro da família no Conselho de Administração ou diretoria estatutária.

Nesse contexto, Bomfim, Santos e Pimenta Júnior (2007) abordam os processos de abertura de capital em empresas familiares. A abertura de capital funciona como uma ferramenta para acesso ao mercado capaz de fornecer recursos que visam financiar novos projetos de investimentos, promover o crescimento e a modernização das atividades, ou possibilitar operações de reestruturação de capital.

Bomfim, Santos e Pimenta Júnior (2007) ressaltam ainda que no que concerne às empresas de tipo familiar, a oferta inicial de ações (*IPO - Initial Public Offering*) é vista também como uma solução para questões relativas à reestruturação societária, partilha de heranças, processo sucessório ou saída de algum dos principais acionistas.

Dentre as desvantagens, citam-se os custos elevados associados não só à abertura como também às despesas periódicas, além das exigências legais feitas às empresas com relação à transparência, que podem revelar informações importantes sobre sua estratégia (SILVA, 2000).

Em relação às exigências para abertura de capital, é importante a implantação de práticas de transparência gerencial que pressupõem rígidos controles internos, demonstrativos financeiros, formalização de atividades contábeis, auditoria externa independente. Incluem-se também: quadro de acompanhamento comparativo de mercado e ações; comunicação clara e direta com investidores por meio de indivíduo em cargo de direção que não seja o presidente ou sócio majoritário; criação do conselho de acionistas, incluindo os minoritários; pronta resposta a crises de confiança ou de mercado; planejamento estratégico em médio e longo prazo, para o claro entendimento de onde será aplicado o dinheiro captado; plano de ação setorial; e gestão de projetos específicos de mudanças internas, entre outras ações que fortalecerão as melhores práticas de boa governança corporativa (FREIRE *et al.*, 2008).

Além do mais, a lógica das empresas familiares acrescenta desafios à tradicional governança corporativa. Estas são empresas mais complexas no atendimento aos interesses da família, da alta gestão, dos diretores, principalmente, quando os membros da família sobrepõem funções dentro da empresa. Neste caso, os objetivos econômicos podem não estar alinhados com os objetivos da família. Uma empresa tipicamente familiar apresenta, portanto, condições de violar os elementos nos quais se pauta a tradicional governança corporativa (MUSTAKALLIO *et al.*, 2002).

Nesse sentido, Freire *et al.* (2008) mencionam que a profissionalização destas empresas passa então, pela construção de boas práticas de governança corporativa, o que impõem implantação de mudanças não somente estratégicas, tecnológicas, estruturais e financeiras, mas também políticas, humanas e culturais. Eventualmente, isso passa pela abertura de capital.

2.2.

Diferenças entre empresas familiares e empresas não familiares

Empresas familiares são frequentemente consideradas menos eficientes ou, pelo menos, menos lucrativas que empresas não familiares. Fama e Jensen (1985) argumentam que a combinação de propriedade e controle permite que sócios troquem lucro por ganhos pessoais. Demsetz (1983) sugere que tais proprietários podem escolher o consumo não pecuniário e, assim, tirar recursos escassos de projetos lucrativos.

Ademais, empresas com numerosos proprietários não diversificados, ou seja, empresas com um grande número de proprietários da mesma família, podem não alcançar lucro máximo porque não são capazes de separar os interesses financeiros da empresa com os de seus proprietários. Quando empresas familiares limitam as posições de gerenciamento executivo a somente membros da família, uma seleção restrita de mão-de-obra pode levar a desvantagens competitivas, por exemplo (ANDERSON; REEB, 2003).

Maug (1998) e Shleifer e Vishny (1997) indicam que membros familiares tendem a tomar decisões que minimizam o risco para a empresa. Famílias podem possuir fortes incentivos para realizar investimentos de baixo risco e diversificação corporativa sem valor agregado.

Embora alguns autores sugiram que a propriedade familiar leva a um mau desempenho da empresa (FACCIO; LANG, 2002), outros postulam que a influência da família é benéfica. Demsetz e Lehn (1985) argumentam que os investidores concentrados têm incentivos econômicos substanciais para diminuir conflitos de agência e maximizar o valor da empresa. Isso ocorre porque a riqueza da família está intimamente ligada ao bem-estar da empresa, assim, as famílias podem ter fortes incentivos para monitorar os gerentes e minimizar o problema do *free-rider* inerente a pequenos acionistas.

Grossman e Hart (1980) e Shleifer e Vishny (1997) apoiam essa ideia, mostrando como as empresas com grandes acionistas poderiam ser mais valiosas do que as empresas com acionistas pequenos e diversificados, devido ao grande incentivo do proprietário monitorar e disciplinar os agentes de controle. Anderson e Reeb (2003) afirmam que grandes investidores têm incentivos econômicos substanciais para maximizar desempenho e influência com poder para fazer com que isso aconteça.

Há evidências crescentes de que as empresas familiares mantêm suas vantagens em economias mais desenvolvidas e em ambientes legais altamente regulados. O desempenho superior das empresas familiares é ainda mais evidente nos mercados emergentes, onde são vistos como os "motores" da economia (WHYTE, 1996). Grandes grupos empresariais controlados pela família são dinâmicos e versáteis, e representam uma proporção significativa do produto nacional bruto em mercados emergentes de alto crescimento (CARNEY, 2005; CLAESSENS *et al.*, 2002). Björnberg, Elstrodt e Pandit (2014), a partir de um grupo de países emergentes, apontam que aproximadamente 60% das empresas do setor privado, com faturamento acima de 1 bilhão de dólares, são de posse dos fundadores ou seus descendentes.

2.3.

Avaliação de performance utilizando o CAPM

O modelo *CAPM* (*Capital Assets Pricing Model*), de Sharpe (1964) e Lintner (1965), é definido por Tambosi Filho (2018) e Costa Jr e Neves (2000) como um modelo que relaciona uma rentabilidade esperada de um ativo em um determinado mercado em equilíbrio com seus riscos não diversificados (ou sistêmicos), também conhecidos como beta.

O modelo *CAPM* ocupa um lugar fundamental dentre os modelos de formação de preço de ativos sob condições de risco. É considerado por Miralles-Quirós *et al.* (2017) como o modelo de avaliação mais utilizado nas finanças modernas. Os autores atribuem o sucesso do modelo à sua equação bastante simples que relaciona riscos e retornos.

O *CAPM* surge na década de 1960 como uma proposta de precificação de ativos financeiros. O modelo traz uma relação linear e positiva entre o beta de um título e o retorno esperado do mercado. O beta mede, especificamente, a sensibilidade do título em relação ao mercado e o seu retorno esperado é calculado através dos seus retornos históricos.

Uma das principais premissas das quais o modelo se baseia considera a existência de um ativo livre de risco e, conseqüentemente, uma taxa de retorno livre de risco sendo possível tomar e emprestar recursos a esta taxa, conforme Luz (2015).

Adicionalmente, Berk e Demarzo (2009) citam outras duas importantes premissas para o modelo: a de que os investidores mantêm apenas carteiras eficientes de títulos negociáveis (carteiras que rendem o máximo retorno esperado para determinado nível de volatilidade) e outra que diz que os investidores têm expectativas homogêneas em relação às volatilidades, correlações e retornos esperados dos títulos.

Kopittke e Freitas (2001) sintetizam as premissas do modelo como a seguir:

- Não existem custos ou impostos sobre as transações;
- Nenhum investidor (tomador ou prestador) é forte o suficiente para provocar oscilações nas taxas de mercado;
- Todos os investidores são racionais;
- As informações são livres, conhecidas e acessíveis a todos, sem custos;
- Não há restrições aos investimentos;
- Os investidores são aversos ao risco;
- Não há superavaliações ou subavaliações dos títulos;
- Os investidores comportam-se de forma similar frente aos investimentos;

As premissas do modelo são abordadas por diversos autores que afirmam que mesmo com a inconformidade com a realidade econômica de certas situações não inviabiliza sua utilização (KOPITTKKE; FREITAS, 2001)

Lytvynenko (2016) afirma que o modelo *CAPM* é um modelo lógico e intuitivo, baseado numa sólida fundamentação teórica. Por outro lado, as hipóteses subjacentes à sua construção apresentam-se muito restritivas e vêm sendo objeto de estudo ao longo dos anos. Mesmo assim, o *CAPM* é o mais utilizado para estimar o retorno de ativos, despertando o interesse de investigadores em conhecê-lo melhor em diferentes contextos e circunstâncias.

Embora a eficiência do *CAPM* seja sempre questionada ela permanece válida, apesar de estar sujeita a análise constante. Independente de críticas, vários estudos utilizam o *CAPM* como método de avaliação de desempenho, com destaque para as pesquisas envolvendo empresas listadas na BOVESPA (CASTIGLIONI; SANTOS; RODRIGUES, 2015).

Por exemplo, Lins, Silva e Marques (2009) buscaram identificar grupos de ações com características idênticas (carteiras hipotéticas), para alocação de capital disponível em determinados investimentos, usando o *CAPM* para conhecer o risco e os possíveis retornos para um potencial investidor.

Raboni *et al.* (2008) testaram uma estratégia de investimento em ações de empresas em crescimento supondo boas oportunidades de investimento no mercado de capitais. Para tanto, dividiram as ações das empresas com um índice conhecido como PEG (*profitearnings-growth*) e incorporaram ao modelo *CAPM*.

Já Mazzeu, Costa Junior e Santos (2013) utilizaram uma variação do *CAPM*. Eles analisaram o desempenho do modelo *CAPM* condicional com aprendizagem quando aplicado a séries de retornos das ações mais líquidas do mercado brasileiro.

Em resumo, o uso de modelos de formação de preço sob condições de risco é essencial para a atual razoabilidade financeira que constantemente questiona qual valor esta decisão acrescenta a uma empresa ou ativo específico (MIRALLES-QUIRÓS *et al.*, 2017).

3 Metodologia

Para alcançar o objetivo deste trabalho de observar se empresas familiares brasileiras têm melhor performance no mercado de ações (BOVESPA) do que empresas não familiares, foi realizado uma comparação entre o desempenho a partir das ofertas públicas iniciais (*IPOs*) realizadas entre os anos de 2007 a 2012, de 57 empresas listadas na BOVESPA. Posteriormente, foram comparados os retornos reais com os retornos esperados pelo *CAPM* de cada carteira.

3.1. Amostra

Entre os anos de 2007 e 2012 houve 96 processos de abertura de capital no Brasil, contudo, algumas empresas, posteriormente, optaram pelo fechamento de capital por meio da oferta pública de aquisição de ações (OPA) e por isso foram excluídas da amostra.

Além disso, as empresas que entraram em recuperação judicial, como o caso da PDG ou empresas que tiveram problemas em seus modelos de negócio, como por exemplo as empresas do empresário Eike Batista (OGX, OSX e Eneva), ou também que apresentaram problema com transparência e governança corporativa, foram retiradas da amostra. Por fim, a amostra totalizou 57 empresas, conforme Tabela 6 do Anexo A.

Foi considerada empresa familiar a que tivesse a presença de algum membro da família fundadora em pelo menos um de três fatores essenciais: controle, propriedade e gestão (RAMALHO; MARTINEZ, 2014), cujos critérios estão no Quadro 1.

Quadro 1 – Critério de classificação de empresas familiares.

Variável	Descrição
Controle	Maior percentual de ações ordinárias em posse dos acionistas controladores.
Propriedade	Acionista possuir pelo menos 5% das ações ordinária.
Gestão	Algum membro familiar participar do Conselho de Administração.

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Ramalho e Martinez (2014).

Dos 57 *IPOs* considerados no estudo, foram classificadas 34 empresas familiares e 23 não familiares. Com isso, formaram-se dois grupos para análise de desempenho. O Quadro 2 mostra as empresas familiares e os critérios atendidos para caracterizá-la como tal. A Tabela 7 do Anexo A contempla todas as empresas e seus critérios de seleção.

Quadro 2 – Empresas familiares e critérios de classificação.

Sigla Ação	Controle	Propriedade	Gestão	Sigla Ação	Controle	Propriedade	Gestão
HBOR3.SA	Sim	Sim	Sim	FHER3.SA	Sim	Sim	Sim
AMAR3.SA	Sim	Sim	Sim	JBSS3.SA	Sim	Sim	Sim
TRIS3.SA	Sim	Sim	Sim	SMT03.SA	Sim	Sim	Sim
SULA11.SA	Sim	Sim	Sim	IGTA3.SA	Sim	Sim	Sim
DTEX3.SA	Sim	Sim	Sim	TCSA3.SA	Sim	Sim	Sim
CZLT33.SA	Sim	Sim	Sim	HYPE3.SA	Sim	Sim	Sim
GSHP3.SA	Sim	Sim	Sim	DIRR3.SA	Sim	Sim	Sim
MULT3.SA	Sim	Sim	Sim	RADL3.SA	Sim	Sim	Sim
MRVE3.SA	Sim	Sim	Sim	JSLG3.SA	Sim	Sim	Sim
KROT3.SA	Não	Não	Sim	MILS3.SA	Sim	Sim	Sim
BEEF3.SA	Sim	Sim	Sim	ECOR3.SA	Sim	Sim	Sim
TGMA3.SA	Sim	Sim	Sim	ALSC3.SA	Sim	Sim	Sim
MRFG3.SA	Sim	Sim	Sim	QUAL3.SA	Sim	Sim	Sim
EZTC3.SA	Sim	Sim	Sim	SHOW3.SA	Sim	Sim	Sim
SLCE3.SA	Sim	Sim	Sim	QGEP3.SA	Sim	Sim	Sim
TRPN3.SA	Sim	Sim	Sim	ARZZ3.SA	Sim	Sim	Sim
JHSF3.SA	Sim	Sim	Sim	LCAM3.SA	Sim	Sim	Sim

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.2. Coleta de dados

Os dados relativos às cotações de fechamento do último dia útil do mês foram coletados na base de dados Economática. Outros dados relevantes para classificação da empresa como familiar foram coletados nos seus respectivos sites de relação com investidores (RI) e no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que armazena de forma padronizada os dados de companhias de capital aberto.

A taxa livre de risco (R_f) utilizada neste trabalho foi a variação mensal da poupança entre os anos de 2013 e 2017 disponibilizadas pelo Banco Central. A poupança foi escolhida como taxa livre de risco seguindo Silveira, Barros e Famá (2003), que sugerem a utilização da poupança ou CDI (Certificado de Depósito Interbancário) como apropriadas ao mercado brasileiro. Para o retorno médio do mercado (R_m) utilizou-se a variação mensal do índice IBOVESPA no mesmo período, que podem ser encontradas no site da BOVESPA.

O beta, que representa o risco sistemático contido nas ações, foi calculado pela razão entre a covariância do retorno de um ativo com o retorno do mercado e a variância deste, conforme Equação 1.

$$\beta_x = \frac{\text{Cov}(R_x, R_m)}{\text{Var}(R_m)} \quad (1)$$

β_x = Beta da ação x

R_x = Retorno da ação x

R_m = Retorno do IBOVESPA

3.3. Tratamento dos dados

O retorno das ações foi calculado pela variação do preço de fechamento em frequência mensal ao longo de 60 meses conforme Equação 2.

$$\text{Ret}_{xt} = (P_{xt+1}/P_{xt}) - 1 \quad (2)$$

Onde:

Ret_{xt} = rentabilidade da ação x no período t;

P_{xt+1} = preço de fechamento da ação x no período t+1;

P_{xt} = preço de fechamento da ação x no período t.

Como os *IPOs* foram realizados em diferentes meses dentro do período de análise, decidiu-se por utilizar as cotações de janeiro de 2013 a dezembro de 2017 gerando um grupo de observações de 60 períodos para todas as ações. Isso fez com que todas as ações tivessem a mesma série temporal de retornos, além de fazer com que os resultados não sofressem impacto do ano de abertura, visto que é

razoável supor que características das empresas e do setor em que elas se encontram influenciam os retornos gerados logo após o *IPO* (MCDONALD; LOUGHRAN, 2013).

Antes da análise do beta e o risco sistemático das ações, mediu-se o risco total calculando o desvio padrão dos retornos das ações dadas pela Equação 2. Em sequência, foram comparados os riscos das ações agrupadas nas carteiras familiares e não familiares com os retornos destas ações.

3.4. Método para análise dos retornos: *CAPM*

O *CAPM* foi escolhido como método para estimar o retorno justo e comparar com retorno real das ações de empresas familiares e não familiares. Apesar das restrições encontradas na literatura, optou-se por essa metodologia em função de sua recorrência em análises do mercado de capitais (ODA, 2000; COSTA, CUNHA e RIBEIRO, 2008). O modelo de formação de preços de ativos de capital *CAPM* é dado na Equação 3.

$$R_i = R_f + B_i * [R_m - R_f] \quad (3)$$

R_i = Retorno esperado pelo ativo i ;

R_f = Taxa de juros livre de risco

B_i = Coeficiente beta do ativo

$[R_m - R_f]$ = Prêmio de risco do mercado

Com os valores dos retornos mensais de cada uma das ações que foram calculados utilizando a Equação 2, mensurou-se o retorno médio de cada ação. Em sequência foram calculados os betas por meio da Equação 1 e os retornos esperados pelo *CAPM* utilizando a Equação 3.

Posteriormente, os resultados foram agrupados em duas carteiras igualmente distribuídas, a de empresas familiares e não familiares, para em seguida calcular os retornos reais médios e retornos esperados médios de cada carteira e assim compará-los.

4 Análise dos resultados

Inicialmente, são apresentados na Tabela 1 as estatísticas descritivas da amostra analisada. Foram observados os retornos mensais médio de 34 empresas familiares e 23 empresas não familiares durante os anos de 2013 e 2017 resultado em um total de 3.420 observações.

Empresa	Sigla Ação	Familiar	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Aliansce Shopping Centers	ALSC3.SA	Sim	-0,14%	-1,20%	8,15%	20,99%	-19,33%
Arezzo Indústria E Comércio	ARZZ3.SA	Sim	1,02%	0,22%	9,99%	31,11%	-16,64%
Banco Abc Brasil	ABCB4.SA	Não	1,09%	-0,05%	9,40%	39,77%	-16,19%
Banco Panamericano	BPAN4.SA	Não	-0,96%	-1,51%	12,80%	65,63%	-26,81%
Br Malls Part	BRML3.SA	Não	-0,06%	-1,32%	10,33%	32,21%	-23,44%
Brasil Insurance	BRIN3.SA	Não	-4,27%	-2,82%	16,20%	53,47%	-40,59%
Brasilbrokers	BBRK3.SA	Não	-2,38%	-5,24%	11,93%	42,86%	-19,34%
Brazil Pharma	BPHA3.SA	Não	-5,72%	-7,38%	22,64%	96,23%	-67,00%
Cia De Locação Das Americas	LCAM3.SA	Sim	1,60%	1,34%	12,98%	38,28%	-30,29%
Cosan Limited	CZLT33.SA	Sim	0,25%	0,20%	10,16%	24,91%	-18,68%
Cr2	CRDE3.SA	Não	-1,23%	-1,35%	10,49%	19,46%	-50,62%
Cremer	CREM3.SA	Não	0,84%	0,00%	10,09%	43,77%	-26,76%
Direcional Engenharia	DIRR3.SA	Sim	-0,85%	-1,71%	11,83%	43,94%	-22,90%
Estácio Participações	ESTC3.SA	Não	2,32%	2,03%	14,02%	56,17%	-30,90%
Even	EVEN3.SA	Não	-0,27%	-1,25%	10,47%	21,35%	-24,55%
Ez Tec	EZTC3.SA	Sim	0,29%	0,60%	8,71%	21,79%	-20,16%
Fleury	FLRY3.SA	Não	2,89%	0,42%	17,16%	96,18%	-50,55%
General Shopping	GSHP3.SA	Sim	-0,21%	-0,60%	14,99%	38,22%	-31,97%
Helbor Empreendimentos	HBOR3.SA	Sim	-1,44%	-3,18%	16,04%	69,57%	-27,67%
Heringer	FHER3.SA	Sim	-1,14%	-3,45%	15,69%	47,51%	-31,47%
Hypermarcas	HYPE3.SA	Sim	1,70%	1,50%	8,99%	28,00%	-20,43%
Iguatemi	IGTA3.SA	Sim	0,86%	1,53%	6,84%	15,16%	-13,60%
International Meal Company	MEAL3.SA	Não	-0,75%	-0,72%	14,23%	41,09%	-36,25%
Jbs	JBSS3.SA	Sim	1,45%	0,62%	11,27%	27,17%	-21,42%
Jhsf	JHSF3.SA	Sim	-1,54%	-5,46%	15,94%	70,37%	-24,32%
Julio Simões Logística	JSLG3.SA	Sim	-0,42%	0,44%	9,66%	34,24%	-21,91%
Kroton Educacional	KROT3.SA	Sim	2,54%	1,48%	10,99%	33,06%	-20,84%
Le Lis Blanc Confeções	LLIS3.SA	Não	1,44%	-2,85%	29,38%	196,61%	-39,85%

Log-in	LOGN3.SA	Não	2,92%	-1,55%	52,82%	372,66%	-83,29%
Marfrig	MRFG3.SA	Sim	0,41%	-1,41%	11,52%	31,11%	-25,12%
Marisa	AMAR3.SA	Sim	-1,34%	-2,76%	13,76%	41,63%	-26,97%
Metalfrio	FRIO3.SA	Não	-0,27%	-2,38%	21,26%	124,29%	-30,69%
Mills Estruturas	MILS3.SA	Sim	-2,39%	-0,96%	14,18%	38,82%	-37,74%
Minerva	BEEF3.SA	Sim	0,35%	-1,38%	9,52%	21,17%	-17,69%
Mrv Engenharia	MRVE3.SA	Sim	0,94%	0,22%	11,34%	28,66%	-33,15%
Multiplan	MULT3.SA	Sim	0,44%	1,33%	6,53%	16,44%	-13,54%
Multiplus	MPLU3.SA	Não	0,07%	0,13%	10,65%	23,16%	-26,78%
Primav Ecorodovias	ECOR3.SA	Sim	-0,14%	-0,01%	9,31%	31,86%	-21,61%
Qgep Participações	QGEP3.SA	Sim	0,23%	-0,25%	10,70%	33,99%	-28,47%
Qualicorp	QUAL3.SA	Sim	1,10%	2,39%	9,56%	23,98%	-23,83%
Raia	RADL3.SA	Sim	2,68%	3,41%	8,47%	20,36%	-12,54%
São Martinho	SMT03.SA	Sim	3,54%	1,77%	25,05%	170,40%	-68,22%
Satipel / Duratex	DTEX3.SA	Sim	-0,07%	-2,52%	9,63%	24,34%	-20,53%
Slc Agrícola	SLCE3.SA	Sim	0,80%	0,17%	7,91%	26,79%	-14,13%
Sonae Sierra	SSBR3.SA	Não	0,00%	-1,98%	9,02%	23,37%	-16,09%
Springs Global	SGPS3.SA	Não	4,67%	-4,07%	41,77%	289,61%	-77,15%
Sulamérica	SULA11.SA	Sim	0,94%	0,61%	8,61%	18,73%	-25,35%
T4F Entretenimento	SHOW3.SA	Sim	0,94%	-0,68%	14,87%	57,82%	-26,47%
Tarpon (Bdrs)	TRPN3.SA	Sim	-2,35%	-2,57%	7,52%	29,12%	-19,75%
Technos	TECN3.SA	Não	-2,58%	-4,43%	11,81%	58,06%	-19,42%
Tecnisa	TCSA3.SA	Sim	-1,44%	-0,27%	10,96%	27,16%	-22,45%
Tegma	TGMA3.SA	Sim	0,33%	0,54%	15,08%	42,88%	-56,68%
Trisul Incorporadora e Constr.	TRIS3.SA	Sim	1,17%	-1,16%	11,02%	45,31%	-20,74%
Triunfo	TPIS3.SA	Não	-0,92%	-1,82%	15,85%	46,96%	-36,36%
Unicasa Indústria De Móveis	UCAS3.SA	Não	-1,73%	-2,33%	11,96%	27,21%	-22,39%
Visanet	CIEL3.SA	Não	1,41%	1,51%	10,34%	50,50%	-33,29%
Wilson Sons (Bdrs)	WSON33.SA	Não	0,76%	0,20%	6,69%	16,07%	-13,55%

Tabela 1 – Estatística descritiva da amostra

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quando analisamos os valores máximos e mínimos, verificamos ações com grande amplitude. Mas, ainda assim, não existem grandes diferenças nas médias dos retornos durante o período de análise. Já quanto ao desvio padrão, que representa o risco total de cada ação, podemos observar valores desde 6,53% da Multiplan até 52,82% da Log-in.

O Gráfico 1 mostra relação entre risco total e retorno da carteira de empresas não familiares.

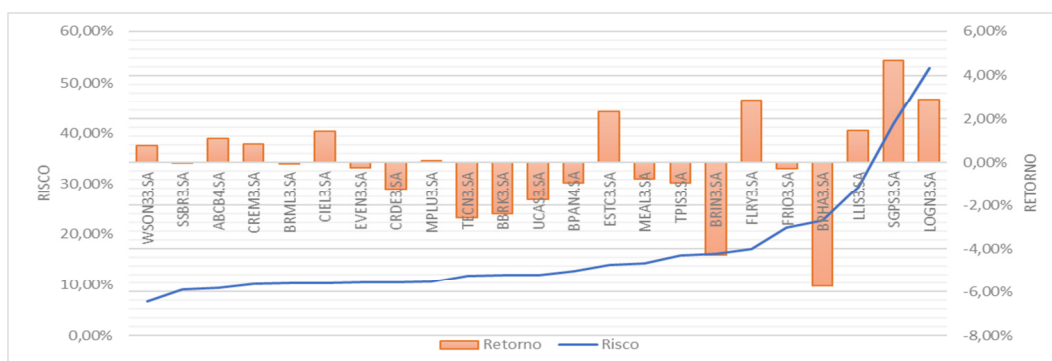


Gráfico 1 - Relação risco total *versus* retorno da carteira não familiar

Fonte: Elaborado pelo autor

Sharpe (1964) quando propõe o modelo *CAPM* defende que o maior risco deve ser compensado com maior retorno, porém não é a regra para a amostra relacionada neste estudo, como é o caso da empresa Brazil Pharma (BPHA3.SA), que teve um risco de 22,64% e um retorno médio de -5,72% ao mês. Em resumo, na carteira de empresas não familiares, de um total de 23 observa-se 10 empresas com retorno positivo (43% do total de empresas) e 13 empresas com retorno igual a zero ou negativo (57% do total de empresas).

Dentre os retornos médios apurados mensalmente, o menor é o da empresa Brazil Pharma com -5,72% e o maior é o da empresa Springs Global com 4,67%. O menor risco apresentado na carteira não familiar foi o da empresa Wilson Sons com um desvio padrão de 6,69%. Já o maior risco apresentado é da Log-in com desvio padrão de 52,82% que difere em 11,05% do segundo maior risco (Spring Global: 41,77%).

O Gráfico 2 apresenta a relação entre risco total e retorno das empresas da carteira familiar.

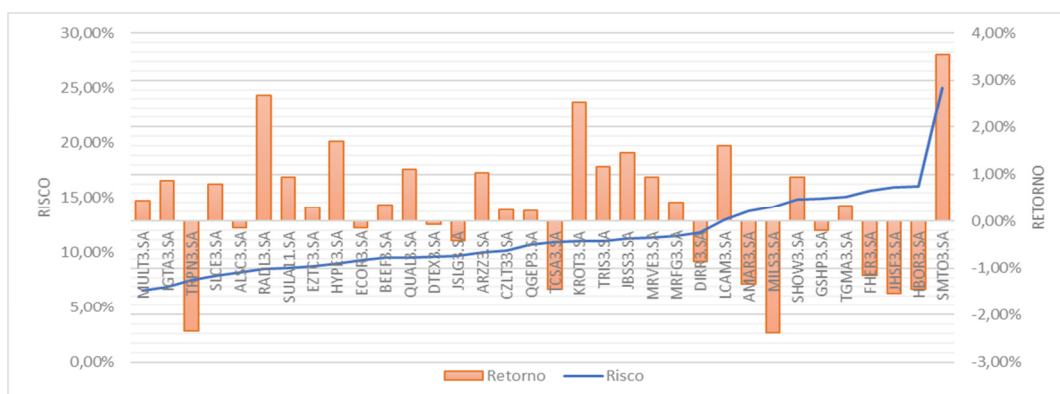


Gráfico 2 - Relação risco total *versus* retorno da carteira familiar

Fonte: Elaborado pelo autor

Assim como na carteira de empresas não familiares, também não se verifica a relação esperada entre risco e retorno na carteira de empresas familiares. Nessa carteira, composta por 34 empresas, observa-se que 21 delas apresentaram retorno positivo (62% do total de empresas nesta carteira) enquanto 13 empresas apresentaram retorno igual a zero ou negativo (38% do total de empresas nesta carteira).

Apesar da relação risco e retorno não se confirmar na carteira, verificamos que a empresa São Martinho possui tanto o maior risco quanto o maior retorno médio mensal, 25,05% e 3,54% respectivamente. Já o menor retorno e menor risco são encontrados nas empresas Mills Estruturas e Multiplan, respectivamente. A Mills Estruturas com retorno médio de -2,39% ao mês e a Multiplan com 6,53% de risco.

Ao se comparar as carteiras, igualmente distribuídas, não existe evidência de diferenças quanto a relação entre risco e retorno. Apesar de existir uma ocorrência na carteira de empresas familiares onde maior risco é também o maior retorno, nada mais indica que exista alguma correlação entre risco e retorno em ambas as carteiras de nossa amostra.

4.1

Análise dos retornos esperados das empresas não familiares *versus* familiares pelo *CAPM*

As Tabelas 2 e 3 mostram os retornos observados pelas ações no mercado e os retornos esperados pelo *CAPM* para a carteira de empresas não familiares e familiares, respectivamente. Essas observações foram realizadas entre os anos de 2013 e 2017, totalizando 60 meses ou períodos. Os retornos por empresa foram calculados individualmente através de uma média dos retornos mensais nesses períodos.

O retorno esperado é calculado pelo *CAPM* para cada ativo com base na taxa livre de risco definida anteriormente, beta e prêmio de risco de 60 períodos entre os anos de 2013 e 2017 em frequência mensal.

Empresa	Sigla Ação	Beta	Retorno Real	Retorno Esperado	Real (-) Esperado
Cremer	CREM3.SA	0,01	0,84%	0,58%	0,25%
Log-in	LOGN3.SA	0,23	2,92%	0,67%	2,24%
Cr2	CRDE3.SA	0,30	-1,23%	0,70%	-1,93%
Triunfo	TPIS3.SA	0,34	-0,92%	0,72%	-1,64%
Wilson Sons (bdrs)	WSON33.SA	0,39	0,76%	0,74%	0,02%
Visanet	CIEL3.SA	0,51	1,41%	0,79%	0,62%
Fleury	FLRY3.SA	0,53	2,89%	0,80%	2,09%
Banco Panamericano	BPAN4.SA	0,61	-0,96%	0,83%	-1,79%
Multiplus	MPLU3.SA	0,66	0,07%	0,85%	-0,78%
Brasil Insurance	BRIN3.SA	0,71	-4,27%	0,88%	-5,14%
Even	EVEN3.SA	0,82	-0,27%	0,92%	-1,19%
Unicasa Indústria de Móveis	UCAS3.SA	0,87	-1,73%	0,94%	-2,67%
Br Malls Part	BRML3.SA	0,95	-0,06%	0,97%	-1,03%
Estácio Participações	ESTC3.SA	0,95	2,32%	0,97%	1,34%
Banco Abc Brasil	ABCB4.SA	0,96	1,09%	0,98%	0,11%
Sonae Sierra	SSBR3.SA	0,97	0,00%	0,98%	-0,99%
Brasilbrokers	BBRK3.SA	1,06	-2,38%	1,02%	-3,40%
Technos	TECN3.SA	1,07	-2,58%	1,02%	-3,60%
Le Lis Blanc Confeções	LLIS3.SA	1,17	1,44%	1,06%	0,38%
International Meal Company	MEAL3.SA	1,19	-0,75%	1,07%	-1,82%
Springs Global	SGPS3.SA	1,26	4,67%	1,10%	3,57%
Brazil Pharma	BPHA3.SA	1,40	-5,72%	1,16%	-6,88%
Metalfrio	FRIO3.SA	1,48	-0,27%	1,20%	-1,47%

Tabela 2 - Retorno esperado e realizado – Empresas não familiares.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dentre as empresas classificadas como não familiares, Cremer, Wilson Sons, Le Lis Blanc Confeções e Banco ABC Brasil apresentaram delta menor que 0,5% quando comparados o retorno real com o retorno esperado. O retorno real da Wilson Sons mostrou a melhor adequação do modelo *CAPM*: 0,76% de retorno real e 0,74% de retorno esperado. Já a Brazil Pharma apresentou a pior adequação ao modelo com um delta de 6,88% entre o retorno real e o esperado.

Empresa	Sigla Ação	Beta	Retorno Real	Retorno Esperado	Delta
Tarpon	TRPN3.SA	0,07	-2,35%	0,61%	-2,96%
Minerva	BEEF3.SA	0,13	0,35%	0,63%	-0,28%
Marfrig	MRFG3.SA	0,14	0,41%	0,64%	-0,23%
São martinho	SMT03.SA	0,18	3,54%	0,65%	2,89%
Slc agrícola	SLCE3.SA	0,18	0,80%	0,66%	0,14%
Trisul Incorporadora e Construtora	TRIS3.SA	0,18	1,17%	0,66%	0,51%
Jbs	JBSS3.SA	0,37	1,45%	0,73%	0,72%
Sulamérica	SULA11.SA	0,41	0,94%	0,75%	0,19%
Raia	RADL3.SA	0,45	2,68%	0,77%	1,91%
Hypermarcas	HYPE3.SA	0,63	1,70%	0,84%	0,86%
Cia de Locação das Americas	LCAM3.SA	0,69	1,60%	0,87%	0,74%
Multiplan	MULT3.SA	0,75	0,44%	0,89%	-0,45%
Iguatemi	IGTA3.SA	0,76	0,86%	0,90%	-0,04%
Julio Simões Logística	JSLG3.SA	0,80	-0,42%	0,91%	-1,33%
Qualicorp	QUAL3.SA	0,81	1,10%	0,92%	0,18%
Kroton Educacional	KROT3.SA	0,85	2,54%	0,93%	1,61%
General Shopping	GSHP3.SA	0,89	-0,21%	0,95%	-1,16%
Qgep Participações	QGEP3.SA	0,90	0,23%	0,95%	-0,72%
Primav Ecorodovias	ECOR3.SA	0,94	-0,14%	0,97%	-1,11%
Ez tec	EZTC3.SA	0,95	0,29%	0,98%	-0,68%
Mrv Engenharia	MRVE3.SA	0,96	0,94%	0,98%	-0,04%
Aliansce Shopping Centers	ALSC3.SA	0,97	-0,14%	0,98%	-1,13%
Arezzo Indústria e Comércio	ARZZ3.SA	0,99	1,02%	0,99%	0,03%
Satipel / Duratex	DTEX3.SA	1,00	-0,07%	1,00%	-1,07%
Tecnisa	TCSA3.SA	1,01	-1,44%	1,00%	-2,45%
Mills Estruturas	MILS3.SA	1,02	-2,39%	1,00%	-3,39%
T4f Entretenimento	SHOW3.SA	1,05	0,94%	1,02%	-0,08%
Direcional Engenharia	DIRR3.SA	1,09	-0,85%	1,03%	-1,88%
Cosan Limited (units)	CZLT33.SA	1,17	0,25%	1,06%	-0,82%
Helbor Empreendimentos	HBOR3.SA	1,23	-1,44%	1,09%	-2,53%
Heringer	FHER3.SA	1,30	-1,14%	1,12%	-2,26%
Tegma	TGMA3.SA	1,34	0,33%	1,14%	-0,80%
Jhsf	JHSF3.SA	1,41	-1,54%	1,16%	-2,70%
Marisa	AMAR3.SA	1,41	-1,34%	1,16%	-2,51%

Tabela 3 - Retorno esperado e realizado – Empresas familiares.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Já na carteira de empresas familiares, SLC Agrícola, Sulamérica, Iguatemi, Arezzo Indústria e Comércio, MRV Engenharia, Qualicorp e T4F Entretenimento obtiveram deltas menores que 0,2% quando comparados os retornos reais com os esperados. A Arezzo Indústria e Comércio apresentou delta de 0,03%, sendo a empresa que obteve o retorno real mais próximo do esperado. Por outro lado, a Mills Estruturas apresenta um delta de -3,39%.

Por meio dos Gráficos 3 e 4 verifica-se uma menor amplitude dos deltas na carteira de empresas familiares, isto é, sugere-se que o modelo CAPM é mais assertivo quando se trata das empresas familiares da amostra.

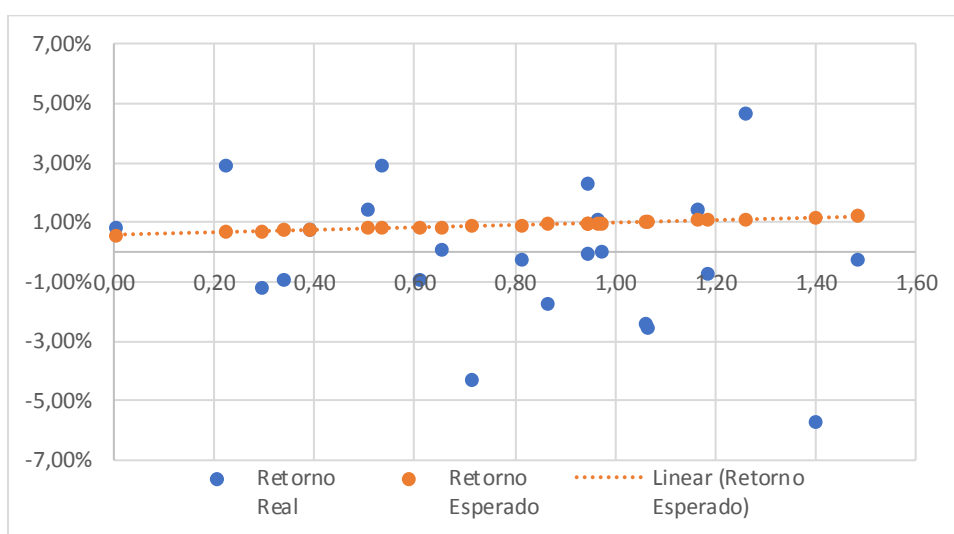


Gráfico 3 - Retorno esperado e realizado – Empresas não familiares

Fonte: Elaborado pelo autor

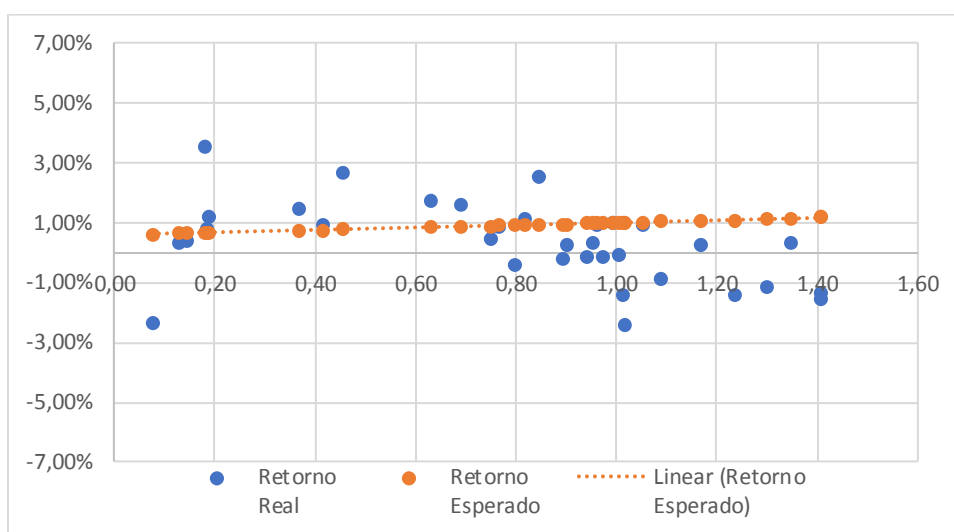


Gráfico 4 - Retorno esperado e realizado – Empresas familiares.

Fonte: Elaborado pelo autor

Também foi observado que na carteira de empresas não familiares, 9 empresas tiveram o retorno real maior do que o retorno esperado, que representam 39,1% desta carteira. Em relação as empresas familiares, observou-se performance melhor que a esperada em 11 empresas, que são 32,4% do total de empresas familiares.

Quando se observa os valores por carteira como mostra a Tabela 4, o retorno médio esperado ao mês das empresas não familiares (0,91%) foi maior do que o retorno médio real (-0,12%). Já na carteira de empresas familiares, o retorno médio real (0,30%) foi inferior ao retorno esperado pelo *CAPM* (0,91%). Confirmando assim Anderson e Reeb (2003), que defendem melhores performances em empresas familiares, atribuindo isso a fatores que levam essas empresas a possuírem estruturas organizacionais mais eficientes.

Outros autores que encontram evidências de melhores performances em empresas familiares são Reyna e Encalada (2012) no mercado mexicano e Martinez, Stohr e Quiroga (2007) no mercado chileno.

A Tabela 4 mostra os resultados das análises consolidadas em duas carteiras: familiar e não familiar. O retorno médio real, assim como o retorno médio esperado de cada carteira, foi calculado por meio de uma média aritmética, tendo em vista que a carteira foi igualmente distribuída.

	Carteira Familiar	Carteira Não Familiar	Delta	% Variação
Risco Médio da Carteira	11,40%	16,58%	-5,17%	-31,21%
Beta Carteira	0,80	0,80	-0,01	-0,67%
Retorno Médio Real	0,30%	-0,12%	0,42%	-349,00%
Retorno Médio Esperado CAPM	0,91%	0,91%	0,00%	-0,24%
Delta Real - Esperado CAPM	-0,61%	-1,03%		

Tabela 4 - Comparativo entre o retorno esperado e o realizado

Fonte: Elaborado pelo autor

Enquanto os retornos médios esperados para as carteiras não familiar e familiar foram de 0,91%, a carteira familiar teve um retorno médio real de 0,30% e a carteira não familiar apresentou retorno médio real de -0,12%. Verifica-se ainda uma dispersão maior entre os retornos médios reais (0,42%) quando se comparados aos retornos médios esperados que foi zero.

A carteira familiar além de ter um retorno médio real 0,42% maior que o da carteira não familiar também se aproxima mais do valor esperado pelo *CAPM*. Isto posto, verifica-se uma maior acurácia do modelo *CAPM* para a carteira de empresas familiares.

A Tabela 5 apresenta uma estatística descritiva dos resultados separados em carteiras.

		Carteira Familiar	Carteira Não Familiar	Delta
BETA	Média	0,80	0,80	-0,01
	Mediana	0,89	0,87	0,03
	Desv Pad	0,39	0,39	0,00
RETORNO REAL	Média	0,30%	-0,12%	0,42%
	Mediana	0,34%	-0,06%	0,40%
	Desv Pad	1,36%	2,34%	-0,98%
RETORNO CAPM	Média	0,91%	0,91%	0,00%
	Mediana	0,95%	0,94%	0,01%
	Desv Pad	0,16%	0,16%	0,00%
REAL vs CAPM	Média	-0,61%	-1,03%	0,42%
	Mediana	-0,61%	-1,00%	0,39%
	Desv Pad	1,20%	2,18%	-0,98%

Tabela 5 – Tabela de comparação entre as carteiras

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se verificar a partir da Tabela 5 que na carteira familiar a média dos betas é igual ao da carteira não familiar (0,80). Os betas foram calculados através de uma média aritmética com o peso das ações igualmente distribuídos no período.

Sendo o beta o indicador do grau da variabilidade do retorno de um ativo em resposta a uma variação do retorno de mercado, conclui-se que na amostra que as empresas não familiares são relativamente mais sensíveis as variações de mercado.

5

Considerações finais

Não existe um consenso entre os estudos que abordam o desempenho de tais empresas, isto é, alguns apresentam resultados desfavoráveis ao modelo familiar enquanto outros apresentam resultados positivos sobre tal modelo de empresa.

Dessa forma, o presente estudo contribui com o tema de empresas familiares confirmando resultados anteriormente encontrados em mercados de países emergentes como Martinez, Stohr e Quiroga (2007) e Reyna e Encalada (2012) que defendem retornos reais melhores em empresas familiares após *IPO*. Essa constatação tem como base principalmente a análise dos retornos esperados contra os retornos reais.

Quando se trata de risco *versus* retorno, apesar da carteira de empresas familiares possuir um risco menor, a mesma obteve um retorno superior quando comparada as empresas não familiares.

Este trabalho pôde, por meio do *CAPM* calculado entre os anos de 2013 a 2017, verificar que não existe diferença relevante entre o risco apresentado pelas empresas familiares e não familiares que abriram capital no período de 2007 a 2012.

Por outro lado, quando se analisa os retornos reais apresentados pelas empresas selecionadas encontramos indícios que parecem confirmar os estudos apresentados que sugerem uma melhor performance de empresas familiares.

Ressalta-se que o período de análise acaba por limitar o estudo quando levamos em consideração a grande volatilidade do mercado nesses anos, o que pode contribuir para a amplitude dos retornos das ações encontradas.

Sugere-se assim, para próximos estudos que seja considerado um maior período de análise, que resultaria também no aumento de empresas analisadas. Também se sugere estudos para identificar as diferenças, quais os impactos e a relação entre o controle e a gestão familiar no desempenho das empresas brasileiras.

ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Founding family ownership and the agency cost of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 263-285. 2003.

_____.; 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.

BARNES, L. B.; HERSHON, S. A. Transferring power in the family business. **Harvard Business Review**. v. 7, p. 105-114. jul. 1976.

BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman. 2009.

BJÖRNBERG, Å.; ELSTRODT, H.; PANDIT, V. **The family-business factor in emerging markets**. 2014. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/global-themes/winning-in-emerging-markets/the-family-business-factor-in-emerging-markets>>. Acesso em: 1 dez. 2017.

BOMFIM, L. P. M.; SANTOS, C. M. D.; PIMENTA JÚNIOR, T. Processos De Abertura de Capital de Empresas Brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração**, v. 42, n. 4, p. 524-534. 2007.

BROCKHAUS, R. H. Entrepreneurship and Family Business Research: Comparisons, Critique, and Lessons. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 19, n. 1, p. 25-38. 1994.

CALDER, G. H. **Some Management Problems of the Small Family-controlled Manufacturing Business**. Indiana: Indiana University, 1953.

CARNEY, M. Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 29, n. 3, p. 249-265. 2005.

CASTIGLIONI, W. S.; SANTOS, D. F. L.; RODRIGUES, S. V. **Análise do Retorno 'Justo' Versus Retorno de Mercado das Empresas com IPO na em 2010**. Global Manager (FSG), v. 15, p. 101-122. 2015.

CHAMI, R. **What's Different about Family Businesses?** Notre Dame: University of Notre Dame, 1998.

CHRISTENSEN, C. R. **Management Succession in Small and Growing Enterprises**. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1953.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771 2002.

COSTA, B. E.; CUNHA, R. L.; RIBEIRO, K. C. S. **CAPM Retorno Justo x Retorno de Mercado**, Curitiba, v. 11, n. 1, p. 69-78. 2008.

COSTA JR., N.; NEVES, M. B. Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. **Rev. Bras. Econ.**, v. 54, n. 1, p. 123-137. 2000.

DEMSETZ, H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 375-390, 1983.

_____.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DONNELLY, R. G. The Family Business. **Harvard Business Review**, n. 42, p. 93-105. 1964.

FACCIO, M.; LANG, L. The Separation of Ownership and Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, p. 365–395. 2002.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417. 1970.

_____. Efficient capital markets: II. **Journal of Finance**, v. 46, p. 1575–1617. 1991.

_____. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of Financial Economics**, v. 49, p. 283–306. 1998.

_____.; JENSEN, M. C. Organizational forms and investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p.101-119.. 1985.

FERNÁNDEZ, Z.; NIETO, M. Impact of ownership on the international involvement of SMEs. **Journal of International Business Studies**, v. 37, n. 3, p. 340-351. 2006.

FREIRE, P.; SOARES, A.; NAKAYAMA, M.; SPANHOL, F. Processo de Profissionalização com a Implantação de Boas Práticas de Governança Corporativa para a Abertura de Capital (*IPO*) em Empresa Brasileira com Gestão de Tipo Familiar. In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 28., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Abepro, p. 1-13. 2008.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

GOES, T.; MARTINS, H.; MACHADO FILHO, C. 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.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. **The Bell Journal of Economics**, v. 11, n. 1, p. 42-43. 1980.

KOPITTKKE, B. H.; FREITAS, S. C. Considerações acerca do capital asset pricing model (CAPM) e sua utilização nos dias atuais. In: ENEGEP 2001, 2001, Salvador. **Anais do ENEGEP 2001, 2001**. v. 1. p. 1-8. 2001.

LANZANA, A.; COSTANZI, R. As Empresas Familiares Brasileiras Diante do Atual Panorama Econômico Mundial. In: MARTINS, I. G.; MENEZES, P. L.; BERNHOEFT, R. (Org.). **Perfil e perspectivas**. São Paulo: Negócio, 1999.

LEONE, N. A sucessão não é tabu para os dirigentes da PME. In: Enanpad, 1991, Belo Horizonte. **Anais...** Belo Horizonte, p. 243-247. 1991.

LINS, A. G.; SILVA, W. V.; MARQUES, S. Formulação de Carteiras h/POtéticas de Ativos Financeiros Usando a Técnica Multivariada de Análise de Agrupamento, **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 3, p. 43-59. 2009.

LINTNER, J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. **The Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-26. 1965.

LODI, J. **O Fortalecimento da Empresa Familiar**. São Paulo: Atlas, 1986.

LONGENECKER, J.; MOORE, C.; PETTY, J. **Administração de Pequenas Empresas**. São Paulo: Makron, 1997.

LUZ, C. **Análise do Prêmio por Tamanho Implícito em Preços de Mercado no Brasil**. 2015. 73 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2015.

LYTVYNENKO, L. **Verificação e Aplicação do Modelo CAPM no Mercado Bolsista Português**. 2016. 96 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Departamento de Estatística e Investigação Operacional, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2016.

MAUG, E. Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control? **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 65-98. 1998.

MARTIN-REYNA, J.; DURAN-ENCALADA, J. 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.

MARTINEZ, A. L.; RAMALHO, G. C. Family Firms and Tax Aggressiveness in Brazil. **International Business Research**, v. 7, n. 3, p. 1-10, 24 fev. 2014. Canadian Center of Science and Education. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v7n3p129>>.

MAZZEU, J.; COSTA JUNIOR, N.; SANTOS, A. CAPM condicional com aprendizagem aplicado ao mercado brasileiro de ações. **RAM, Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 1, p. 143-175. 2013.

MCCONAUGHY, D. L.; MATTHEWS, C. H.; FIALKO, Anne S. Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. **Journal of Small Business Management**, v. 39, n. 1, p. 31-49. 2001.

MCDONALD, B.; LOUGHRAN, T. *IPO* first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language. **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 2, p. 307-326. 2013.

MENDONÇA, C. **Governança para Empresas de Controle Familiar: Pesquisa de Empresas Familiares** 2016., 2017. Disponível em: <<http://empreendedor.com.br/noticia/desafios-a-parte-empresas-familiares-preveem-crescimento-nos-proximos-cinco-anos/>>. Acesso em: dez. 2017.

MIRALLES-QUIRÓS, M. D. M.; MIRALLES-QUIRÓS, J. L.; GONÇALVES, L. M. V. Testing the Efficiency-CAPM Joint Hypothesis in the Bovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 414-435. 2017.

MORCK, R.; YEUNG, B. Agency Problems in Large Family Business Groups. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 27, n. 4, p. 367-382, 2003.

NEWSWEEK. **Best of the best**. 2003. Elaborada por Thomson Financial. Disponível em: <<http://www.newsweek.com/best-best-125007>>. Acesso em: 12 dez. 2017.

ODA, A. L. **Análise da persistência de performance dos fundos de ações brasileiros no período 1995-1998**. 151f. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia e Administração. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da eficiência de empresas familiares brasileiras. **RAE**, v. 8, n. 2. 2009.

PAIVA, F. D. Modelos de precificação de ativos financeiros de fator único: um teste empírico dos modelos *CAPM* e *D-CAPM*. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 12, n. 2, p. 49-65. 2005.

PRADO, R. N. Empresas familiares: governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória. In: PRADO, Roberta Nioac (Org.). **Empresas familiares: governança corporativa, familiar e jurídico-sucessória**. São Paulo: Saraiva. p. 24-25. 2011.

RABONI, P. L.; SILVA NETO, O. S.; MARANHÃO, V. L. A.; ARAÚJO FILHO, L. F. C. Testando um “mito de investimento”: eficácia da estratégia de investimento em ações de crescimento. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, 32, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

ROSSATO NETO, F.; CAVEDON, N. R. Empresas familiares: desfilando seus processos sucessórios. **Cadernos Ebape**, v. 2, n. 3, p. 1-16. 2004.

SÁ, C. A.; MORAES, J. R. **O Orçamento Estratégico: Uma Visão Empresarial**. Qualitymark. p. 300. 2005.

SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H; DINO, R. N. Toward a theory of agency and altruism in family firms. **Journal of Business Venturing**, v. 18, n. 4, p. 473-490. 2003.

SHARMA, P.; CARNEY, M. Value Creation and Performance in Private Family Firms. **Family Business Review**, v. 25, n. 3, p. 233-242. 2012.

SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-435. 1964.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783. 1997.

SILVA, A. M. Por que as empresas abrem seu capital? **Cadernos Discentes COPPEAD**, n. 3, p. 5-17. 2000.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 305. 2010.

SILVEIRA, H. P.; BARROS, L. B.; FAMÁ, R. **Aspectos da teoria de portfólios em mercados emergentes: uma análise de aproximações para a taxa livre de risco no Brasil**. VI SEMEAD, 2003.

TAMBOSI FILHO, E. Conditional *CAPM* Using Expected Returns of Brazilian Sustainability Companies. **Theoretical Economics Letters**, v. 8, n. 3, p. 367-377. 2018.

WHYTE, M. K. The Chinese Family and Economic Development: Obstacle or Engine? **Economic Development and Cultural Change**, v. 45, n. 1, p. 1-30. 1996.

Anexo A

Empresa	Sigla Ação	Ramo de Ativ.	Data IPO	Pertencerá ao estudo?	Se não, por que?
TEMPO PARTICIPAÇÕES	-	Serviços Médicos	18/12/2007	Não	Fechou capital
ENEVA S.A.	ENEV3.SA	Energia Elétrica	13/12/2007	Não	Participou de evento de corrupção (Ex MPX)
BANCO PANAMERICANO	BPAN4.SA	Bancos	14/11/2007	Sim	
LAEP (BDR)	-	Alimentos	29/10/2007	Não	Fechou capital
AMIL	-	Serviços Médicos	26/10/2007	Não	Fechou capital
BRASILBROKERS	BBRK3.SA	Construção Civil	26/10/2007	Sim	
HELBOR EMPREENDIMENTOS	HBOR3.SA	Construção Civil	25/10/2007	Sim	
AGRENCO (BDR)	-	Agricultura	24/10/2007	Não	Fechou capital
MARISA	AMAR3.SA	Comércio (Atacado e Varejo)	19/10/2007	Sim	
SEB	-	Educação	17/10/2007	Não	Fechou capital
TRISUL INCORPORADORA E CONSTRUTORA	TRIS3.SA	Construção Civil	15/10/2007	Sim	
TENDA	TEND3.SA	Construção Civil	15/10/2007	Não	Ficou temporariamente fora da bolsa
BICBANCO	-	Bancos	11/10/2007	Não	Fechou capital
SULAMÉRICA	SULA11.SA	Seguradoras e Corretoras	04/10/2007	Sim	
SATIPEL / DURATEX	DTEX3.SA	Papel e Celulose	20/09/2007	Sim	
COSAN LIMITED (UNITS)	CZLT33.SA	Agricultura	17/08/2007	Sim	
GENERAL SHOPPING	GSHP3.SA	Shopping Center	27/07/2007	Sim	
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (UNITS)	ESTC3.SA	Educação	27/07/2007	Sim	
SPRINGS GLOBAL	SGPS3.SA	Têxtil e Vestuário	26/07/2007	Sim	
MULTIPLAN	MULT3.SA	Shopping Center	26/07/2007	Sim	
CIA PROVIDÊNCIA	-	Petroquímicos e Borracha	26/07/2007	Não	Fechou capital
BANCO ABC BRASIL	ABCB4.SA	Bancos	24/07/2007	Sim	
MRV ENGENHARIA	MRVE3.SA	Construção Civil	20/07/2007	Sim	
TRIUNFO	TPIS3.SA	Serviços Transporte e Logística	20/07/2007	Sim	
KROTON EDUCACIONAL (UNITS)	KROT3.SA	Educação	20/07/2007	Sim	
AÇÚCAR GUARANI	-	Agricultura	20/07/2007	Não	Fechou capital
MINERVA	BEEF3.SA	Alimentos	19/07/2007	Sim	
BANCO PATAGONIA (BDRS)	BPAT33.SA	Bancos	19/07/2007	Não	Não tem volume de movimentação
IVEST TUR	IVTT3.SA	Hospedagem e Turismo	13/07/2007	Não	Foi incorporada por LA Hotels
REDECARD	RDCD3.SA	Adquirente	12/07/2007	Não	Fechou capital 2012
BANCO INDUSVAL MULTISTOCK	IDVL3.SA	Bancos	11/07/2007	Não	Não tem volume de movimentação

TEGMA	TGMA3.SA	Transporte Rodoviário	29/06/2007	Sim	
MARFRIG	MRFG3.SA	Carnes e Derivados	28/06/2007	Sim	
BANCO DAYCOVAL		Bancos	28/06/2007	Não	Fechou capital em 2016
BANCO CRUZEIRO DO SUL		Bancos	22/06/2007	Não	Decreto falência em 2015
EZ TEC	EZTC3.SA	Edificações	20/06/2007	Sim	
LOG-IN	LOGN3.SA	Transporte Hidroviário	19/06/2007	Sim	
SLC AGRÍCOLA	SLCE3.SA	Agricultura	14/06/2007	Sim	
PARANÁ BANCO	PRBC3.SA	Bancos	13/06/2007	Não	Fechou capital em 2017
INPAR (VIVER)	VIVR3.SA	Edificações	05/06/2007	Não	Mudou de nome para Viver Incorporadora e Construtora S.A.
TARPON (BDRS)	TRPN3.SA	Gestão de Recursos e Investimentos	30/05/2007	Sim	
CREMER	CREM3.SA	Medicamentos e Outros Produtos	27/04/2007	Sim	
WILSON SONS (BDRS)	WSO33.SA	Serviços de Apoio e Armazenagem	27/04/2007	Sim	
BANCO SOFISA		Bancos	26/04/2007	Não	Fechou capital em 2016
AGRA		Incorporadora	25/04/2007	Não	Foi comprada pela Cyrela em 2008
CR2	CRDE3.SA	Edificações	20/04/2007	Sim	
BEMATECH		Tecnologia	18/04/2007	Não	Foi comprada pela Totvs e fechou seu capital em 2015
METALFRIO	FRIO3.SA	Máq. e Equip. Industriais	12/04/2007	Sim	
JHSF	JHSF3.SA	Edificações	11/04/2007	Sim	
HERINGER	FHER3.SA	Fertilizantes e Defensivos	11/04/2007	Sim	
BR MALLS PART	BRML3.SA	Exploração de Imóveis	03/04/2007	Sim	
EVEN	EVEN3.SA	Edificações	30/03/2007	Sim	
BANCO PINE	PINE3.SA	Bancos	29/03/2007	Não	Não tem volume de movimentação
JBS	JBSS3.SA	Carnes e Derivados	28/03/2007	Sim	
ANHANGUERA (UNITS)		Educação	09/03/2007	Não	Foi fundida com a Kroton em 2014
GVT		Telecomunicações	15/02/2007	Não	Foi incorporada pela Vivo em 2014
SÃO MARTINHO	SMT03.SA	Açúcar e Alcool	09/02/2007	Sim	
IGUATEMI	IGTA3.SA	Exploração de Imóveis	06/02/2007	Sim	
TECNISA	TCSA3.SA	Edificações	31/01/2007	Sim	
RODOBENS	RDN3.SA	Construção Civil	30/01/2007	Não	Fechou capital 2017
CAMARGO CORRÊA		Construção Civil	30/01/2007	Não	Fechou capital em 2012
PDG REALTY	PDGR3.SA	Edificações	25/01/2007	Não	Solicitou recuperação judicial
OGX	OGXP3.SA	Exploração, Refino e Distribuição	12/06/2008	Não	Participou de evento de corrupção
LE LIS BLANC CONFECÇÕES	LLIS3.SA	Tecidos, Vestuário e Calçados	28/04/2008	Sim	
HYPERMARCAS	HYPE3.SA	Medicamentos e Outros Produtos	17/04/2008	Sim	
NUTRIPLANT	NUTR3.SA	Fertilizantes e Defensivos	12/02/2008	Não	Não tem volume de movimentação

FLEURY	FLRY3.SA	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	16/12/2009	Sim	
DIRECIONAL ENGENHARIA	DIRR3.SA	Edificações	18/11/2009	Sim	
CETIP			27/10/2009	Não	Fusão com a BM&F
TIVIT TECNOLOGIA			25/09/2009	Não	Fechou capital em 2010
VISANET	VISA34.SA	Adquirente	26/06/2009	Sim	
RAIA	RADL3.SA	Medicamentos e Outros Produtos	17/12/2010	Sim	
BRASIL INSURANCE	BRIN3.SA	Corretoras de Seguros	29/10/2010	Sim	
HRT PART. EM PETRÓLEO		Petróleo	22/10/2010	Não	Empresa não está mais listada
RENOVA ENERGIA	RNEW3.SA	Energia Elétrica	12/07/2010	Não	Dados indisponíveis
JULIO SIMÕES LOGISTICA	JSLG3.SA	Logística e Transporte	20/04/2010	Sim	
MILLS ESTRUTURAS	MILS3.SA	Construção e Engenharia	15/04/2010	Sim	
PRIMAV ECORODOVIAS	ECOR3.SA	Exploração de Rodovias	31/03/2010	Sim	
OSX BRASIL	OSXB3.SA	Equipamentos e Serviços	19/03/2010	Não	Participou de evento de corrupção
BR PROPERTIES			05/03/2010	Não	Fechou capital em 2015
MULTIPLUS	MPLU3.SA	Programas de Fidelização	04/02/2010	Sim	
ALIANSCE SHOPPING CENTERS	ALSC3.SA	Exploração de Imóveis	28/01/2010	Sim	
ABRIL EDUCAÇÃO			25/07/2011	Não	Vendido para o Fundos Tarpon em 2015
TECHNOS	TECN3.SA	Tecidos, Vestuário e Calçados	29/06/2011	Sim	
QUALICORP	QUAL3.SA	Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos	28/06/2011	Sim	
BRAZIL PHARMA	BPHA3.SA	Medicamentos e Outros Produtos	24/06/2011	Sim	
MAGAZINE LUIZA	MGLU3.SA	Varejo	29/04/2011	Sim	
T4F ENTRETENIMENTO	SHOW3.SA	Entretenimento	12/04/2011	Sim	
INTERNATIONAL MEAL COMPANY	MEAL3.SA	Restaurante e Similares	04/03/2011	Sim	
QGEP PARTICIPAÇÕES	QGEP3.SA	Exploração, Refino e Distribuição	08/02/2011	Sim	
AUTOMETAL			04/02/2011	Não	Fechou capital em 2014
SONAE SIERRA	SSBR3.SA	Exploração de Imóveis	02/02/2011	Sim	
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO	ARZZ3.SA	Tecidos, Vestuário e Calçados	01/02/2011	Sim	
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS	UCAS3.SA	Indústria de Móveis	26/04/2012	Sim	
BTG PACTUAL	BPAC3.SA	Bancos	25/04/2012	Não	Não tem volume de movimentação
CIA DE LOCAÇÃO DAS AMERICAS	LCAM3.SA	Aluguel de carros	20/04/2012	Sim	

Tabela 6 – Empresas com abertura de capital entre 2007 e 2012.

Fonte: Adaptado de BM&FBovespa

Empresa	Sigla Ação	Familiar?	Controle	Propriedade	Gestão
BANCO PANAMERICANO	BPAN4.SA	Não	Não	Não	Não
BRASILBROKERS	BBRK3.SA	Não	Não	Não	Não
HELBOR EMPREENDIMENTOS	HBOR3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
MARISA	AMAR3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
TRISUL INCORPORADORA E CONSTRUTORA	TRIS3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
SULAMÉRICA	SULA11.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
SATPEL / DURATEX	DTEX3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
COSAN LIMITED (UNITS)	CZLT33.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
GENERAL SHOPPING	GSHP3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (UNITS)	ESTC3.SA	Não	Não	Não	Não
SPRINGS GLOBAL	SGPS3.SA	Não	Não	Não	Não
MULTIPLAN	MULT3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
BANCO ABC BRASIL	ABCB4.SA	Não	Não	Não	Não
MRV ENGENHARIA	MRVE3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
TRIUNFO	TPIS3.SA	Não	Não	Não	Não
KROTON EDUCACIONAL (UNITS)	KROT3.SA	Sim	Não	Não	Sim
MINERVA	BEEF3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
TEGMA	TGMA3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
MARFRIG	MRFG3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
EZ TEC	EZTC3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
LOG-IN	LOGN3.SA	Não	Não	Não	Não
SLC AGRÍCOLA	SLCE3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
TARPON (BDRS)	TRPN3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
CREMER	CREM3.SA	Não	Não	Não	Não
WILSON SONS (BDRS)	WSON33.SA	Não	Não	Não	Não
CR2	CRDE3.SA	Não	Não	Não	Não
METALFRIO	FRIO3.SA	Não	Não	Não	Não
JHSF	JHSF3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
HERINGER	FHER3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
BR MALLS PART	BRML3.SA	Não	Não	Não	Não
EVEN	EVEN3.SA	Não	Não	Não	Não
JBS	JBSS3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
SÃO MARTINHO	SMT03.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
IGUATEMI	IGTA3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
TECNISA	TCSA3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
LE LIS BLANC CONFECÇÕES	LLIS3.SA	Não	Não	Não	Não
HYPERMARCAS	HYPE3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
FLEURY	FLRY3.SA	Não	Não	Não	Não
DIRECIONAL ENGENHARIA	DIRR3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
VISANET	VISA34.SA	Não	Não	Não	Não
RAIA	RADL3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
BRASIL INSURANCE	BRIN3.SA	Não	Não	Não	Não
JULIO SIMÕES LOGISTICA	JSLG3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim

MILLS ESTRUTURAS	MILS3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
PRIMAV ECORODOVIAS	ECOR3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
MULTIPLUS	MPLU3.SA	Não	Não	Não	Não
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS	ALSC3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
TECHNOS	TECN3.SA	Não	Não	Não	Não
QUALICORP	QUAL3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
BRAZIL PHARMA	BPHA3.SA	Não	Não	Não	Não
MAGAZINE LUIZA	MGLU3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
T4F ENTRETENIMENTO	SHOW3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
INTERNATIONAL MEAL COMPANY	MEAL3.SA	Não	Não	Não	Não
QGEP PARTICIPAÇÕES	QGEP3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
SONAE SIERRA	SSBR3.SA	Não	Não	Não	Não
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO	ARZZ3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS	UCAS3.SA	Não	Não	Não	Não
CIA DE LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LCAM3.SA	Sim	Sim	Sim	Sim

Tabela 7 – Classificação de empresas familiares

Fonte: Elaborado pelo autor.