

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO**

**Tadeu Grando**

**O EFEITO DO CONTROLE ACIONÁRIO E DA GESTÃO FAMILIAR NA  
CRIAÇÃO DE VALOR E NO DESEMPENHO OPERACIONAL DAS COMPANHIAS  
ABERTAS BRASILEIRAS**

**São Leopoldo (RS)**

**2014**

**Tadeu Grandó**

**O EFEITO DO CONTROLE ACIONÁRIO E DA GESTÃO FAMILIAR NA  
CRIAÇÃO DE VALOR E NO DESEMPENHO OPERACIONAL DAS COMPANHIAS  
ABERTAS BRASILEIRAS**

**Dissertação apresentada ao Programa  
de Pós - Graduação em Ciências  
Contábeis da Universidade do Vale do  
Rio dos Sinos – UNISINOS, como  
requisito parcial para obtenção do  
título de Mestre em Ciências Contábeis.**

**Orientador: Prof. Dr. João Zani**

**São Leopoldo (RS)**

**2014**

### Ficha Catalográfica

G754e Grando, Tadeu.

O efeito do controle acionário e da gestão familiar na criação de valor e no desempenho operacional das companhias abertas brasileiras / por Tadeu Grando. – 2014.

158 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2014.

“Orientação: Prof. Dr. João Zani, Ciências Econômicas.”

1. Empresa familiar. 2. Estrutura de propriedade. 3. Modelo de gestão. 4. Custos de agência. I. Zani, João. II. Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos. III. Título.

CDU 658.11

Catálogo na Publicação:  
Bibliotecária Camila Quaresma Martins - CRB 10/1790

**Tadeu Grando**

**O EFEITO DO CONTROLE ACIONÁRIO E DA GESTÃO FAMILIAR NA  
CRIAÇÃO DE VALOR E NO DESEMPENHO OPERACIONAL DAS COMPANHIAS  
ABERTAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós - Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em 28 de Fevereiro de 2014

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura - Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Clea Beatriz Macagnan – Universidade do Vale do Rio Dos Sinos - Unisinos

---

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt – Universidade do Vale do Rio Dos Sinos - Unisinos

**São Leopoldo (RS)**

**2014**

*Dedico este trabalho e todo meu esforço  
empregado, a toda minha família, amigos  
e minha namorada Miriam Frosi.*

## **Agradecimentos**

Agradeço a DEUS, por ser minha fonte de inspiração, pelo dom da vida, pelas bênçãos concedidas e pelo conforto e certeza de jamais estar só.

Aos meus familiares em especial meu pai Irani, minha mãe Teresinha, minha irmã Taiane e meus sobrinhos pelo incentivo e compreensão pelos momentos ausência em detrimento do tempo dedicado ao mestrado.

A minha namorada Miriam Frosi, pelo aconchego, motivação, ajuda e carinho.

Ao Professor e Dr. João Zani, pelo apoio imprescindível recebido nesta dissertação e no decorrer do curso.

Ao Professor e Doutorando Marcio Portal pelo incentivo, motivação, exemplo acadêmico e principalmente pela ajuda, sobre os rumos da pesquisa.

Ao Professor e Dr. Igor Clemente Morais pela acolhida e ensinamentos durante o estágio de docência e no acompanhamento do curso.

À Professora e Dr<sup>a</sup>. Clea Beatriz Macagnan pelos conselhos, incentivo e motivação no decorrer do curso.

A todos os Professores e Drs. do Mestrado que passaram seus conhecimentos não só para o exercício da profissão, mas também ensinamentos para a vida.

A todos os colegas de mestrado, em especial a Cristina, Davi, Luciano, Giseli, Mauro, Maicon, Anete, Geovana e Simone, pelo coleguismo, e pela amizade recebida durante esta jornada.

A empresa BRF por ter cedido parte do tempo da minha jornada de trabalho para que me dedicasse ao mestrado, em especial aos colegas Cesar, Gilmar, Andressa, Marcos, Margatere, Rangel, Rafael, Mauri, Puntel, Valdecir, Jose, Lourdes, Daniel, Renato, Celio e Mauricio.

À secretaria do Programa de Pós – Graduação do PPG em Ciências Contábeis, a quem sou grato pela dedicação recebida.

Aos meus amigos em especial Rosangela, Aline, João Carlos, Raquel e Jacira que sempre me incentivaram e ajudaram quando preciso.

À CAPES (Coordenação de aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pelo apoio financeiro.

Aos amigos, colegas e demais familiares e a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

**Tocando em frente!!**

*Ando devagar porque já tive pressa  
e levo esse sorriso, porque já chorei demais  
Hoje me sinto mais forte, mais feliz quem sabe  
eu só levo a certeza de que muito pouco eu sei, eu nada sei...  
Conhecer as manhas e as manhãs,  
o sabor das massas e das maçãs,  
é preciso amor pra poder pulsar,  
é preciso paz pra poder sorrir,  
é preciso a chuva para florir.*

*Penso que cumprir a vida seja simplesmente  
compreender a marcha, e ir tocando em frente  
como um velho boiadeiro levando a boiada,  
eu vou tocando os dias pela longa estrada eu vou,  
de estrada eu sou...*

*Conhecer as manhas e as manhãs,  
o sabor das massas e das maçãs,  
é preciso amor pra poder pulsar,  
é preciso paz pra poder sorrir,  
é preciso a chuva para florir  
Todo mundo ama um dia, todo mundo chora,  
Um dia a gente chega, no outro vai embora  
**Cada um de nós compõe a sua história,**  
**e cada ser em si carrega o dom de ser capaz,**  
**e ser feliz...***

***Zé Ramalho***

## RESUMO

O presente estudo investigou se as companhias abertas familiares, entre 2005 e 2012, possuem criação de valor, desempenho operacional, nível de alavancagem e despesas administrativas diferenciados em relação às empresas não familiares. Também, investigou-se diferenças de performance dentre as empresas familiares sob diferentes modelos de gestão. Os resultados para as variáveis de valor e desempenho demonstraram sensibilidade dependendo do conceito de empresa familiar utilizado. Para as empresas familiares sob o conceito amplo (CF1), os resultados obtidos para criação de valor e desempenho operacional são inferiores as empresas não familiares privadas. Para os demais conceitos de empresa familiar (CF2 e CF3) não há indicativos estatísticos de diferença entre os resultados. Através destes achados, pode-se supor que o controle acionário familiar não majoritário, a divisão do controle da empresa em várias famílias e a ausência do laço da família fundadora com a companhia, prejudique o desempenho das empresas familiares. Na análise dos níveis de alavancagem, os resultados indicam que apenas as empresas familiares em que a família fundadora ainda possua grande influência (CF3) são mais alavancadas. Para a métrica de despesas administrativas, as empresas familiares sob o conceito amplo (CF1) apresentaram maiores gastos em relação as não familiares, evidenciando maior conflito de agência entre os acionistas controladores e minoritários nestas empresas. O modelo de gestão mais eficiente em termos de valor de mercado, para as empresas familiares, é a Gestão Familiar do Fundador. Todos os resultados descritos são confirmados nas análises de Robustez.

**Palavras-chave:** Empresa Familiar; Estrutura de Propriedade; Modelos de Gestão; Custos de Agência.



## ABSTRACT

The present research investigated if traded family firms, from the period of 2005 to 2012, have creating value, operating performance, leverage and administrative costs differentiated in comparison to non-family firms. Besides it was investigated differences in performance among the family firms in different management models. The results for the variables of value and performance demonstrated sensitivity depending on the concept of family firms used. For family firms under the wider concept (CF1), the results for creating value and operating performance are lower than private non-family companies. For other concepts of family firms (CF2 and CF3) there is no statistical difference between the results. Through these findings it is assumed that the family non majority equity control, the division of the company control in several families and the absence of the founding family in the company, lower the performance of family firms. In the analysis of leverage levels the results indicate that only the family firms where the founding family (CF3) still has great influence are more leveraged. Regarding for the metric of administrative expenses the family firms under the wider concept (CF1) reported higher expenses in relation to the non-family, showing greater agency conflicts between controllers and minority shareholders in these companies. The more efficient model of management in terms of market value for family firms is the Family Management Founder. All results are confirmed in the Robustness analyzes.

**Keywords:** Family firms; Ownership Structure; Management Models; Agency Costs.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Maiores Empresas Familiares do Mundo .....	19
Quadro 2: Definição de Empresa Familiar .....	20
Quadro 3: Conceitos das Empresas Familiares Aplicados nos Trabalhos Empíricos .....	21
Quadro 4: Resumo das Vantagens e Desvantagens da Empresa Familiar .....	33
Quadro 5: Diferenças entre Empreendedor e Intra-Empreendedor .....	35
Quadro 6: Resumo dos Resultados Empíricos sobre o Tema .....	38
Quadro 7: Proporção do Número de Empresas Familiares por Ano .....	41
Quadro 8: Principais Motivos para o Melhor Desempenho das Empresas Familiares. ....	45
Quadro 9: Principais Motivos para o Pior Desempenho das Empresas Familiares.....	45
Quadro 10: Principais Proposições em favor da Gestão Familiar .....	46
Quadro 11: Principais Proposições em favor da Gestão Familiar do Fundador.....	46
Quadro 12: Principais Proposições em favor da Gestão Profissional .....	46
Quadro 13: Principais Proposições para Menor Alavancagem nas Empresas Familiares .....	47
Quadro 14: Principais Proposições para Maior Alavancagem nas Empresas Familiares .....	47
Quadro 15: Principal Proposição para Maior Despesa Administrativa nas Empresas Familiares .....	47
Quadro 16: Principal Proposição para Menor Despesa Administrativa nas Empresas Familiares .....	48
Quadro 17: Classificação do Setor de Atuação .....	51
Quadro 18: Níveis de Governança.....	53
Quadro 19: Resumo das Variáveis .....	54
Quadro 20: Interpretação Matriz de Correlação .....	55
Quadro 21: Modelos Aplicados para Teste das Hipóteses. ....	57
Quadro 22: Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes H1 e H2 .....	59
Quadro 23: Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes H3, H4 e H5 .....	61
Quadro 24: Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes H6 e H7 .....	62
Quadro 25: Estatística Descritiva da Variável Dependente H8 e H9 .....	63
Quadro 26: Estatísticas Descritivas das Variáveis de Controle.....	65
Quadro 27: Percentual de Distribuição das Observações por Nível Governança .....	67
Quadro 28: Participação das Observações das Empresas por Setor .....	68
Quadro 29: Resultados da Variável Q para H1 e H2.....	69
Quadro 30: Resultados da Variável ROA para H1 e H2 .....	71
Quadro 31: Resultados da Variável ROE para H1 e H2 .....	72
Quadro 32: Resultados da Q, ROA e ROE para H3, H4 e H5 .....	76
Quadro 33: Resultados de AL1 para H6 e H7 .....	79
Quadro 34: Resultados de AL2 para H6 e H7 .....	81
Quadro 35: Resultados DA para H8 e H9 .....	84
Quadro 36: Resultados Robustez Q para H1 e H2 Empresas mais Líquidas .....	86
Quadro 37: Resultados Robustez Q para H3, H4 e H5 Empresas mais Líquidas .....	87
Quadro 38: Resultados Robustez H1 e H2 Empresas com PL Positivo.....	88
Quadro 39: Resultados Robustez H1 e H2 Empresas com PL Positivo ROA e ROE.....	89
Quadro 40: Resultados Robustez H3, H4 e H5 Empresas com PL Positivo .....	90
Quadro 41: Resultados Robustez H6 e H7 Empresas com PL Positivo .....	91
Quadro 42: Resultados Robustez H8 e H9 Empresas com PL Positivo .....	93
Quadro 43: Resultados Robustez H1 e H2 Empresas Familiares e Não Familiares .....	94
Quadro 44: Resultados Robustez H6 e H7 Empresas Familiares e Não Familiares .....	96
Quadro 45: Resultados Robustez H8 e H9 Empresas Familiares e Não Familiares .....	97

## **LISTA DE FLUXOGRAMAS**

Fluxograma 1: Análise dos Dados para Objetivo Geral .....	43
Fluxograma 2: Análise do Primeiro Objetivo Específico.....	43
Fluxograma 3: Identificação da Gestão Profissional ou Familiar .....	44

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Resumo dos Resultados H1 e H2 .....	74
Tabela 2: Resumo Resultados H3, H4 e H5 .....	78
Tabela 3: Resumo Resultados H6, H7 .....	82
Tabela 4: Resumo Resultados H8, H9.....	85

## LISTA DE ABREVIATURAS

CEO:	Presidente e Diretor Executivo
CF1:	Empresas Familiar Conceito Amplo, IBGC, Fernandes Junior (2010)
CF1_est:	Empresas Não Familiar Estatal
CF1_priv:	Empresas Não Familiar Privada
CF2:	Empresas Familiar Conceito Barontini e Caprio (2006)
CF2_est:	Empresas Não Familiar Estatal
CF2_priv:	Empresas Não Familiar Privada
CF3:	Empresas Familiar Conceito Gonzales <i>et al.</i> (2011)
CF3_est:	Empresas Não Familiar Estatal
CF3_priv:	Empresas Não Familiar Privada
Chairmam:	Presidente do Conselho de Administração
CVM:	Comissão dos Valores Mobiliários
EA:	Efeito Aleatório
EF:	Efeito Fixo
Fam:	Familiar
FR:	Formulário de Referência
GF:	Gestão Familiar
GFF:	Gestão Familiar do Fundador
GP:	Gestão Profissional
IAN:	Informe Anual
IBGC:	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFC:	International Finance Corporation
N_Fam1:	Empresas Não Familiar 1
N_Fam2:	Empresas Não Familiar 2
N_Fam3:	Empresas Não Familiar 3
PL:	Patrimônio Líquido
Sebrae:	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas.
VC:	Variáveis de Controle

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
<b>1.1 Contextualização do Tema e Problema .....</b>	<b>13</b>
<b>1.2 Definição do Problema .....</b>	<b>15</b>
<b>1.3 Objetivos.....</b>	<b>15</b>
1.3.1 Objetivo Geral .....	15
1.3.2 Objetivos Específicos .....	15
<b>1.4 Justificativa .....</b>	<b>16</b>
<b>1.5 Delimitação do Estudo .....</b>	<b>16</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>18</b>
<b>2.1 A Importância das Empresas Familiares .....</b>	<b>18</b>
2.1.2 Definição de Empresa Familiar .....	20
2.1.3 Diferentes Conceitos das Empresas Familiares Aplicados nos Trabalhos .....	21
<b>2.2 Estrutura de Propriedade e Teoria da Agência Versus Perspectivas de Criação de Valor e Desempenho .....</b>	<b>23</b>
<b>2.3 Agentes Controladores .....</b>	<b>25</b>
2.3.1 Agentes Controladores e as Perspectivas de Valor e Desempenho .....	26
<b>2.4 Os Custos das Empresas Familiares .....</b>	<b>28</b>
<b>2.5 Os Benefícios das Empresas Familiares .....</b>	<b>30</b>
<b>2.6 Decisões de Financ., Risco e Custo da Dívida das Empresas Familiares Versus não Familiares .....</b>	<b>31</b>
<b>2.7 Administração Familiar ou Profissional .....</b>	<b>33</b>
2.7.1 A Presença dos Fundadores na Gestão .....	34
<b>2.8 Estudos Empíricos Relacionados ao Tema.....</b>	<b>35</b>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>40</b>
<b>3.1 População e Amostra.....</b>	<b>40</b>
<b>3.2 Plano de Coleta e Tratamento dos Dados.....</b>	<b>42</b>
<b>3.3 Hipóteses da Pesquisa.....</b>	<b>45</b>
<b>3.4 Definição Operacional das Variáveis (Variáveis Dependentes) .....</b>	<b>48</b>
<b>3.5 Definição Operacional das Variáveis (Variáveis De Controle).....</b>	<b>49</b>
3.5.1 Concentração de Ações Ordinárias do Controlador (CAO) .....	49
3.5.2 Direito ao Fluxo de Caixa do Controlador (DFC).....	49
3.5.3 Excesso de direito ao voto em relação ao fluxo de caixa. (EDV) .....	50
3.5.4 Tamanho da Empresa (TAE).....	50
3.5.5 Setor.....	50
3.5.6 Idade .....	51
3.5.7 Risco do Negócio (DP_Roa) .....	52
3.5.8 Endividamento (AL1).....	52
3.5.9 Ano da Observação (Ano) .....	52
3.5.10 Nível de Governança (NBC) .....	53
3.5.11 Variáveis Adicionais Q de Tobin (ROE e V_Rol) .....	53
<b>3.6 Resumo das Variáveis .....</b>	<b>53</b>
<b>3.7 Procedimentos Econométricos e Tratamento dos Dados .....</b>	<b>54</b>
<b>3.8 Limitações da Metodologia .....</b>	<b>58</b>
<b>4 RESULTADOS .....</b>	<b>59</b>

<b>4.1 Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes</b> .....	59
<b>4.2 Estatísticas Descritivas das Variáveis de Controle</b> .....	65
<b>4.3 Resultados das Regressões</b> .....	69
4.3.1 Testes das Hipóteses H1 e H2 .....	69
4.3.2 Testes das Hipóteses H3, H4 e H5 .....	76
4.3.3 Testes das Hipóteses H6 e H7 .....	79
4.3.4 Testes das Hipóteses H8 e H9 .....	83
<b>4.4 Robustez</b> .....	86
4.4.1 Testes de Robustez na Variável Q nas Empresas mais Líquidas .....	86
4.4.2 Testes de Robustez Empresas com PL Positivo .....	88
4.4.3 Testes de Robustez Empresas Familiares e Não Familiares .....	94
<b>4.5 Discussão dos Principais Resultados e Comparativo com os Resultados Existentes</b> ..	98
<b>5. CONCLUSÃO</b> .....	<b>102</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>105</b>
<b>Apêndice A</b> - Classificação da Amostra .....	111
<b>Apêndice B</b> - Teste de Correlação de Pearson .....	158
<b>Apêndice C</b> - Teste VIF (Variance Inflation Factors) .....	158

## 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo destina-se a apresentar a contextualização do tema objeto do estudo e da questão da pesquisa, enfatizando a importância da empresa familiar e a relação desta com a criação de valor e desempenho operacional, também são apresentados os objetivos, a justificativa da pesquisa realizada e a delimitação do tema.

### 1.1 Contextualização do Tema e Problema

Segundo IFC (*International Finance Corporation* 2008) as empresas familiares são a mais antiga e disseminada forma de organização de negócios. Em alguns países elas representam mais de 70% do total de empresas em operação, desempenhando um papel muito importante na criação de empregos e no desenvolvimento de economias.

Na amostra de empresas estudadas por La Porta, Silanes e Shleifer (1999) com empresas de capital aberto em 27 países, aproximadamente 50% das empresas são controladas por famílias. Na Europa, Faccio e Lang (2002) documentaram que 60% das empresas da Itália, França e Alemanha são familiares. Nos EUA, as empresas familiares constituem mais de 35% do S&P 500 (ANDERSON E REEB, 2003). No Brasil 48.1% das empresas abertas são familiares (FERNANDES JUNIOR 2010).

Em suma, embora haja controvérsias na definição conceitual de empresa familiar nos trabalhos citados acima, nota-se a importância destas empresas no cenário nacional e mundial. Na maior parte dos trabalhos desenvolvidos a grande questão abordada é se as empresas familiares possuem desempenho operacional e criação de valor diferenciado em relação às empresas não familiares.

As empresas familiares são um caso típico de concentração de propriedade, onde um indivíduo ou uma família detém grande participação na empresa. Alguns autores atribuem vantagens para este tipo específico de propriedade especialmente em função da redução dos custos de agência existentes entre acionistas e gestores (JENSEN E MECKLING 1976, BERLE E MEANS 1932). Porém, para Fama e Jensen (1983) a concentração de propriedade é correlacionada negativamente com o valor da empresa, efeito causado principalmente pelo poder de expropriação dos acionistas controladores em relação aos minoritários.

Além das teorias existentes sobre concentração ou pulverização de estrutura de propriedade, pode-se atribuir benefícios e malefícios em relação ao desempenho e geração de valor aos agentes que podem exercer o controle das empresas. Pedersen e Thomsen (2003)

classificam e caracterizam os agentes em famílias ou indivíduos, instituições financeiras, empresas não financeiras e empresas estatais.

De acordo com Favero *et al.* (2006), empresas com propriedade e controle familiar possuem custos e benefícios. Os custos advêm da expropriação das famílias controladoras em relação aos acionistas minoritários, como exemplo pode-se citar a prática de nepotismo e a alta remuneração dos membros da família que trabalham na empresa. Os benefícios atribuídos são o maior incentivo no monitoramento da administração da empresa, e a gestão voltada ao longo prazo visando sobretudo à sobrevivência da empresa para as futuras gerações da família.

Nas empresas com controle familiar, a família poderá ter ou não papel no comando da gestão da empresa, neste caso tem-se dois tipos de gestão, familiar e profissional. Para a gestão familiar são atribuídos pontos positivos e negativos, como positivo pode-se citar o maior comprometimento e lealdade, além da eliminação dos conflitos de interesse entre controladores e gestores (DAVIS, SHOORMAN E DONALDSON 1997, JENSEN E MECKILNG 1976). Como negativo é dado que a capacidade de gestão familiar em média é menor que a profissional, e pela maior facilidade dos controladores expropriarem os acionistas minoritários (MORCK, STANGELAND E YEUNG 2000, LIN E YANG HU 2007).

O debate teórico traz argumentos favoráveis e contrários no que tange o desempenho das empresas familiares em relação as não familiares. Diante disso, o efeito do controle e da gestão familiar na criação de valor e no desempenho operacional das empresas vem despertando o interesse e motivando estudos empíricos nesta área em diversos países, no entanto a questão permanece aberta.

Nos EUA Anderson e Reeb (2003) encontraram maior desempenho operacional (ROA) para as empresas familiares, em relação ao valor de mercado as empresas familiares foram melhores apenas quando o cargo de CEO é ocupado pelo fundador.

No Canadá King e Santor (2007) avaliaram 613 empresas canadenses, os resultados demonstraram que as empresas familiares que não usaram mecanismos de separação entre direito de voto e o fluxo de caixa através de diferentes tipos de ações, tiveram desempenho de mercado semelhante às empresas não familiares, para as empresas familiares que utilizaram mecanismos de separação a valorização é inferior.

Barontini e Caprio (2006) investigaram 675 empresas familiares em 11 países da Europa, concluíram que o valor de mercado e a performance operacional das empresas



familiares é superior. O resultado é ainda mais forte quando o fundador está no controle, ou quando os descendentes estão no conselho, mas não são diretores executivos.

No Brasil temos poucos trabalhos sobre o tema, destaca-se o trabalho de Fernandes Junior (2010) com 230 empresas listadas na BM&FBOVESPA, o estudo considerou o período de 2006 a 2008, os resultados demonstraram que não há evidências de diferenças de desempenho entre as empresas com controle familiar ou individual e das famílias fundadoras e as empresas em geral. Apenas as empresas em que o cargo de CEO é ocupado pelo fundador apresentaram desempenho de mercado superior às demais.

Diante do exposto na contextualização é definido o problema de pesquisa e seus objetivos.

## **1.2 Definição do Problema**

Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional diferenciado em relação às empresas não familiares?

## **1.3 Objetivos**

### 1.3.1 Objetivo Geral

Analisar se as empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional diferenciado em relação às empresas não familiares.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

Como complemento ao objetivo principal, têm-se os seguintes objetivos específicos:

1. Analisar o desempenho operacional e a criação de valor das empresas com controle acionário familiar, sob os diferentes modelos de gestão:
  - a) Gestão familiar, sem a presença do fundador;
  - b) Gestão familiar, com a presença do fundador;
  - c) Gestão profissional.
2. Verificar diferenças nos níveis de alavancagem das empresas com controle acionário familiar em relação às não familiares.

3. Comparar os gastos com despesas administrativas das empresas com controle acionário familiar em relação às não familiares.

#### **1.4 Justificativa**

Tendo em vista a importância das empresas familiares na economia mundial, tornam-se relevantes estudos que visam identificar se as características deste tipo específico de propriedade são favoráveis para criação de valor e o desempenho operacional.

No Brasil este tema de estudo é embrionário, sendo que o primeiro trabalho realizado nesta área é o de Fernandes Junior (2010) intitulado: “O olho do dono engorda o gado? Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras”. Em países como EUA, Canadá e Europa estudos deste gênero são mais difundidos.

As características peculiares de propriedade das empresas familiares e a relação com o valor e o desempenho da empresa são bastante interessantes do ponto de vista financeiro. Esta pesquisa nos auxiliará a identificar se estas características são benéficas ou prejudiciais para as companhias abertas familiares no ambiente brasileiro, auxiliando os investidores na composição de suas carteiras de investimento visando maiores retornos. No Brasil há um elevado número de empresas familiares, e em contraponto poucos estudos sobre esse tipo específico de estrutura de propriedade.

Assim sendo é justificável um estudo que vise investigar se as empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional diferenciado em relação às empresas não familiares.

Neste contexto, julga-se relevante também avaliar a performance das empresas familiares em diferentes modelos de gestão, profissional, familiar e familiar com a presença do fundador. Além de verificar as diferenças nos níveis de alavancagem e das despesas com a administração entre as empresas familiares e não familiares.

#### **1.5 Delimitação do Estudo**

Esta pesquisa utiliza dados públicos das empresas brasileiras. O escopo da pesquisa contempla todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA com informações disponíveis na Economática no período de 2005 até 2012, exceto as empresas do setor de finanças e seguros.

Ressalta-se que inicialmente haviam sido consideradas na pesquisa as empresas do segmento de finanças e seguros, porém devido à incompatibilidade de cálculo/apuração de algumas variáveis dependentes (Q e ROA) e de controle (AL1, DP\_Roa e Var\_Rol) em relação aos demais segmentos de empresas, estas foram retiradas da amostra.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

Este capítulo apresenta uma revisão teórica e empírica da temática relacionada ao estudo realizado. São abordados aspectos da importância das empresas familiares, suas diferentes definições, as perspectivas teóricas em relação à criação de valor e desempenho operacional ligados a estrutura de propriedade e a teoria da agência, os diferentes modelos de gestão nas empresas familiares e pesquisas nacionais e internacionais realizadas sobre o tema.

### **2.1 A Importância das Empresas Familiares**

La Porta, Silanes e Shleifer (1999) avaliaram empresas de capital aberto em 27 países, selecionados de acordo com a maior renda per capita com base no ano de 1993. Os resultados demonstram que as empresas com estrutura de propriedade pulverizada são maioria apenas em países onde a proteção ao acionista é maior, nos demais países prevalece empresas controladas por famílias.

Faccio e Lang (2002) estudaram a estrutura de propriedade de 5.232 empresas abertas em 13 países da Europa Ocidental, onde 44.29% são empresas com controle familiar. A participação das empresas com estrutura de propriedade pulverizada são maiores na Inglaterra e na Irlanda 63%, nos demais países a média de empresas familiares é de 53.8%, com destaque para França, Alemanha e Itália com aproximadamente 60%.

No continente asiático especialmente na região leste, Claessens, Djankov e Lang (1999) avaliaram 2.980 companhias abertas em 9 países, as empresas familiares representavam 50% do total de empresas. Nos EUA aproximadamente 35% das empresas que compõe o índice S&P 500 são controladas por famílias, estas representam aproximadamente 18% do capital em circulação (ANDERSON E REEB, 2003). No Brasil 48,9% das empresas da Ibovespa são controladas por famílias ou indivíduos (FERNANDES JUNIOR, 2010). No trabalho de Okimura, Silveira e Rocha (2007) com empresas abertas brasileiras 47.1% das empresas estavam sob as mãos de famílias ou controladores individuais.

Segundo IFC (2008), as empresas familiares são a mais antiga e disseminada forma de organização de negócios, em alguns países elas representam mais de 70% do total de empresas em operação, desempenhando um papel muito importante na criação de empregos e no desenvolvimento de economias, contribuindo com aproximadamente 60% do PIB agregado da América Latina.

No Brasil, considerando todo o universo das empresas, segundo o Sebrae (2005), o país possui entre 6 a 8 milhões de empresas, sendo que 90% delas são empresas familiares, de grande, médio ou pequeno porte, deste modo as empresas familiares têm um papel significativo no desenvolvimento econômico, social e político do país.

Algumas empresas familiares tomaram tamanho porte que são destaques na economia mundial. No quadro 1, segue a lista das 20 maiores do mundo classificadas pela receita, além da 64ª colocada, a única empresa brasileira que consta na lista da revista *family business*, onde foram apresentadas as 100 maiores empresas familiares do mundo.

Quadro 1: Maiores Empresas Familiares do Mundo

	<b>Empresa</b>	<b>Ano de Fundação</b>	<b>Família Proprietária</b>	<b>Receita / Bilhões US\$</b>	<b>Sede da Empresa</b>
1º	Wal Mart Stores Inc	1962	Walton family	378.790	Bentonville, AR, USA
2º	Toyota Motor Corp	1937	Toyoda family	262.390	Aichi, Japan
3º	Ford Motor Co.	1903	Ford family	172.450	Dearborn, MI USA
4º	Koch Industries	1918	Koch family	110.000	Wichita, KS, USA
5º	Samsung Group	1938	Lee family	105.206	Seoul, South Korea
6º	ArceloMittal	2006	Mittal family	105.200	Luxembourg City, Luxembourg
7º	Banco Santander	1857	Botín family	89.295	Madrid, Spain
8º	PSA Peugeot Citroem S.A	1976	Peugeot family	89.222	Paris, France
9º	Cargil Inc.	1865	Cargill and MacMillan families	88.266	Minneapolis, MN, USA
10º	Sk Group	1953	Chey family	88.000	Seoul, South Korea
11º	Fiat S.P.A	1899	Agnelli family	86.112	Turin, Italy
12º	Lg .Group	1947	Koo, Huh families	82.965	Seoul, South Korea
13º	BMW	1913	Quandt family	82.458	Munich, Germany
14º	Hyunday Motor	1967	Chung family	74.334	Seoul, South Korea
15º	Robert Bosch GMBH	1886	Bosch family	68.178	Gerlingen-Schillerhöhe, Germany
16º	A.P Moller-Maersk A/S	1904	Møller family	55.049	Copenhagen, Denmark
17º	Group Auchan S.A	1997	Mulliez family	54.041	Villeneuve d'Ascq, France
18º	Aldi Group	1974	Albrecht family	48.000	Essen, Germany
19º	Bouygues S.A	1952	Bouygues family	43.587	St. Quentin-en-Yvelines, France
20º	Franz Haniel & Cie. GmbH	1756	Haniel family	43.424	Duisburg, Germany
<b>64º</b>	<b>Metalurgica Gerdau</b>	<b>1901</b>	<b>Gerdau family</b>	<b>17.285</b>	<b>Rio Grande do Sul, Brazil</b>

Fonte: Adaptado de Pearl e Kristie 2009.

É importante destacar que nos trabalhos avaliados há controvérsias na definição conceitual de empresa familiar, a metodologia aplicada para identificação deste tipo de propriedade e controle diverge. No item 2.1.2 discute-se os diferentes conceitos, bem como os parâmetros geralmente usados para definição de empresa familiar.

## 2.1.2 Definição de Empresa Familiar

De acordo com IFC (2008), a empresa familiar refere-se a uma empresa onde a maioria das ações com direito a voto pertence à família, que controla o negócio; incluindo o(s) fundador(es) que pretendem passar o negócio para os seus descendentes.

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa 2008), a empresa familiar é aquela cujo controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo, família ou grupo de famílias. No quadro 2, apresenta-se algumas definições utilizadas para empresas familiares.

Quadro 2: Definição de Empresa Familiar

<b>Autor</b>	<b>Definição</b>
Welsch, (1993).	Propriedade com característica de estrutura concentrada, em que os proprietários ou parentes destes estão envolvidos no processo de gestão.
Holland e Oliver, (1992).	Um negócio no qual as decisões a respeito de sua propriedade e gestão são influenciadas por uma relação com uma ou mais famílias.
Donckels e Frohch, (1991).	Quando a família tem a propriedade de ao menos 60% do capital.
Gallo & Sveen, (1991)	Um negócio onde uma única família detém a maioria das ações, possuindo total controle e influência nas decisões da empresa.
Dreux, (1990).	São empreendimentos que são controlados por uma ou mais famílias, que possuem grau de influência suficiente para influenciar substancialmente nas decisões e ações da empresa.
Leach <i>et al.</i> (1990).	Uma empresa em que mais de 50% das ações com direito ao voto são controladas por uma família, ou quando uma parte significativa da alta administração da empresa é formada por membros de uma mesma família.
Handler, (1989).	Uma organização cuja as decisões principais de operação, são influenciadas por membros de uma família que servem a alta administração ou o conselho.
Lansberg, Perrow Rogolsky, (1988).	Um empresa em que membros de uma família tem controle sobre a propriedade e as decisões da empresa.
Stern, (1986).	Propriedade controlada ou gerida por membros de uma ou duas famílias.
Pratt e Davis, (1986).	Quando um ou mais membros de uma família influenciam na direção da empresa, exercendo funções de gerenciamento, e de direito de controle da propriedade.
Roseblatt, de Mik, Anderson e Johnson, (1985).	Um negócio em que a propriedade e o controle pertence a uma única família, em que os membros desta família estejam ou estiveram em algum momento diretamente envolvidos no negócio.
Barnes e Hershon, (1976).	Quando o controle e a posse da empresa permanece nas mãos de um indivíduo ou de membros de uma única família.
Bernard, (1975).	É definida quando o controle e a propriedade da empresa estão nas mãos de um indivíduo ou de uma família.
Donelley, (1964).	Quando pelo menos há duas gerações a família está de posse da empresa, mantendo a influência política sobre os interesses e objetivos da família na empresa.

Fonte: Adaptado de Chua, Chrisman, Sharma (1999).

Neubauer e Lank (1998) indicam que para formar a maioria dos conceitos existentes sobre empresa familiar são considerados os seguintes parâmetros: o percentual de capital votante em poder da família; a presença de familiares atuando na alta administração; a

intenção de manter a família no controle para as futuras gerações; o número de gerações da família já perpetuadas na empresa; o número de famílias envolvidas no negócio; e o tamanho da empresa, em particular com relação ao número de funcionários.

Chua, Chrismam e Sharma (1999) revisaram mais de 250 trabalhos sobre empresas familiares, várias observações podem ser feitas através destas definições, geralmente o núcleo do conceito considera uma das combinações abaixo:

- a) A propriedade familiar e a gestão familiar;
- b) A propriedade familiar, mas não o gerenciamento familiar;
- c) O gerenciamento familiar, mas não a propriedade.

A lista de proprietários possíveis encontrado nas definições de empresas familiar inclui; um indivíduo; duas pessoas não relacionadas por sangue ou casamento; duas pessoas ligadas por laços de sangue ou casamento; um grupo de famílias ou uma família.

No próximo tópico avalia-se os conceitos de empresa familiar utilizados nos trabalhos empíricos realizados sobre o tema, com o propósito de verificar o que está sendo utilizado na literatura para dar suporte a este trabalho.

### 2.1.3 Diferentes Conceitos das Empresas Familiares Aplicados nos Trabalhos

Analisa-se neste tópico, através do quadro 3, os critérios aplicados para identificação das empresas familiares nos trabalhos utilizados neste referencial.

Quadro 3: Conceitos das Empresas Familiares Aplicados nos Trabalhos Empíricos

<b>Autor</b>	<b>Definição Empresa Familiar</b>	<b>País</b>
Croci, Doukas e Gonenc (2011).	Quando uma família ou um indivíduo é o maior proprietário final (em termos de direitos de voto), no limite mínimo de 10%.	Europa
Gonzales <i>et al.</i> (2011).	Quando a família fundadora é a maior acionista da empresa.	Colômbia
Fernandes Junior (2010).	Para identificação das empresas familiares usou-se a definição de que é aquela onde o controle do capital votante está nas mãos de um indivíduo (uma pessoa física) ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias.	Brasil
Chu (2009).	Uma empresa em que uma família fundadora possua mais de 5% de participação acionária, e que pelo menos um membro da família esteja no conselho de administração.	Taiwan
Ellul (2008).	Define a empresa familiar como aquela em que a família fundadora ou seus descendentes são os maiores acionistas no percentual mínimo de 10% dos direitos de fluxo de caixa.	38 Países
Allouche <i>et al.</i> (2008).	Definição 1: membros da família ocupam cargos na alta gestão e são os principais acionistas.	Japão
	Definição 2: membros da família não participam na alta gestão, mas ainda estão entre os principais acionistas.	
	Definição 3: membros da família ocupam cargos na alta gestão, mas não estão mais entre os principais acionistas.	

Continua...

Continuação.		
King e Santor (2008).	Quando uma família controle a empresa com ao menos 20% das ações com direito ao voto.	Canadá
Saito (2008).	Define empresas familiares como aqueles em que o fundador ou seu descendente é o CEO ou o Chairman da empresa, ou nos casos em que a família fundadora é a maior acionista da empresa.	Japão
Barontini e Caprio (2006).	Consideraram as empresas familiares aquelas em que um indivíduo ou uma família detenha 50,01% das ações com direito ao voto, ou em casos em que um indivíduo ou uma família detiver o dobro de ações com direito ao voto do segundo maior acionista.	Europa
Maury (2006).	Identifica as empresas familiares como sendo aquelas em que o acionista controlador é um indivíduo, ou uma família, usando o limite mínimo de 10% das ações com direito ao voto.	Europa
Favero <i>et al.</i> (2006).	Classificaram as empresas familiares quando um indivíduo ou uma família (acionistas com o mesmo sobrenome) controlam a empresa com ao menos 20% de participação acionária.	Itália
Górriz e Fumás (2005).	Definiram as empresas familiares em seu trabalho como aquelas em que a soma da participação acionária (direta e indireta), dos acionistas do mesmo sobrenome é maior do que soma das ações dos demais acionistas da empresa.	Espanha
Villalonga e Amit (2006).	A: Empresa familiar são aquelas em que a família fundadora ainda possua participação acionária na empresa de no mínimo 5%, e que os membros desta família ainda sirvam à empresa no conselho ou na alta administração;	EUA
	B: A família é o maior acionista;	
	C: A família é o maior acionista e tem pelo menos 20% dos votos.	
Anderson e Reeb (2003).	Definiram as empresas familiares como sendo empresas em que a família fundadora ainda possua participação acionária na empresa de no mínimo 5%, e que os membros desta família ainda sirvam a empresa no conselho ou na alta administração.	EUA
La Porta, Silanes e Shleifer (1999).	Os três trabalhos utilizaram o mesmo conceito para definição de empresa familiar, é quando uma família ou um indivíduo é o maior proprietário final (em termos de direitos de voto), no limite mínimo de 10%.	27 países
Faccio e Lang (2002).		Europa
Claessens, Djankov e Lang (1999).		Leste Asiático

Fonte: Autoria Própria.

Diante das definições do quadro 3, nesta pesquisa opta-se pela utilização de 3 conceitos de empresa familiar. O 1º é o do Fernandes Junior (2010), justifica-se a utilização deste conceito a fim de criar uma pesquisa comparativa a nível nacional. O 2º conceito é o do Barontini e Caprio (2006), por se tratar de um conceito mais restrito especialmente em relação ao controle majoritário e ao número de famílias que participam do controle, além do fator comparação com a pesquisa Europeia. O 3º conceito é o de Gonzales *et al.* (2011) e justifica-se devido ao vínculo da família fundadora com a empresa, já que a maior parte dos trabalhos americanos levam em conta esse fator na definição da empresas familiar.



## 2.2 Estruturas de Propriedade e Teoria da Agência Versus Perspectivas de Criação de Valor e Desempenho

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

A literatura estudada postula que quanto maior a pulverização acionária da empresa, menor, mais difícil e mais oneroso será o monitoramento e o alinhamento de interesses dos acionistas para com os gestores da empresa. Nesta linha têm-se a teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) que descreve e classifica os possíveis custos provenientes deste não alinhamento de interesses entre acionistas e gestores.

A teoria da agência estuda os contratos formais e informais onde uma ou mais pessoas denominadas “agentes” agem ou executam tarefas em nome de outra denominada o “principal”. O principal (proprietário/acionista) por sua vez dá autonomia e autoridade para a tomada de decisão pelo agente (gestor). Então, se ambas as partes atuam tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, desta forma existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal (JENSEN E MECKLING 1976).

Segundo Jensen e Meckling (1976) os custos de agência são a soma dos:

1. Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;  
São os custos realizados para assegurar que o agente seguirá o interesse do principal. Como exemplo pode-se citar, custos com auditoria e o incentivo financeiro ao agente em caso de cumprimento de metas.
2. Gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele;  
Como exemplo pode-se citar os recursos gastos pelos executivos nos sistemas formais de controle nas empresas.
3. Perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

No caso das empresas com capital concentrado, onde os proprietários possuem grande parcela da empresa, existe um maior incentivo na fiscalização e no monitoramento dos

gestores por parte do proprietário, em particular nas empresas familiares usualmente os agentes desempenham duas funções, como proprietários e gestores da empresa, assim sendo os custos de agência citados por Jensen e Meckling (1976) são nulos ou bastante reduzidos, deste modo pode-se postular maior eficiência para as empresas familiares em função da redução ou eliminação de tais custos.

Ao passo que nas empresas familiares pode-se reduzir ou eliminar os custos de agência citados acima, há outro conflito de agência que pode ser assoberbado nas empresas com capital concentrado, característica das empresas familiares. Morck, Wolfenzon e Yeung (2005) relatam que as economias do Leste Asiático e da América Latina caracterizam-se pela concentração da propriedade, ocasionado principalmente pela formação de pirâmides, desta forma poucas famílias ou indivíduos conseguem controlar muitas empresas.

Para Fama e Jensen (1983) a concentração da propriedade pode trazer custos atrelados à expropriação dos acionistas minoritários o chamado “efeito entrincheiramento”. Um indivíduo ou uma família que possui o controle da empresa pode utilizar esse poder para extrair benefícios próprios à custa do desempenho da empresa e conseqüentemente dos acionistas minoritários.

Silveira *et al.* (2004) relatam que no caso brasileiro o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários e não entre acionistas e gestores. Para Saito e Silveira (2008) a concentração da propriedade causa o efeito do entrincheiramento, esse problema ocorre quando a partir do controle acionário, os maiores acionistas começam a extrair benefícios privados à custa dos acionistas minoritários. No caso particular das empresas familiares pode-se citar atribuição de altos salários para si, utilização dos ativos da empresa em benefício pessoal e a autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si próprio ou para familiares e parentes sem que estes tenham real competência para o cargo, deste modo tornando as empresas familiares menos eficientes.

Além dos custos de agência entre acionistas e gestores que denomina-se de “efeito alinhamento”, e dos custos de agência entre acionistas controladores e minoritários que denomina-se “efeito entrincheiramento”, alguns autores atribuem custos e benefícios aos tipos de agentes que podem controlar as empresas de capital aberto. No item 2.3, descreve-se esses agentes e suas características.

### 2.3 Agentes Controladores

Nas empresas de capital aberto, objeto deste trabalho, a ação é um título de propriedade que representa a parcela da empresa pertencente ao acionista, que pratica seu direito de propriedade recebendo sua proporção de dividendos e votando nos temas de interesse da empresa. A quantidade destas ações determina o tamanho da parcela da propriedade do acionista, dando a este o direito de controle da empresa ou apenas de participação na propriedade.

No Brasil, particularmente, conforme a Lei 6.404 de 1976 há duas classes de ações, ordinárias e preferenciais, a lei garante direito ao voto aos proprietários de ações ordinárias, mas torna facultativo no caso de ações preferenciais. Essa mesma Lei, quando criada especificava que até dois terços das ações de uma companhia poderiam ser do tipo preferencial sem direito ao voto.

A mesma Lei sofreu alterações em 2001, o percentual máximo de ações preferenciais sem direito ao voto passou para 50% do total de ações. No entanto, as companhias abertas já existentes na data de promulgação desta última Lei, podem manter os percentuais de ações preferenciais existentes quando da data desta promulgação, inclusive para novas emissões. Deste modo, no Brasil, um acionista que adquirir 16,67% das ações ordinárias de uma empresa pode de fato estar adquirindo o controle.

Para Diniz (2005), o acionista controlador é definido com uma pessoa física ou jurídica ou um grupo de pessoas que por estarem sob controle comum ou ligados por acordos, detêm a maioria dos votos da empresa e com isso o poder de dirigir a empresa em sua consonância. A mesma autora define o acionista majoritário como aquele que é detentor de mais de 50% das ações ordinárias da empresa.

Os controladores podem exercer o controle da empresa diretamente indiretamente via esquema-pirâmide. O esquema-pirâmide de acordo com Aldrighi e Postali (2011) ocorre quando o acionista controlador exerce o controle da empresa indiretamente, através de outra empresa na qual possui controle. No Brasil, cerca de 50% das empresas recorrem a este tipo de estrutura.

De acordo com Aldrighi e Postali (2011) os seguintes agentes podem exercer a propriedade e controle de uma empresa de capital aberto:

- Indivíduo ou uma família;
- Governo ou entidades a ele subordinadas;
- Empresa estrangeira;

- Fundo de investimento;
- Fundo de pensão;
- Companhia ou uma sociedade anônima de capital fechado;
- Fundação;
- Cooperativa.

Pedersen e Thomsen (2003) são mais restritos, e classificam os proprietários ou controladores de companhias abertas em:

- Famílias ou indivíduos;
- Instituições financeiras;
- Empresas não financeiras;
- Empresas estatais.

Em cada um destes casos têm-se características diferentes de controle que podem interferir na geração de valor. No item 2.3.1 a definição usada para cada tipo de controlador e as perspectivas de desempenho e geração de valor.

### 2.3.1 Agentes Controladores e as Perspectivas de Valor e Desempenho

As características peculiares dos tipos de propriedade e controle das empresas e a relação com o desempenho são bastante interessantes do ponto de vista econômico/financeiro. Pedersen e Thomsen (2003) conectaram a opinião de diversos autores e caracterizam os tipos de controladores atrelando a cada um benefícios e malefícios (custos), em relação à geração de valor e desempenho.

Empresa familiar ou individual: Os agentes tipicamente desempenham duas funções, como proprietários e gestores da empresa. Destaca-se alguns benefícios para maximização do valor e desempenho deste tipo de propriedade e controle:

- Os proprietários agem em seu próprio nome e interesse, e não indiretamente como representantes de outras entidades;
- Possuem interesse direto na geração de valor, pois grande parte de sua riqueza está empregada na empresa;
- Gestão voltada ao longo prazo, visando sobretudo a sobrevivência da empresa.

Porém, há fatores negativos que geram custos e conseqüentemente podem reduzir o desempenho e o valor da empresa:

- Baixa probabilidade destas empresas serem alvo de aquisições hostis;

- Geralmente são empresas com maior aversão ao risco;
- São mais propensas a sofrer com racionamento de capital, nem sempre estão dispostos a emitir ações, geralmente por medo de perder o controle, ou emitir dívidas pelo risco da falência;
- Problemas de sucessão e os conflitos familiares também podem danificar empresas familiares.

Instituições Financeiras: são representados por bancos, companhias de seguros, fundos de investimento e de pensão. Normalmente a participação na propriedade da empresa é parte do portfólio ou da carteira de investimento destas instituições, que visam essencialmente à maximização de seus retornos. Cita-se os possíveis benefícios deste tipo de propriedade e controle:

- São menos propensos a sofrer ou impor restrições de capital em suas empresas;
- São menos avessas ao risco;

Como possível custo deste tipo de propriedade e controle destaca-se:

- São criticados por concentrarem-se demais em resultados de curto prazo, o que por vezes prejudica o valor da empresa.

Empresas não financeira: empresas em geral, detêm ações de outras companhias como parte da propriedade cruzada da estrutura do grupo da empresa principal. Destaca-se os benefícios atribuídos a está estrutura de propriedade:

- No caso de empresas inseridas dentro da mesma cadeia de produção pode melhorar o valor das empresas afiliadas;
- Em grupos de negócios diversificados ou conglomerado, os laços de propriedade podem ser motivados pela diversificação de risco;
- Proprietários das empresas são geralmente grandes e, portanto, podem ter melhor acesso ao capital a partir de fontes internas e externas do que, por exemplo, famílias, embora menos do que as instituições financeiras;
- Também podem ter vantagens de escala na compra e comercialização de produtos;

Como possíveis custos pode-se citar:

- A propriedade cruzada pode também funcionar como uma defesa para se proteger de aquisições;
- No caso de integração plena na sociedade as vantagens da adesão ao grupo empresarial têm um custo, por exemplo, a perda de flexibilidade e o risco do contágio em caso de algum problema em uma das empresas da pirâmide.

Empresas Estatais: geralmente estão em setores estratégicos da economia nem sempre seu objetivo é a maximização dos resultados. Este tipo de propriedade e controle de empresa também possui alguns benefícios:

- Custo de capital menor em relação a empresas privadas;
- Estar mais propensa a desfrutar da proteção do governo com barreiras de importação para os produtos correspondentes.

Dentre os possíveis custos cita-se:

O papel fundamental destas empresas está atrelado a objetivos políticos seja através do controle da inflação, geração de emprego, ou para correção de falhas de mercado como choques de oferta e demanda.

Conforme Aldirighi e Postali (2011) fundações e cooperativas como tipos de propriedade e controle, porém devido a pouca notoriedade destas no mercado de capitais brasileiro, opta-se por não detalhar este tipo de empresa.

No próximo tópico, será abordado especificamente os custos e os benefícios das empresas familiares foco deste trabalho.

## **2.4 Os Custos das Empresas Familiares**

Uma das características mais marcantes das empresas familiares é a vontade de manter o controle da empresa nas mãos de um grupo de pessoas que compartilham de laços familiares, juntamente com a vontade de continuar a fazê-lo para as futuras gerações (CASSON 1999).

A vontade de manter o controle próximo de pessoas que partilham laços familiares, vem dos benefícios atribuídos ao controle da empresa, benefícios que Demsetz e Lehn (1985) chamam de "potencial de comodidades".

De acordo com Anderson e Reeb (2003) com a propriedade substancial dos direitos de fluxo de caixa, empresas familiares podem ter incentivos para tomar ações para beneficiar-se as custas do desempenho da própria empresa, e conseqüentemente dos acionistas minoritários.

A concentração da propriedade e o papel da família na seleção de gerentes e diretores criam impedimentos e reduzem a probabilidade da empresa ser alvo de aquisições (BARCLAY E HOLDERNESS 1989). Além disso, o controle familiar pode ocasionar o efeito entrincheiramento entre os acionistas majoritários e minoritários.

Os controladores das empresas familiares possuem várias maneiras de utilizar os benefícios privados do controle para expropriar financeiramente a empresa, e

consequentemente os acionistas minoritários. Dentre eles destaca-se: empresas familiares empregam seus filhos, parentes em boas posições, muitas vezes estes acabam sendo contratados não pela competência ou conhecimento, mas sim pelo laço familiar; geralmente estes familiares recebem alta remuneração; as opções de investimentos podem estar correlacionados com preferências pessoais da família, e não de fato com a maximização do valor da empresa (ANDERSON E REEB 2003, PÉREZ E GONZÁLES 2006, FAVERO *ET AL.* 2006).

Fama e Jensen (1985) demonstram que nas empresas com estrutura de propriedade pulverizada, os acionistas empregam regras de investimento nas quais, a prioridade é a maximização do valor dos fluxos de caixa da empresa. Porém, nas empresas com estrutura de propriedade concentrada, característica das empresas familiares, a escolha pelos investimentos pode derivar de objetivos pessoais que os proprietários perseguem, sendo que estas escolhas nem sempre estão correlacionados com a geração de valor para os acionistas.

Para Górriz e Fumás (2005) as empresas familiares geralmente acomodam sua capacidade de crescimento próxima à disponibilidade de recursos financeiros que possuem. Normalmente este tipo de empresa é mais avessa ao risco, em caso de grandes investimentos geralmente demoram mais a fazer ou fracionam ao longo de um período de tempo maior.

Outro problema das empresas familiares está atrelado à sucessão, e os conflitos familiares gerados durante a troca do controle. Há muitos estudos afirmando que menos de um terço das empresas familiares sobrevivem pela segunda geração, e apenas metade sobrevivem para a terceira geração (PARDO DEL VAL 2009). Partindo deste pressuposto, a sucessão familiar leva a maior probabilidade de uma gestão medíocre a cada geração.

Uma alternativa dada é a profissionalização da empresa, ou seja, a contratação de gestores profissionais durante o processo de sucessão, mas geralmente os membros da família não estão dispostos a sair do gerenciamento da empresa.

De acordo com Pardo Del Val (2009), é uma característica específica das propriedades familiares, que os mandatos dos gestores/executivos empresariais são mais longos se comparados com as empresas não familiares, isso ocorre devido ao fato de que estes gestores/executivos enfrentam maiores barreiras psicológicas para sair de suas empresas.

Shleifer e Vishny (1997) sugerem que um dos maiores custos que os grandes acionistas impoem, é permanecer ativos na gestão da empresa, mesmo quando eles já não são mais competentes ou qualificados para conduzi-la. Uma implicação apontada pelos autores é que o desempenho das empresas familiares mais antigas foi ainda pior em relação às empresas não familiares. As famílias também são capazes de expropriar a riqueza da empresa

através de compensação excessiva, operações com partes relacionadas, ou dividendos especiais.

De acordo com os autores citados foram mencionados os possíveis custos que advêm da propriedade e do controle familiar, na sequência será abordado os possíveis benefícios decorrentes deste tipo de propriedade e controle.

## **2.5 Os Benefícios das Empresas Familiares**

A concentração da propriedade característica das empresas familiares pode produzir um desempenho maior para a empresa por várias razões.

Conforme Jensen e Meckling (1976), em um alto nível de concentração de propriedade, o acionista controlador possui maior incentivo em monitorar os gestores da empresa, alinhando os objetivos com a gestão, mitigando o problema de agência entre acionista/proprietário e gestores.

De acordo com James (1999) e Bertrand e Schoar (2006) as empresas familiares tomam melhores decisões de investimento porque os controladores/gerentes da família têm um enfoque de longo prazo, evitando a miopia gerencial no processo de tomada de decisão.

Os proprietários consideram a empresa um ativo familiar a ser passado para as gerações futuras, ao invés de uma riqueza para consumo imediato, o nome e o sucesso da família está atrelado ao sucesso da empresa.

Fernandes Junior (2010) atribui a administração focada no longo prazo, e a imposição de restrições aos administradores oportunistas que podem fazer parte da companhia, as principais fontes de competitividade das empresas familiares.

Geralmente as empresas familiares possuem um nível de compromisso maior com a sobrevivência da empresa e geram maior confiança em suas relações, já que o sucesso do negócio está relacionado com o nome da família, por isso a tendência maior de decisões voltadas ao longo prazo, o intuito das empresas familiares é perpetuar a empresa para as gerações futuras, que continuarão o legado da empresa.

Demsetz e Lehn (1985) descrevem que em propriedades concentradas os controladores têm substanciais incentivos econômicos para diminuir os conflitos de agência e maximizar o valor da empresa. Nas empresas familiares especificamente essa tendência é maior, porque a riqueza da família é intimamente ligada ao bem-estar da empresa, as famílias podem ter fortes incentivos para monitorar os gestores e minimizar os problemas inerentes com os pequenos acionistas.



Sciascia e Mazzola (2008) indicam alguns estudos afirmando que, os executivos de empresas familiares tendem a receber menos em relação a empresas equivalentes não familiares.

A maior vantagem das empresas familiares é que os proprietários agem em seu próprio nome e interesse, e não indiretamente como representantes de outras entidades. Isso dá uma ótima vantagem para as empresas familiares, já que as grandes decisões são tomadas pelos proprietários, geralmente visando o melhor para a empresa sem interesses subjacentes.

O debate teórico traz argumentos favoráveis e contrários no que tange o desempenho das empresas familiares em relação as não familiares. Do ponto de vista das decisões de financiamento, custo de capital e aversão ao risco, avalia-se no próximo tópico as diferenças teóricas e empíricas relatadas entre as empresas familiares e não familiares.

## **2.6 Decisões de Financiamento, Risco e Custo da Dívida das Empresas Familiares Versus não Familiares**

Apesar da presença de destaque e da importância econômica das empresas familiares tem havido uma escassez de pesquisas sobre o comportamento financeiro destas empresas.

Croci, Doukas e Gonenc (2011) relatam que as empresas familiares são geralmente controladas por acionistas com participações relativamente grandes. As decisões de financiamento são mais propensas a serem influenciadas pelos acionistas controladores do que as empresas não familiares. Portanto, o autor postula que as características de controle podem influenciar nas decisões de financiamento das empresas familiares.

Croci Doukas e Gonenc (2011) investigaram 777 empresas abertas de 12 países da Europa no período de 1998 até 2008, o objetivo dos autores foi compreender se o controle familiar afeta as decisões de financiamento das empresas europeias.

Os resultados demonstram que as políticas de financiamento externo são influenciadas pelo controle familiar. As empresas familiares tem maior aversão para emissão de ações, o que pode ser explicado pelo receio da diluição de capital e a possível perda de controle, a fonte de financiamento principal utilizada pelas empresas familiares foi emissão de dívida.

Outro fator salientado é que em média as empresas familiares são menos transparentes para os investidores, e conseqüentemente o custo para emissão de ações poderia ser maior do que a emissão de dívida.

Croci Doukas e Gonenc (2011) demonstram que a preferência por emissão de dívida foi ainda maior nas empresas familiares onde o cargo de CEO ou Chairmam são ocupados pelo fundador.

Os autores sugerem que os detentores de obrigações visualizam a propriedade familiar como uma estrutura de propriedade, que protege melhor os seus interesses. Além disso, as evidências encontradas demonstram que as empresas familiares têm preferência por investimentos de baixo risco, e que os mercados de crédito fornecem mais dívida de longo prazo para as empresas familiares, o que indica que o mercado percebe essas empresas como menos arriscadas em relação as não familiares ou com estrutura acionária pulverizada.

Corroborando com essa ideia Jensen e Meckling (1976) argumentam que empresas com estrutura de propriedade pulverizada possuem incentivos para expropriar os obrigacionistas através de investimento de alto risco. Como resultado os obrigacionistas atribuiriam maior custo de dívida para estruturas de propriedade pulverizadas.

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

Nas empresas com características de propriedade concentrada, em caso de insucesso em um projeto de alto risco, os proprietários terão perdas consideráveis juntamente com os obrigacionistas, o que nos sugere que neste tipo de propriedade as decisões de investimentos são mais voltadas a projetos de menor risco.

Anderson, Mansi e Reeb (2003) investigaram 252 empresas americanas no período de 1993 até 1998, e constataram que a propriedade familiar reduz o custo de financiamento da dívida, devido aos menores conflitos de agência entre detentores de capital com grandes participações e os obrigacionistas, os autores atribuem um maior nível de endividamento das empresas familiares frente as não familiares.

Ellul (2008), estudou 5975 empresas em 38 países, e demonstram que as empresas familiares têm maiores taxas de alavancagem. Porém, a emissão de dívida é usada estrategicamente e não indiscriminadamente, dada o maior risco de falência. O autor também atribui que essa opção de dívida é mais utilizada nas empresas familiares em detrimento do receio de que a emissão de ações pode por em risco o controle da empresa. No quadro 4, apresenta-se o resumo dos custos/desvantagens e benefícios/vantagens das empresas familiares apresentados nos últimos 3 tópicos.

Quadro 4: Resumo das Vantagens e Desvantagens da Empresa Familiar

<b>Custos/ Desvantagens</b>	<b>Benefícios/Vantagens</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Menor probabilidade de a empresa ser alvo de aquisições;</li> <li>➤ Prática de nepotismo com alta remuneração para os membros da família;</li> <li>➤ As opções de investimentos podem estar correlacionadas com preferências pessoais da família e não com a maximização do resultado da empresa;</li> <li>➤ Acomodam sua capacidade de crescimento próxima à disponibilidade de recursos financeiros que possuem;</li> <li>➤ São mais avessas ao risco;</li> <li>➤ Conflitos no relacionamento familiar no ambiente da empresa;</li> <li>➤ Problemas com sucessão;</li> <li>➤ Exacerbação dos conflitos de agência (acionistas majoritários para com os acionistas minoritários);</li> <li>➤ São menos transparentes para os investidores;</li> <li>➤ Utilização de recursos da empresa para fins pessoais.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Enfoque de longo prazo, evitando a miopia gerencial no processo de tomada de decisão;</li> <li>➤ A empresa um ativo familiar a ser passado para as gerações futuras, ao invés de uma riqueza para consumo imediato, o nome e a riqueza da família está atrelado ao sucesso da empresa;</li> <li>➤ Os proprietários agem em seu próprio nome e interesse;</li> <li>➤ Rede de influência social e política da Família;</li> <li>➤ Têm preferência por investimentos de baixo risco;</li> <li>➤ Menor custo de financiamento da dívida, devido aos menores conflitos de agência entre a família e os obrigacionistas.</li> </ul>

Fonte: Autoria Própria.

Avalia-se no item 2.7, sobre o ponto de vista da administração familiar ou profissional os pontos positivos e negativos atribuídos a cada tipo de gestão para as empresas familiares.

## 2.7 Administração Familiar ou Profissional

Uma empresa cujo controle acionário é familiar, a família poderá ter ou não papel no comando da gestão da empresa. Uma família pode ser a controladora de uma empresa e não se envolver diretamente na sua gestão, repassando este papel para profissionais contratados.

Neste caso temos dois tipos de gestão, a familiar e a profissional. Alguns autores atribuem pontos fortes e pontos fracos para ambas. A administração familiar é reconhecida pelo comprometimento e a lealdade para com a empresa, e pelos incentivos que o CEO ou o Chairman familiar possui de assegurar bons resultados, já que o sucesso da empresa tem relação com o nome e o bem estar da família (DAVIS, SHOORMAN E DONALDSON 1997).

A teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) sugere que na administração profissional, principalmente onde os gestores não tem participação significativa na propriedade da empresa, a propensão para os conflitos de interesse e conseqüentemente o aumento nos custos de agência são maiores, deste modo à administração da família controladora eliminaria esses custos.

No entanto, conforme Morck, Stangeland e Yeung (2000) a capacidade de gestão familiar, em média, é inferior a do profissional. Além do mais a gestão familiar pode beneficiar alguns membros da família com algumas regalias dentro da empresa.

As empresas familiares, ou as estruturas de propriedades concentradas são conhecidas pelos possíveis problemas de expropriação dos acionistas minoritários. Quando a gestão destas empresas é familiar, o potencial para esta expropriação pode ser maior, já que os gestores podem desviar recursos para si ou em pró dos controladores com mais facilidade. (LIN E YANG HU 2007).

Outro possível malefício da administração familiar, é que geralmente os gestores familiares possuem dificuldade de entender quando não estão mais preparados para desempenhar suas funções sendo muito difícil convencê-los da necessidade de substituição.

Lin e Yang Hu (2007) sugerem que ambos os tipos de gestão, profissional ou familiar podem trazer benefícios para a empresa, desde que os gestores tenham o perfil e as habilidades que o negócio exige aliados a bons mecanismos de governança.

No caso da administração familiar, um caso específico e empiricamente bastante estudado é quando o cargo de CEO ou de Chairman ainda é ocupado pelo fundador da empresa, ou seja, o empreendedor a pessoa que iniciou o negócio.

### 2.7.1 A Presença dos Fundadores na Gestão

Souza e Serralvo (2008) reúnem a opinião de diversos autores e concluem que o empreendedor é aquele que sabe identificar uma oportunidade e faz dela um negócio, assumindo riscos calculados, dedicando-se intensamente, pois trabalha com prazer, gerando oportunidades e colaborando para o desenvolvimento social. Os autores atribuem 3 características como sendo os pilares de um empreendedor: iniciativa, inovação e disposição para assumir riscos.

Para Sentanin e Barbosa (2005) os empreendedores são pessoas diferenciadas. Os autores citam algumas qualidades geralmente atribuídas ao conceito de empreendedor: Criador de seu próprio negócio; Apaixonado pelo que faz; Um visionário, sonhador; Assume riscos com mais facilidade; Tem bom poder de persuasão.

O fundador da empresa é um empreendedor nato, embora alguns autores argumentem que o empreendedor não é simplesmente aquele que abre um negócio, e criam a figura do empreendedor corporativo. O empreendedor corporativo ou intra-empendedor é aquele

funcionário que apresenta características empreendedoras e utiliza sua criatividade para promover mudanças e inovações dentro da organização da qual faz parte.

A diferença básica é que o empreendedor inicia um novo negócio por conta própria, enquanto o intra-empendedor vive um processo semelhante, porém dentro de uma grande organização. O empreendedor arrisca o seu empreendimento e o seu capital, o intra-empendedor arrisca sua carreira e emprego.

Dolabela (1999a, p.38-39) faz um comparativo entre, o empreendedor e o intra-empendedor corporativo. Apresenta-se no quadro 5.

Quadro 5: Diferenças entre Empreendedor e Intra-Empendedor

<b>Parâmetros</b>	<b>Empreendedor</b>	<b>Intra-empendedor</b>
Motivação	Motivado pela liberdade de ação, Automotivado	Motivado pela liberdade de ação, pelo acesso a recursos organizacionais. Automotivado, mas sensível às recompensas organizacionais.
Atividades	Arregaça as mangas. Colabora no trabalho dos outros.	Pode delegar, coloca a mão na massa apenas quando necessário.
Competências	Tem mais faro para o negócio do que habilidades gerencias ou políticas.	Parecido com o empreendedor, mas utiliza mais habilidades gerencias e políticas.
Centro de Interesse	Principalmente a tecnologia e o mercado.	Tudo que acontece dentro e fora das empresas. Compreende as necessidades do mercado.
O erro e o Fracasso	Considera que o erro e o fracasso são ocasiões para aprender alguma coisa.	Dissimula os projetos de risco para não macula a imagem de qualidade de sua empresa ou unidade.
Decisões	Segue a própria visão. Toma suas próprias decisões e privilegia a ação em relação à discussão.	Mestre na arte de convencer os outros da boa fundamentação da sua visão. Orientado para a ação, mas pronto para o compromisso.
Atitude Frente ao sistema	Se o sistema não o satisfaz, ele o rejeita para constituir o seu.	Acomoda-se ao sistema ou o leva ao curto-circuito sem o abandonar.
Relação com os outros	As transações e a negociação são seus principais modos de relação.	As transações sociais se processam dentro do respeito às pressões hierárquicas.

Fonte: Adaptado de Dolabela (1999).

Tendo em vista estas diferenças será analisado se o empreendedor nato, ou seja, o criador ou fundador do negócio propicia melhor desempenho para as empresas familiares.

## 2.8 Estudos Empíricos Relacionados ao Tema

A relação da empresa familiar com o valor e o desempenho é um tema que vem sendo estudado em diversos países, porém os resultados encontrados são contraditórios. Apresenta-se neste capítulo alguns artigos pesquisados sobre o tema. A intenção é fornecer um breve resumo para os leitores interessados no tema para futuras referências, além de propiciar maior embasamento e suporte para este trabalho.

Na América Latina temos poucos trabalhos sobre o tema, Fernandes Junior (2010), avaliou 230 empresas brasileiras listadas na Bovespa, no período de 2006 até 2008, a finalidade do trabalho foi investigar se as companhias cujo controle é familiar ou individual possui desempenho superior às demais companhias de capital aberto, as métricas utilizadas foram, MTBV, QTOB, ROA.

O autor concluiu que não há evidências de diferenças de desempenho entre as empresas com controle familiar ou individual, das famílias fundadoras e as empresas em geral. Apenas as empresas em que o cargo de CEO é ocupado pelo fundador apresentaram desempenho de mercado superior às demais.

Gonzales *et al.* (2011), avaliaram 523 empresas colombianas no período de 1996 até 2006, o objetivo do trabalho foi examinar a relação entre o desempenho financeiro das empresas familiares e as não familiares. As métricas utilizadas foram ROA e *Q-Tobin*.

Os resultados gerais demonstraram que as empresas familiares apresentam desempenho similar as empresas não familiar. No entanto percebe-se que quando o fundador está ainda envolvido na gestão as empresas familiares apresentam melhores resultados, embora esse efeito diminua com o tamanho/idade da empresa. Empresas guiadas pelos herdeiros não apresentaram resultados diferentes das demais empresas.

Na Europa, esse tipo de estudo é bastante difundido, principalmente na Espanha, Itália e Alemanha. Maury (2006), examinou 1672 empresas da Europa em 13 países no ano de 2002. O objetivo do autor foi identificar se as empresas familiares europeias apresentam maior desempenho das empresas não familiares. As métricas utilizadas foram QTOB, ROA e ROE.

O autor conclui foi que as empresas familiares europeias possuem maior desempenho, quando o controle é não majoritário, e justifica o resultado alegando que o controle familiar a partir de certo nível cria conflitos entre a família e os acionistas minoritários, especialmente em países onde a proteção do acionista é baixa.

Barontini e Caprio (2006) estudaram 675 empresas europeias abertas em 11 países no período de 1999 até 2001. O objetivo foi investigar a relação entre a estrutura de propriedade e controle familiar com o valor e performance das empresas. As métricas utilizadas foram, ROA, e QTOB.

Os autores concluíram que o desempenho e o valor de mercado das empresas familiares é superior. O resultado é ainda mais forte quando o fundador está no controle, ou quando os descendentes estão no conselho, mas não são diretores executivos. Quando os

descendentes ocupam a posição de CEO a valorização e o desempenho das empresas familiares não tem distinção estatística com as empresas não familiares.

Nos EUA e Canadá também há um leque razoável de trabalhos nesta área. Anderson e Reeb (2003), avaliaram 403 empresas, no período de 1992 a 1999, a questão central do trabalho foi identificar a relação entre a empresas familiar e a performance. As métricas utilizadas foram, QTOB e ROA.

A conclusão do trabalho foi que as empresas familiares possuem melhor desempenho (ROA) do que as empresas não familiares, as evidências são ainda maiores quando o cargo de CEO é ocupado pelo fundador da empresa. Usando valores de mercado, para as empresas onde o CEO é o fundador, a valorização foi maior, já nas demais empresas familiares os resultados foram equivalentes às não familiares.

Villalonga e Amit (2006), estudaram 500 empresas durante o período de 1994 até 2000, a finalidade do trabalho foi identificar se as empresas familiares são negociadas com prêmio ou desconto em relação as não familiares. A métrica utilizada foi o QTOB.

Os resultados demonstraram que as empresas familiares possuem maior valorização apenas quando o fundador trabalha na empresa como CEO ou membro do conselho. Quando a empresa utiliza mecanismos para garantir o controle, como duas classes de ações, pirâmides ou acordo de voto entre acionistas esse prêmio é reduzido.

King e Santor (2007) avaliaram 613 empresas canadenses no período de 1998 até 2005, o objetivo do trabalho foi identificar se os mecanismos de controle das empresas familiares afetam o desempenho destas empresas. As métricas utilizadas foram ROA e QTOB.

Os autores concluíram que empresas familiares que não usaram mecanismos de separação entre direito de voto e o fluxo de caixa através de diferentes tipos de ações, tiveram desempenho de mercado semelhante às empresas não familiares, para as empresas familiares que utilizaram mecanismos de separação a valorização é inferior.

Na Ásia, também têm-se alguns trabalhos desenvolvidos sobre este tema, Allouche *et al.* (2008), estudaram 1271 empresas Japonesas no período de 1998 até 2003, a finalidade do trabalho foi analisar se as empresa familiares possuem maior desempenho e valor, em comparação com as empresas não familiares. As métricas utilizadas foram ROA, ROE e ROIC.

Os resultados demonstraram que as empresas familiares apresentaram maior lucratividade, outra consideração importante é que o nível de controle familiar influenciou

fortemente no desempenho das empresas, quanto mais fraco o nível de controle menor a vantagem das empresas familiares.

Saito (2008) estudou 1818 empresas Japonesas no período de 1990 até 1998, o objetivo do autor foi investigar se as empresas controladas por famílias fundadoras possuem maior desempenho das demais empresas. As métricas utilizadas foram ROA, QTOB.

O autor concluiu que as empresas familiares tem em média um prêmio ligeiramente maior em relação às empresas não familiares, esse prêmio torna-se significativamente maior quando a empresa ainda é conduzida pelo fundador.

Mostraram-se estudos da América Latina (Colômbia e Brasil), EUA, Canadá, Europa e Japão, é preciso salientar que o desempenho das empresas familiares atrela-se também ao ambiente legal/institucional da empresa, em cada país existem diferentes normas/leis, sejam fiscais, de proteção ao acionista e padrões de governança distintos. No quadro 6, apresenta-se o resumo dos resultados apresentados acima.

Quadro 6: Resumo dos Resultados Empíricos sobre o Tema

<b>Autor/Ano</b>	<b>País - Dados</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Conclusão</b>
Fernandes Junior (2010)	Brasil - 230 Empresas.	Investigar se as companhias cujo controle é familiar ou individual possuem desempenho superior às demais companhias de capital aberto.	Não há evidências de diferenças de desempenho entre as empresas com controle familiar ou individual, das famílias fundadoras e as empresas em geral.
Gonzales <i>et al.</i> (2011)	Colômbia - 533 Empresas.	Examinar a relação entre o desempenho financeiro das empresas familiares e às não familiares.	Os resultados gerais demonstraram que as empresas familiares apresentam desempenho similar às empresas não familiar.
Maury (2006)	Europa – 1672 Empresas.	Identificar se as empresas familiares europeias apresentam maior desempenho em relação as empresas não familiares.	As empresas familiares europeias possuem maior desempenho, quando o controle é não majoritário, e justifica o resultado alegando que o controle familiar a partir de certo nível cria conflitos entre a família e os acionistas minoritários.
Barontini e Caprio (2006)	Europa - 675 Empresas	Investigar a relação entre a estrutura de propriedade e controle familiar com o valor e performance das empresas.	Os autores concluíram que o desempenho e o valor de mercado das empresas familiares é superior. O resultado é ainda mais forte quando o fundador está no controle, ou quando os descendentes estão no conselho, mas não são diretores executivos.
Anderson e Reeb (2003)	EUA – 430 Empresas.	Identificar a relação entre a empresas familiar e a performance.	As empresas familiares possuem melhor desempenho (ROA) do que as empresas não familiares, as evidências são ainda maiores quando o cargo de CEO é ocupado pelo fundador da empresa. Usando valores de mercado, para as empresas onde o CEO é o fundador, a valorização foi maior, já nas demais empresas familiares os resultados foram equivalentes às não familiares.
			Continua...



Continuação.			
Villalonga e Amit (2006)	EUA – 500 Empresa.	Identificar se as empresas familiares são negociadas com prêmio ou desconto em relação as não familiares.	Os resultados demonstraram que as empresas familiares possuem maior valorização apenas quando o fundador trabalha na empresa como CEO ou membro do conselho.
King e Santor (2007)	Canadá - 613 Empresas.	Identificar se os mecanismos de controle das empresas familiares afetam o desempenho destas empresas.	As empresas familiares que não usaram mecanismos de separação entre direito de voto e o fluxo de caixa através de diferentes tipos de ações, tiveram desempenho de mercado semelhante às empresas não familiares, para as empresas familiares que utilizaram mecanismos de separação a valorização é inferior.
Allouche <i>et al.</i> (2008)	Japão – 1.271 Empresas.	Analisar se as empresa familiares possuem maior desempenho e valor, em comparação com as empresas não familiares.	As empresas familiares apresentaram maior lucratividade, outra consideração importante é que o nível de controle familiar influenciou fortemente no desempenho das empresas, quanto mais fraco o nível de controle menor a vantagem das empresas familiares.
Saito (2008)	Japão – 1.818 Empresas.	Investigar se as empresas controladas por famílias fundadoras possuem maior desempenho das demais empresas.	As empresas familiares tem em média um prêmio ligeiramente maior em relação às empresas não familiares, esse prêmio torna-se significativamente maior quando a empresa ainda é conduzida pelo fundador.

Fonte: Autoria Própria.

Neste capítulo tratou-se da importância e da representação das empresas familiares em diversos países, além das diferentes definições de empresas familiares apresentadas nos trabalhos.

Abordou-se também os custos de agência, as teorias em relação à estrutura de propriedade e dos agentes controladores, salientou-se as vantagens e desvantagens das empresas familiares e descreveu-se os pontos positivos e negativos para cada modelo de gestão das empresas familiares.

Ainda, nesse capítulo, apresentou-se uma abordagem dos resultados das pesquisas envolvendo a temática tratada nesse estudo, realizados tanto no Brasil como internacionalmente.

### 3 METODOLOGIA

Aborda-se neste capítulo os procedimentos metodológicos, população e amostra, plano de coleta e tratamento de dados, hipóteses, definição operacionais das variáveis, procedimentos econométricos e limitações do método.

#### 3.1 População e Amostra

Esta pesquisa utiliza dados públicos das empresas, deste modo, analisou-se companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA – sujeitas às regras da Comissão de Valores Mobiliários para a disponibilização pública de informações financeiras e não financeiras.

O escopo da pesquisa contempla todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2005 até 2012, que tiveram seus dados financeiros publicados na base Económica, exceto as empresas do segmento de finanças e seguros que devido à incompatibilidade de cálculo/apuração de algumas variáveis dependentes ( $Q$  e ROA) e de controle (AL1, DP\_Roa e Var\_Rol) em relação aos demais segmentos de empresas foram retiradas da amostra.

A população da pesquisa é formada por 433 empresas com 2.765 observações. Foram excluídas da população as observações conforme os parâmetros abaixo:

- Eliminadas as observações das empresas que constavam como ativas na BM&FBOVESPA em determinado ano, mas que não publicaram o IAN ou o FR no *site* da CVM, total de 12 observações;
- Foram excluídas as observações que apresentaram inconsistências de dados na Económica, sendo estes valores absurdos e incompatíveis com a empresa, no total de 71 registros, destas 33 referentes a empresas familiares e 38 não familiares;
- Não foi considerado na amostra observações onde o  $Q$  Tobin é maior ou igual a 10, totalizando 38 observações, sendo que destas 18 informações são referentes a empresas não familiares e 20 referentes a empresas familiares. O objetivo da exclusão destes dados deve-se a eliminação dos *outliers*, este mesmo método foi utilizado por Acharia, Almeida e Campello (2007), Villalonga e Amit (2006);
- Eliminadas as observações que tiveram variações superiores a três desvios padrão nos indicadores de ROA e ROE, somando 35 observações; destas 17 são

representadas por empresas familiares e 18 não familiares. Da mesma forma, que citado no item acima a eliminação destas informações tem o objetivo de excluir os *outliers* dos indicadores de desempenho operacional das empresas conforme sugestão de Tinoco (2007).

- Foram excluídas as observações onde houve variação anual superior a 100% no ativo, total de 110 informações, 57 de empresas familiares e 53 de empresas não familiares, estas foram excluídas com o objetivo de eliminar possíveis fusões e aquisições no período do estudo, já que estes eventos podem alterar significativamente os fundamentos do negócio, método também utilizado no trabalho de Acharia, Almeida e Campello (2007), e Portal (2010).

Com isso o número final de empresas avaliadas foi de 416, com 2.499 observações, estes dados compõem a amostra do trabalho. Os dados detalhados da amostra estão no apêndice A. Demonstra-se no quadro 7, à proporção/participação do número de empresas por estrutura de propriedade, classificadas por ano pesquisado, considerando os três conceito de empresa familiar conforme fluxograma 1 do item 3.2.

Quadro 7: Proporção do Número de Empresas Familiares por Ano

Ano	CF1	N_Fam Estatal	N_Fam Privada	Total	CF2	N_Fam Estatal	N_Fam Privada	Total	CF3	N_Fam Estatal	N_Fam Privada	Total
2005	56%	7%	37%	100%	40%	7%	53%	100%	36%	7%	57%	100%
2006	57%	7%	36%	100%	42%	7%	51%	100%	37%	7%	56%	100%
2007	58%	7%	36%	100%	42%	7%	51%	100%	38%	7%	55%	100%
2008	57%	6%	37%	100%	41%	6%	53%	100%	37%	6%	57%	100%
2009	58%	6%	36%	100%	42%	6%	52%	100%	39%	6%	54%	100%
2010	56%	7%	37%	100%	40%	7%	53%	100%	40%	7%	53%	100%
2011	57%	6%	37%	100%	40%	6%	53%	100%	40%	6%	54%	100%
2012	55%	7%	38%	100%	40%	7%	53%	100%	38%	7%	55%	100%
<b>Média</b>	<b>57%</b>	<b>7%</b>	<b>37%</b>	<b>100%</b>	<b>41%</b>	<b>7%</b>	<b>52%</b>	<b>100%</b>	<b>38%</b>	<b>7%</b>	<b>55%</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nota-se, como frisado no item 1.4, a relevância das empresas familiares na economia Brasileira, independente do conceito de empresa familiar considerado. Constata-se também, que o Brasil possui um dos maiores níveis de participação de empresas familiares nas companhias abertas se comparado aos demais países conforme trabalhos apresentados no item 2.1.

### 3.2 Plano de Coleta e Tratamento dos Dados

Os dados referentes aos proprietários das companhias, no que tange quantidade e tipo (ordinárias e/ou preferencias) de ações, e as informações sobre os administradores foram coletados dos registros das companhias na CVM através dos informes anuais (IAN) e dos formulários de referência no *site* da BM&FBovespa e *infomoney*. Nos casos onde não houve informações claras sobre os controladores e administradores, foi feito contato com as empresas via fone, ou *e-mail* solicitando os dados. As informações contábeis e os preços das ações nos diferentes anos foram coletados na base de dados da Economática.

Para atendimento do objetivo geral do trabalho, devido ao grande leque de conceitos existentes de empresa familiar conforme visto no item 2.1.3, optou-se pela utilização de três conceitos nas análises, iniciando pelo conceito mais amplo até o mais restrito. O propósito disto é visualizar possíveis diferenças nos resultados através das diferentes definições de empresa familiar, além de tornar o estudo mais robusto e comparativo com estudos internacionais.

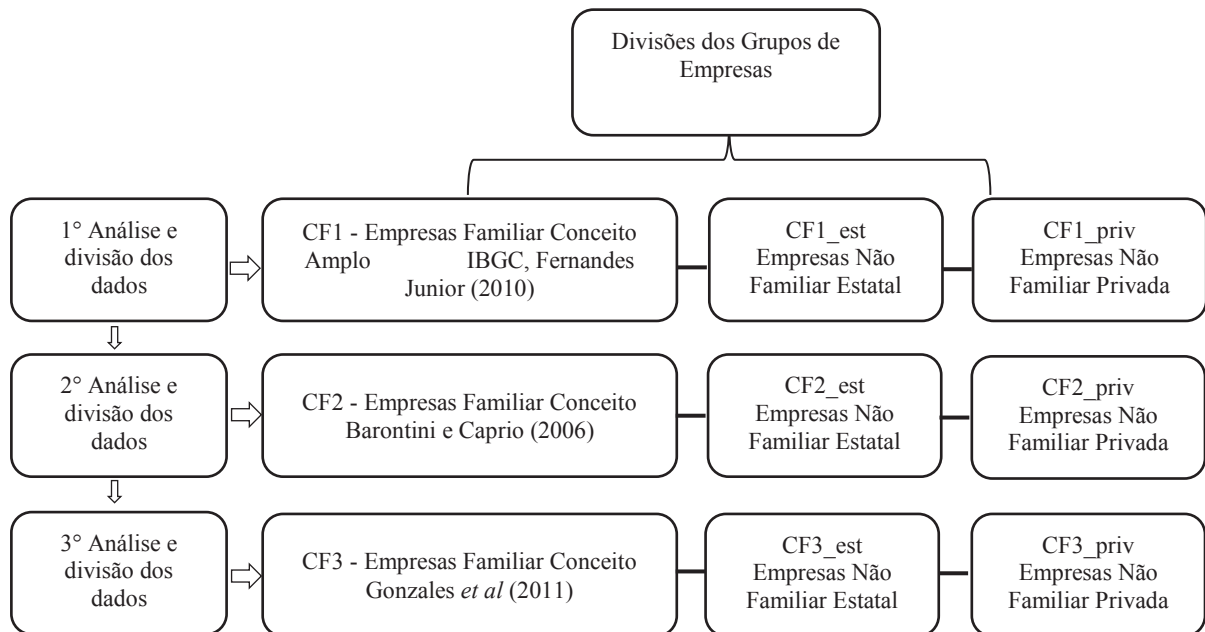
- ❖ Na primeira separação e análise entre o grupo de empresas familiares e não familiares utilizou-se o conceito mais amplo, seguindo como parâmetro a definição utilizada pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa 2008) e de Fernandes Junior (2010), onde a empresa familiar é aquela cujo controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo, ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias.
- ❖ Para a segunda avaliação entre o grupo de empresas familiares e não familiares, utilizou-se a primeira parte do conceito de Barrontini e Caprio (2006), que delimitam a empresa familiar como aquela em que um indivíduo ou uma mesma família detenha mais de 50% das ações com direito ao voto.
- ❖ Na terceira separação dos grupos de empresas em familiares e não familiares utilizou-se o conceito de Gonzales *et al.* (2011), onde a empresa familiar é aquela em que a família fundadora é a maior acionista da empresa.

Na maioria dos trabalhos pesquisados no referencial, Fernandes Junior (2010), Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006) entre outros, a comparação dos resultados ocorre entre dois grupos de empresa, familiar e não familiar. Porém, nesta pesquisa as empresas não familiares serão divididas em empresas de propriedade estatal e de propriedade privada. Justifica-se essa separação em razão que as empresas estatais nem sempre têm por objetivo a maximização dos resultados, estão em setores estratégicos e muitas vezes são

usadas pelo governo para correções/ajustes na economia, deste modo, podendo interferir nos resultados (PEDERSEN E THOMSEN 2003).

Salienta-se que posteriormente nos testes de robustez será feito a verificação dos resultados considerando as empresas familiares e não familiares conforme os autores citados acima.

Fluxograma 1: Análise dos Dados para Objetivo Geral

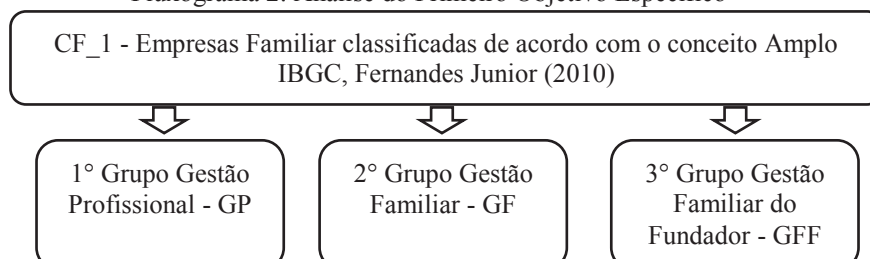


Fonte: Autoria própria.

Para análise do primeiro objetivo específico, utilizou-se todas as empresas classificadas como familiares de acordo com o conceito adotado pelo IBGC (2008) e Fernandes Junior (2010) e foram criados três grupos de empresas.

4. O primeiro grupo: quando o CEO e o Chairman não tem relação familiar com a família controladora;
5. O segundo grupo: empresas em que o CEO ou Chairman é membro da família controladora, mas não é o fundador da empresa;
6. O terceiro grupo: quando o CEO ou o Chairman é o fundador da empresa.

Fluxograma 2: Análise do Primeiro Objetivo Específico



Fonte: Autoria própria.

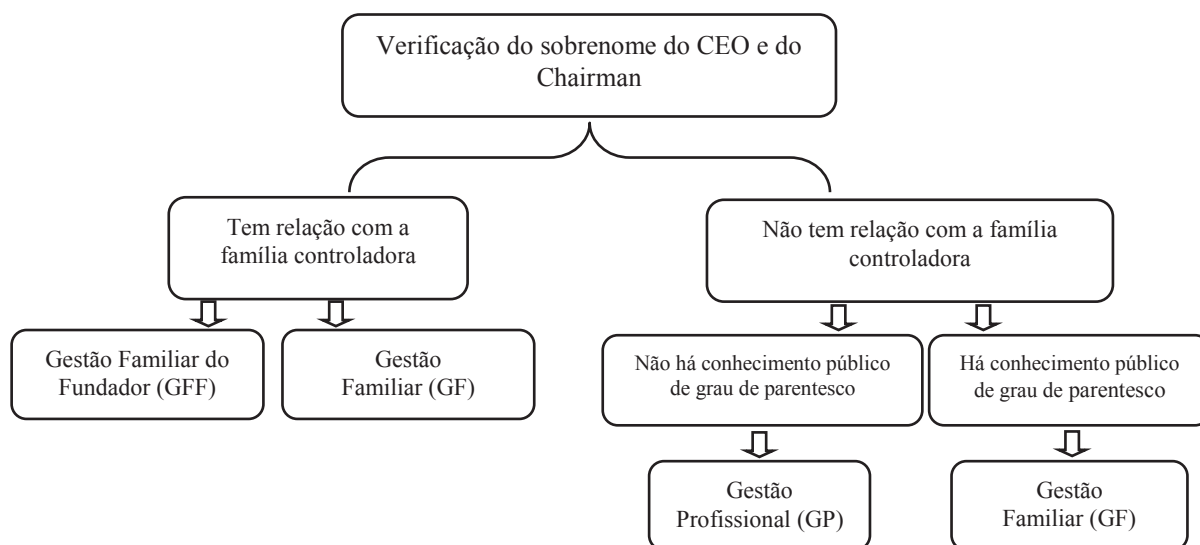
Para identificação do CEO ou do Chairman familiar além da verificação das informações oficiais no formulário de referência da CVM, foi feita a relação entre o sobrenome da família controladora com estes gestores e a análise de informações públicas da relação entre estes gestores e a empresa conforme itens abaixo:

1: Se o sobrenome do CEO e do Chairman não tiver relação com a família controladora, e não for de conhecimento público que há algum grau de parentesco com a família controladora foi considerado gestão profissional (GP).

2: Se o sobrenome do CEO e do Chairman não tiver relação com a família controladora, porém, for de conhecimento público que há algum grau de parentesco com a família controladora foi considerado gestão familiar (GF).

3: Se o sobrenome destes gestores tiver relação com a família controladora, foi considerado como GF, caso sejam fundadores da empresa classificou-se como Gestão Familiar do Fundador (GFF).

Fluxograma 3: Identificação da Gestão Profissional ou Familiar



Fonte: Autoria própria.

Com relação ao cumprimento do segundo e terceiro objetivo específico de verificar as diferenças nos níveis de alavancagem e de despesas administrativas entre as empresas familiares e não familiares, avaliou-se estas variáveis utilizando o mesmo critério de separação da análise dos dados do objetivo geral (Fluxograma 1).

Cabe ressaltar que todas as variáveis independentes atreladas a cada tipo de estrutura de propriedade e gestão serão tratadas como *dummies* nos modelos econométricos.

### 3.3 Hipóteses da Pesquisa

As empresas com estrutura de propriedade concentrada podem apresentar desempenho superior aos demais tipos de empresa, em detrimento do menor custo de agência e dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas. As empresas familiares são um caso típico de concentração de propriedade e reúnem uma série de características próprias, que reforçam os argumentos em pró do melhor desempenho deste tipo de propriedade frente às demais. No quadro 8, apresenta-se os principais motivos tratados no referencial teórico.

Quadro 8: Principais Motivos para o Melhor Desempenho das Empresas Familiares.

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Jensen e Meckling (1976).	Redução dos problemas de agência pelo maior incentivo do controlador no acompanhamento da empresa;	H1: Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação às empresas não familiares.
Pedersen e Thomsen (2003) e Fernandes Junior (2010).	Enfoque no longo prazo; visando sobretudo a sobrevivência da empresa para as futuras gerações da família;	
Demsetz e Lehn (1985).	Possuem interesse direto na geração de valor, pois grande parte de sua riqueza ou da própria família está empregada na empresa;	
Pedersen e Thomsen (2003).	Os proprietários agem em seu próprio nome e interesse, e não indiretamente como representantes de outras entidades;	

Fonte: Autoria própria.

A concentração da propriedade pode trazer custos atrelados à expropriação dos acionistas minoritários. Um indivíduo ou uma família que possui o controle da empresa pode utilizar esse poder para extrair benefícios próprios à custa do desempenho da empresa e consequentemente dos acionistas minoritários, deste modo, são demonstrados no quadro 9, os principais fatores discutidos no referencial teórico que indicam tais custos e consequentemente os motivos de um pior desempenho por parte desse tipo de empresa.

Quadro 9: Principais Motivos para o Pior Desempenho das Empresas Familiares.

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Fama e Jensen (1983)	Instituir um salário excessivamente alto para si e para sua família, utilização dos ativos ou caixa da empresa para benefício pessoal.	H2: Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional inferior em relação às empresas não familiares.
FAVERO <i>et al.</i> (2006).	Empregam seus filhos, parentes em boas posições, muitas vezes estes acabam sendo contratados não pela competência ou conhecimento, mas sim pelo laço familiar.	
Fama e Jensen (1985)	As opções de investimentos podem estar correlacionadas com as preferências pessoais da família, e não de fato com a maximização do valor da empresa;	
Pardo Del Val (2009),	Conflitos familiares entre os controladores;	

Fonte: Autoria própria.

As hipóteses (H1,H2) serão testadas em diferentes conceitos de empresa familiar, conforme descrito no fluxograma 1 do item 3.2.

As hipóteses seguintes decorrem do primeiro objetivo específico referente aos modelos de gestão, Gestão Familiar (GF), Gestão Familiar do Fundador (GFF) e Gestão Profissional (GP) das empresas familiares sobre o conceito amplo (Fluxograma 2). No quadro 10, são expostas as proposições em pró da Gestão Familiar (GF).

Quadro 10: Principais Proposições em favor da Gestão Familiar

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Davis, Shoorman e Donaldson (1997).	Redução dos problemas de agência já que os controladores além da motivação tratada em H1 participam ativamente da Gestão;	H3: Empresas com Gestão Familiar possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GFF e GP.
Davis, Shoorman e Donaldson (1997).	Comprometimento e lealdade para com a empresa;	
Fernandes Junior (2010).	Participações dos proprietários nas decisões e no acompanhamento no dia a dia da empresa;	
Pedersen e Thomsen (2003).	Possuem interesse direto na geração de valor, estão gerindo e administrando seu próprio dinheiro.	

Fonte: Autoria própria.

Para as hipóteses referentes ao modelo de Gestão GFF, além das citadas no modelo GF adiciona-se algumas das atribuições referidas ao empreendedor conforme tratado no referencial teórico.

Quadro 11: Principais Proposições em favor da Gestão Familiar do Fundador

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Souza e Serralvo (2008).	Sabe identificar oportunidades, é um visionário, assume riscos com mais facilidade;	H4: Empresas com Gestão Familiar do Fundador possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GP.
Sentanin e Barbosa (2005).	É um conhecedor profundo do funcionamento da sua empresa, criou-a, e possui sua identidade na empresa;	
Sentanin e Barbosa (2005).	Tem bom poder de persuasão;	
Dolabela (1999).	Segue a própria visão. Toma suas próprias decisões e privilegia a ação em relação à discussão.	

Fonte: Autoria própria.

Para fundamentar a hipótese em pró da Gestão Profissional (GP), apresenta-se os argumentos no quadro 12.

Quadro 12: Principais Proposições em favor da Gestão Profissional

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Morck Stangeland e Yeung (2000).	Capacidade da Gestão Profissional em média é maior que a familiar;	H5: Empresas com Gestão Profissional possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GFF.
Lin e Yang Hu (2007).	Maior dificuldade de expropriação da empresa por parte dos controladores;	

Fonte: Autoria própria.



As próximas hipóteses decorrem do segundo objetivo específico, onde examina-se as diferenças entre os níveis de alavancagem entre as empresas familiar e não familiar conforme proposições nos quadros a seguir:

Quadro 13: Principais Proposições para Menor Alavancagem nas Empresas Familiares

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Górriz e Fumás (2005).	As empresas familiares acomodam a capacidade de crescimento próximo a disponibilidade de recursos financeiros que possuem, em caso de grandes investimentos geralmente demoram mais a fazer ou fracionam o investimento em um tempo maior.	H6 – O nível de alavancagem das empresas familiares é inferior em relação as não familiares.
Pedersen e Thomsen (2003).	São mais propensas a sofrer com racionamento de capital, nem sempre estão dispostas a emitir ações, geralmente por receio de perder o controle, ou emitir dívidas pelo risco de falência ou de passar por dificuldades financeiras.	

Fonte: Autoria própria.

Quadro 14: Principais Proposições para Maior Alavancagem nas Empresas Familiares

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Ellul (2008).	Pelo maior receio de emitir ações, em detrimento do medo de perder o controle, as empresa familiares usariam a dívida como principal fonte de capital, e com isso teriam maiores níveis de alavancagem em relação às demais empresas.	H7 – O nível de alavancagem das empresas familiares é superior em relação as não familiares.
Croci Doukas e Gonenc (2011), Anderson, Mansi e Reeb (2003).	Os autores sugerem que os detentores de obrigações visualizam a propriedade familiar como uma estrutura de propriedade que protege melhor os seus interesses. Além disso, as evidências encontradas demonstram que as empresas familiares têm preferência por investimentos de baixo risco, e que os mercados de crédito fornecem mais dívida de longo prazo para as empresas familiares.	

Fonte: Autoria própria.

As últimas hipóteses são referentes ao terceiro objetivo específico, onde investiga-se na conta das despesas administrativas, na qual o salário da administração é um dos principais itens, as diferenças nos níveis de gastos entre as empresa familiares e não familiares.

Quadro 15: Principal Proposição para Maior Despesa Administrativa nas Empresas Familiares

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Favero <i>et al.</i> (2006).	Os controladores e gestores das empresas familiares empregariam seus filhos e parentes em boas posições na empresa e pagariam para si e para os membros da família altos salários.	H8 – As despesas administrativas das empresas familiares são superiores em relação às empresas não familiares.

Fonte: Autoria própria.

Quadro 16: Principal Proposição para Menor Despesa Administrativa nas Empresas Familiares

<b>Autor</b>	<b>Proposição</b>	<b>Predição</b>
Davis, Shoorman e Donaldson (1997).	Em detrimento do maior comprometimento e lealdade com a empresa, controladores e gestores das empresas familiares abririam mão dos altos salários em pró da empresa. Além do mais os custos com pagamento de prêmios, bonificações para atendimento de metas seriam menores tendo em vista o menor conflito de agência.	H9 – As despesas administrativas das empresas familiares são inferiores em relação às empresas não familiares.

Fonte: Autoria própria.

Nas hipóteses 6,7, 8 e 9 serão aplicados os testes conforme os diferentes conceitos de empresa familiar de acordo com o fluxograma 1 do item 3.2.

### 3.4 Definição Operacional das Variáveis (Variáveis Dependentes)

A escolha das métricas de valor (Q) e desempenho operacional (ROA e ROE) tem como base estudos já realizados sobre o tema, conforme trabalhos abordados no capítulo 2. Destacam-se os trabalhos, Anderson e Reeb (2003), King e Santor (2007), Barontini e Caprio (2006), Gonzales *et al.* (2011), Maury (2006) e Fernandes Junior (2010).

A métrica de endividamento financeiro geral (AL1) e de longo prazo (AL2) foram extraídas dos trabalhos de Gatti (2013) Portal (2010) respectivamente. A escolha da métrica de despesas administrativas (DA), não foi encontrada em nenhum dos trabalhos pesquisados, mas como boa parte da expropriação que pode ser feita pelos controladores/gestores familiares pode estar atrelada a esta conta específica conforme as hipóteses H8 e H9 justifica-se a utilização neste trabalho. Segue todas as métricas e suas explicações:

Q de Tobin Aproximado (Q); este índice é definido como a relação entre o valor da empresa (ações mais dívidas) dividido pelo ativo total, como no Brasil têm-se ações ordinárias e preferências a formula é.

$$Q = \frac{A. Ordinarias + A. Preferenciais + Dívidas}{Ativo Total}$$

Retorno sobre o ativo (*ROA\_EBITDA*); avalia a relação entre o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização com o ativo total.

$$ROA = \frac{Ebitda}{Ativo Total}$$

Retorno sobre o patrimônio (ROE); mensura o retorno contábil obtido com o investimento do capital próprio.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

AL1 demonstra a Alavancagem financeira geral é a relação entre a soma das contas de debêntures e financiamentos de curto e longo prazo e o ativo total das empresas. AL2 evidencia a Alavancagem financeira de longo prazo em relação ao ativo.

$$\text{AL1} = \frac{\text{Debêntures e Financiamento de Curto e Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$$

$$\text{AL2} = \frac{\text{Debêntures e Financiamento de Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$$

Despesas Administrativas (DA) compreende o total das despesas administrativas da empresa dividido pelo Ativo Total:

$$\text{DA} = \frac{\text{Despesas Adminsitrativas}}{\text{Ativo Total}}$$

### 3.5 Definição Operacional das Variáveis (Variáveis De Controle)

#### 3.5.1 Concentração de Ações Ordinárias do Controlador (CAO)

Esta variável é definida pelo percentual de ações ordinárias em posse do controlador (es) da empresa registradas no IAN ou no FR em cada ano pesquisado, indica o poder de voto e conseqüentemente a influência dos controladores nas decisões da empresa.

No caso de múltiplos controladores registrados no IAN/FR foi somada a participação de cada um a fim de totalizar o percentual (%) de ações ordinárias em posse dos controladores. Essa mesma *proxy* foi utilizada nos trabalhos de Fernandes Junior (2010) e Villalonga e Amit (2006).

#### 3.5.2 Direito ao Fluxo de Caixa do Controlador (DFC)

A variável de Direito ao Fluxo de Caixa do Controlador é definida pela soma das ações ordinárias e preferenciais em posse dos controladores, dividida pelo total de ações da companhia. Indica a participação dos controladores na divisão dos lucros/dividendos. Nos

casos onde a empresa possui somente uma classe de ações (ordinárias), a variável DFC será igual ao 3.5.1, essa *proxy* também foi utilizada no trabalho do Fernandes Junior (2010).

### 3.5.3 Excesso de direito ao voto em relação ao fluxo de caixa. (EDV)

No Brasil, tem-se de duas classes de ações ordinárias e preferenciais, com e sem direito a voto respectivamente. O EDV representa a divisão do percentual das ações ordinárias (item 3.5.1) pelo percentual do direito do fluxo caixa (item 3.5.2) em posse dos controladores. Indica a relação existente entre o percentual de controle acionário e o percentual de direito sobre o fluxo de caixa da empresa por parte dos controladores.

$$EDV = \frac{CAO}{DFC} - 1$$

Esta variável foi utilizada nos trabalhos de Villalonga e Amit (2006) e Fernandes e Junior (2010).

### 3.5.4 Tamanho da Empresa (TAE)

O tamanho da companhia é controlado na maioria dos trabalhos, devido aos efeitos gerados pela escala, influência de mercado e diferenças de acesso ao capital entre outros fatores. Existem alguns parâmetros que os autores geralmente utilizam como *proxy* de tamanho, dentre estes estão, o número de funcionários, receita, e valor dos ativos.

Neste trabalho utilizou-se o *Log* do Ativo como medida de tamanho das companhias conforme formula abaixo:

$$TAE = \log(\text{Ativo})$$

### 3.5.5 Setor

Para classificação das empresas por setor foi utilizado à base de dados da Económica que contempla 19 categorias conforme quadro 17.

Quadro 17: Classificação do Setor de Atuação

1	Agro e Pesca
2	Alimentos e Bebidas
3	Comércio
4	Construção
5	Eletroeletrônicos
6	Energia Elétrica
7	Máquinas Industriais
8	Mineração
9	Minerais não Metálicos
10	Outros
11	Papel e Celulose
12	Petróleo e Gás
13	Química
14	Siderúrgica & Metalúrgica
15	Software e Dados
16	Telecomunicações
17	Têxtil
18	Transporte Serviços
19	Veículos e peças

Fonte: Economática.

A variável setor é importante já que permite controlar aspectos referentes ao segmento econômico de atuação da empresa, sabe-se que por hora setores econômicos podem ter resultados maiores ou menores em detrimentos de situações de mercado e de conjunturas econômicas, além de diferentes oportunidade de investimento, risco e rentabilidade. Esta *proxy* também foi utilizada pelos autores, Anderson e Reeb (2003), Fernandes e Junior (2010) e Carvalho e Oliveira (2011).

Os 19 setores de atuação das companhias são representados nos modelos econométricos por variáveis *dummy*.

### 3.5.6 Idade

Esta variável é medida em anos de existência, considerando a data da fundação ou constituição da empresa conforme dados da CVM e informações do *site infomoney*. A idade foi calculada pela subtração de cada ano do período avaliado (2005-2012) pelo ano de fundação/constituição da empresa.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) as empresas familiares mais antigas tiveram resultados piores que as mais jovens, os autores atrelam um dos fatores desse resultado a dificuldade dos grandes acionistas/gestores saírem do controle/gestão da empresa mesmo quando não são mais aptos para tal função, e mesmo quando esta transição ocorre são comuns problemas de sucessão e conflitos familiares, que prejudicam a empresa.

Pardo e Del Val (2009) salientam que há muitos estudos afirmando que menos de um terço das empresas familiares sobrevivem pela segunda geração, e apenas metade sobrevivem para a terceira geração. Deste modo, a variável idade assume sua importância no modelo de acordo com a fórmula abaixo.

$$\text{Idade} = \log(\text{Idade})$$

### 3.5.7 Risco do Negócio (DP\_Roa)

Como variável de Risco do negócio será utilizado o Desvio Padrão do ROA, conforme o trabalho de Gatti (2013). Será calculado o Desvio Padrão do ROA dos oito anos pesquisados e aplicado essa variável em todos os anos para cada empresa. Vale salientar que, para as empresas onde houve troca de controle no decorrer dos oito anos, foi calculado o Desvio Padrão ROA separado para cada tipo de controle. A variável risco justifica-se pela proposição das empresas familiares serem mais conservadoras em detrimento de que geralmente o controladores possuem grande participação na empresa e teriam muito a perder em caso de insucesso em um projeto de alto risco.

$$DP\_Roa = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(ROA_i - Média\ ROA)^2}{n}}$$

### 3.5.8 Endividamento (AL1)

Como fator de controle na apuração do desempenho das empresas foi utilizado o endividamento financeiro geral (AL1). O controle de uma variável de estrutura de capital na apuração do desempenho e valor é comumente usado na grande parte dos trabalhos.

$$AL1 = \frac{\text{Debentures e Financiamento de Curto e Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$$

### 3.5.9 Ano da Observação (Ano)

Considerando que os efeitos sazonais, podem afetar o desempenho das companhias, tal efeito é controlado pela variável indicativa do ano em que um determinado conjunto de informações é gerado. Esta variável é representada por *dummies* nos modelos econométricos.

### 3.5.10 Nível de Governança (NBC)

Alguns trabalhos sugerem a influência da governança corporativa no valor, desempenho e alavancagem das empresas, Silveira e Barros (2006) e Bridger (2006), deste modo neste trabalho é incluso essa variável de controle.

Como *proxy* são considerados os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa. No quadro 18, são demonstrados as classificações existentes para os níveis de governança das empresas da amostra.

Quadro 18: Níveis de Governança

Níveis de Governança	
1	Balcão Organizado
2	Básico
3	Bovespa Mais
4	Nível 1
5	Nível 2
6	Novo Mercado
7	Tradicional Bovespa

Fonte: Bovespa.

Para interpretação do nível de governança nos modelos econométricos, foi utilizado a variável *dummy* para separação dos grupos, sendo que as empresas classificadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado formaram o 1º grupo e as demais empresas formaram o 2º grupo.

### 3.5.11 Variáveis Adicionais *Q de Tobin* (ROE e V\_Rol)

Nas equações onde o *Q de Tobin* é a variável dependente foi incluído entre as variáveis explicativas, uma variável de desempenho operacional no caso o ROE na forma do cálculo apresentado no item 3.4, e outra variável para controlar o crescimento da empresa, neste caso optou-se pela utilização da variação da receita operacional (V\_Rol) anual líquida de cada empresa durante o período avaliado conforme fórmula expressa a seguir:

$$V\_Rol = \frac{Rol \text{ Ano } 2}{Rol \text{ Ano } 1} - 1$$

## 3.6 Resumo das Variáveis

No quadro 19, apresenta-se o resumo das variáveis dependentes, independentes e de controle da pesquisa.

Quadro 19: Resumo das Variáveis

Tipo	Abreviatura Variável	Nome da Variável
Dependentes	Q	Q de Tobin
	ROA	Retorno sobre o Ativo Ebitda
	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
	AL1	Endividamento Financeiro Total
	AL2	Endividamento Financeiro de Longo Prazo
	DA	Gastos com Despesas Administrativas
Independentes	CF1	Empresas Familiares Conceito Amplo IBGC (2008)
	CF1_est	Empresas Estatais
	CF1_priv	Empresas não familiares privadas
	CF2	Empresas Familiares Controle Majoritário Barontini e Caprio (2006)
	CF2_est	Empresas Estatais
	CF2_priv	Empresas não familiares privadas
	CF3	Empresas Familiares Família Fundadora Gonzales <i>at al</i> (2011)
	CF3_est	Empresas Estatais
	CF3_priv	Empresas não familiares privadas
	GFF	Gestão Familiar Fundador
GF	Gestão Familiar	
GP	Gestão Profissional	
Controle	CAO	Ações Ordinárias em posse dos controladores
	DFC	Direito ao fluxo de caixa dos controladores
	EDV	Grau de separação entre controle e o direito ao fluxo de caixa
	TAE	Tamanho da empresa
	Setor	Segmento da empresa
	Idade	Idade da empresa
	DP_Roa	Desvio padrão do Roa
	AL1	Endividamento Financeiro total
	Ano	Ano das observações
	NBC	Nível de Governança
	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
	V_Rol	Variação da Receita Operacional Líquida

Fonte: Autoria própria.

### 3.7 Procedimentos Econométricos e Tratamento dos Dados

Após coleta e tabulação das variáveis, aplicaram-se alguns testes para validação final dos modelos. Utilizou-se o software *Stata* em todos os testes e na aplicação das equações.

O primeiro teste realizado foi o de Matriz de Correlação de Pearson, esse foi o primeiro método de correlação estudado por Francis Galton e seu aluno Karl Pearson em



1897, o objetivo do teste é medir o grau da correlação (e a direção dessa correlação, positiva ou negativa) entre duas variáveis.

Conforme Lira (2004) a lógica da interpretação dos resultados do teste de Pearson pode ser feita do seguinte modo: Se o coeficiente encontrado for igual a 1 existe correlação linear perfeita entre as duas variáveis testadas, caso o coeficiente seja igual a -1 nos indica correlação linear negativa perfeita nas variáveis, e em casos do coeficiente ser igual a 0 não existe correlação linear. Todavia os valores acima 1 e -1 são os extremos, de maneira mais adequada qualitativamente Callegari Jacques (2003) sugerem a interpretação conforme quadro 20.

Quadro 20: Interpretação Matriz de Correlação

Parâmetros	Interpretação
se $0,00 < \hat{\rho} < 0,30$	Existe fraca correlação linear;
se $0,30 \leq \hat{\rho} < 0,60$	Existe moderada correlação linear;
se $0,60 \leq \hat{\rho} < 0,90$	Existe forte correlação linear;
se $0,90 \leq \hat{\rho} < 1,00$	Existe correlação linear muito forte.

Fonte: Autoria Própria.

O teste de correlação de Pearson justifica-se, pois a utilização de duas variáveis com o mesmo comportamento (colinearidade) poderia afetar negativamente o modelo final. O teste foi aplicado em todas as variáveis discutidas nos itens 3.4 e 3.5, os resultados estão descritos no apêndice B.

No segundo teste, foi feito regressões conforme os modelos originais e aplicado o teste para multicolinearidade, esta ocorre quando uma variável independente é explicada (correlacionada) por outras duas ou mais variáveis independentes juntas e isso pode não ser captado pela análise da matriz de correlação explicada acima.

Para análise da multicolinearidade foi feito regressões conforme os modelos originais e aplicado o teste VIF (*variance inflation factors*), onde procurou-se identificar multicolinearidade entre as variáveis, já que a multicolinearidade perfeita como a quase multicolinearidade afetam (de forma negativa) as estimativas da regressão e podem conduzir a falsas conclusões a partir das mesmas.

Segundo Baum (2006) a interpretação do teste (VIF) pode ser feita levando em consideração que valores acima de 10 evidenciam indícios de multicolinearidade. Os resultados do teste VIF esta no apêndice C.

Diante dos resultados do primeiro e do segundo teste, optou-se pela exclusão da variável CAO do modelo final, em detrimento da elevada correlação com a DFC (0,68) e por apresentar multicolinearidade maior que 10 no teste VIF, cabe ressaltar que as variáveis CAO,

DFC e EDV tem características semelhantes conforme descrito no item 3.5, optou-se pela exclusão da CAO em detrimento de que os níveis de controle já estão sendo medidos nos diferentes conceitos de empresa familiar (CF1 e CF2) empregados no trabalho. As demais variáveis apresentam resultados normais.

De acordo com Favero (2013) em contabilidade e finanças a utilização de modelos, que considerem dados oriundos de várias *cross-sections* ao longo do tempo ou também chamados dados em painel vem se tornando cada vez mais crescente e importante. Isso vem ocorrendo porque geralmente as informações das entidades pesquisadas sejam estas empresas, municípios ou países são divulgados periodicamente, e é natural a aplicação de modelos longitudinais para o estudo de fenômenos, que sofrem influência das diferenças entre as entidades e a evolução temporal.

Conforme Marques (2000), os dados em painel fornecem uma maior quantidade de informação, com menos colinearidade entre as variáveis, maior variabilidade dos dados, mais graus de liberdade possibilitando uma estimativa mais eficiente.

Há diferentes modelos de dados em painel, a distinção básica deles está atrelada a existência de efeitos fixos (EF) ou aleatórios (EA) na característica dos dados.

De acordo com Favero (2013) o EF ocorre quando os efeitos no nível das entidades (empresas) são aleatórios, nota-se que o termo “efeito fixo” dá uma ideia contrária à modelagem. O modelo EF apresenta uma premissa fundamental de que os regressores sejam correlacionados com os efeitos do nível do indivíduo ou entidade, deste modo, para que ocorra uma estimação consistente do modelo é necessário à exclusão ou controle dos efeitos fixos que não possuem variação temporal.

Pode-se, especificar um modelo que leva em conta os efeitos específicos de um indivíduo ou entidade para a variável dependente  $y_{it}$  específica que:

$$y_{it} = \beta_{0i} + x'_{it} \beta_1 + \varepsilon_{it}$$

Na equação acima  $x'_{it}$  são regressores,  $\beta_{0i}$  são os efeitos aleatórios específicos de indivíduo e  $\varepsilon_{it}$  representa o erro idiossincrático.

Ainda conforme Favero (2013) a vantagem do modelo de EF é que pode ser atingido um estimador sólido do efeito marginal do  $j$ -ésimo regressor de  $E(y_{it} | \beta_{0i}, x_{it})$ , dado que  $x_{j,it}$  varia no tempo.

Diferentemente no modelo de EA, o  $\beta_{0i}$  é aleatório, ou seja, não é correlacionado com os regressores. Deste modo, a estimação é elaborada com um estimador FGLS (feasible generalized least squares). A vantagem deste tipo de modelo EA é que ele estima todos os

coeficientes, mesmo dos regressores que não variam no tempo, e, portanto os efeitos marginais.

Para Favero (2013) a variável dependente e os regressores podem variar ao longo do tempo e entre os indivíduos (empresas). Enquanto a “within variance” é conhecida pela variação, ao longo do tempo ou para uma dada empresa, a “between variance” é distinguida pela variação entre empresas. No modelo de efeitos fixos, o coeficiente de um regressor com baixa variação “within” não será estimado corretamente. Deste modo, é muito importante a distinção entre essas variações para definição do modelo adequado de dados em painel.

Cada modelo EF ou EA requer premissas diferentes que dependerão das características dos dados/variáveis, contudo não existe o pior ou melhor modelo, e sim o mais apropriado para os dados em questão. Conforme Wooldridge (2006) o primeiro a sugerir um teste para escolha entre EA e EF foi Hausman em 1978, este teste consiste na verificação da existência de correlação entre  $\varepsilon_{it}$  e  $x'_{it}$ , assumindo que os erros idiossincráticos e as variáveis explicativas não são correlacionados ao longo do tempo, ou seja, a hipótese nula do teste é a opção pelo modelo EA.

Foi aplicado o teste de Hausman em todas as equações (quadro 21 p.59) e como os resultados não foram relevantemente predominantes para um dos modelos, neste estudo optou-se por aplicar em todas as equações o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios conjuntamente.

O painel dos dados é não balanceado, pelo fato de algumas das companhias não estarem presentes em toda a série temporal, neste estudo o não balanceamento é devido às observações eliminadas conforme item 3.1 e pelas observações perdidas em detrimento da impossibilidade da coleta de todas as variáveis, que compoem a equação. No quadro 21, é descrito os modelos que serão aplicados no trabalho de acordo com suas hipóteses conforme item 3.3.

Quadro 21: Modelos Aplicados para Teste das Hipóteses.

Equação	Hipótese	Composição VC
$Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Controle}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H1 e H2	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.1.
$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Controle}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H1 e H2	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11 e 3.5.1.
$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Controle}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H1 e H2	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11 e 3.5.1.
		Continua...

Continuação.		
$Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Gestão}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H3, H4 e H5.	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.1.
$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Gestão}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H3, H4 e H5.	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11 e 3.5.1.
$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Gestão}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H3, H4 e H5.	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11 e 3.5.1.
$AL1 = \alpha + \beta_1 \text{Controle}_{it} + \sum^K VC_{jit} + ROA_{it} \text{ erro}_{it}$	H6 e H7	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11, 3.5.8 e 3.5.1, incluído o ROA.
$AL2 = \alpha + \beta_1 \text{Controle}_{it} + \sum^K VC_{it} + ROA_{it} \text{ erro}_{it}$	H6 e H7	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11, 3.5.8 e 3.5.1, incluído o ROA.
$DA_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Controle}_{it} + \sum^K VC_{it} + \text{erro}_{it}$	H8 e H9	Todos os itens considerados no item 3.5, exceto a 3.5.11 e 3.5.1.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Ressalta-se também que em todas as equações houve tratamento nos dados para autocorrelação e heteroscedacidade já que nos testes realizados houve presença de ambas.

### 3.8 Limitações da Metodologia

Como limitação do método pode-se mencionar:

O conceito da empresa familiar torna-se uma limitação, já que não há um consenso na definição deste tipo de empresa, como visto nos itens 2.1.2 e 2.1.3 do referencial;

Os dados referentes às composições societárias das companhias no que tange ao controle acionário foram analisados anualmente, deste modo nas companhias onde houve mudança de controle durante o ano foi considerada sempre a informação do último FR e IAN do referido ano analisado, independente da data da mudança de controle;

## 4 RESULTADOS

Neste capítulo, relata-se os resultados das estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes, o resultado das regressões e testes de robustez com as respectivas análises.

### 4.1 Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes

O quadro 22, apresenta as estatísticas descritivas referentes ao objetivo geral<sup>2</sup> ou ainda a investigação das hipóteses H1 e H2 conforme exposto no item 3.3. Cabe ressaltar que as análises estão dispostas conforme fluxograma 1 do item 3.2, onde CF1 está atrelado ao conceito amplo de empresa familiar, CF2 representa o conceito de Barontini e Caprio (2006) onde uma empresa familiar é aquela em que um indivíduo ou uma família detém mais de 50% das ações ordinárias, e CF3 está atrelado ao trabalho de Gonzales *et al.* (2011) em que uma empresa familiar é definida quando a família fundadora é a maior acionista.

Quadro 22: Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes H1 e H2

Variável	Tipo de Controle	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Nº Informações	P Value Anova	Grupo de Teste
<b>Q</b>	CF1	1.166	1.061	9.392	0.031	1,140	0.074	CF1 - CF1_est
	CF1_est	1.002	0.992	7.641	0.121	150	0.000	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	1.375	1.041	8.280	0.034	735	0.000	CF1_priv - CF1
<b>Q</b>	CF2	1.100	0.999	9.392	0.040	800	0.272	CF2 - CF2_est
	CF2_est	1.002	0.992	7.641	0.121	150	0.000	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	1.358	1.087	8.431	0.031	1,075	0.000	CF2_priv - CF2
<b>Q</b>	CF3	1.216	1.159	9.392	0.031	789	0.034	CF3 - CF3_est
	CF3_est	1.002	0.992	7.641	0.121	150	0.002	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	1.271	0.978	8.280	0.034	1,086	0.272	CF3_priv - CF3
<b>Roa</b>	CF1	0.083	0.148	1.733	-2.575	1,315	0.275	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.096	0.153	0.560	-1.182	151	0.358	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.121	0.320	2.505	-6.400	873	0.000	CF1_priv - CF1
<b>Roa</b>	CF2	0.084	0.138	0.865	-2.575	941	0.262	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.096	0.153	0.560	-1.182	151	0.583	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.109	0.286	2.505	-6.400	1,247	0.008	CF2_priv - CF2
								Continua...

<sup>2</sup> Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional diferenciado em relação às empresas não familiares.

Continuação.

<b>Roa</b>	CF3	0.086	0.123	1.733	-0.687	898	0.345	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.096	0.153	0.560	-1.182	151	0.680	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.106	0.287	2.505	-6.400	1,290	0.044	CF3_priv - CF3
<b>Roe</b>	CF1	0.103	0.487	5.215	-5.051	1,415	0.508	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.129	0.381	1.866	-1.757	168	0.338	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.169	0.517	5.198	-4.378	916	0.002	CF1_priv - CF1
<b>Roe</b>	CF2	0.074	0.454	3.146	-5.051	1,023	0.141	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.129	0.381	1.866	-1.757	168	0.310	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.172	0.529	5.215	-4.378	1,308	0.000	CF2_priv - CF2
<b>Roe</b>	CF3	0.103	0.489	4.950	-3.519	955	0.512	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.129	0.381	1.866	-1.757	168	0.651	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.147	0.506	5.215	-5.051	1,376	0.035	CF3_priv - CF3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Verifica-se que as empresas familiares (CF1, CF2 e CF3) independente do conceito utilizado tem um valor Q médio menor em relação ao grupo de empresas não familiar privada (CF1\_priv, CF2\_priv e CF3\_priv) e maior em relação às estatais (CF1\_est, CF2\_est e CF3\_est).

Para verificar se as diferenças entre as médias encontradas são estatisticamente significantes aplicou-se o teste Anova nos grupos de teste para cada variável da análise, vale ressaltar, que a hipótese nula, (H0), para este teste é de igualdade entre as médias. Quando aceita-se H0 as diferenças entre as médias amostrais são devidas apenas a variações na amostra, portanto não se pode inferir resultados superiores ou inferiores independente do valor das médias. Quando rejeita-se H0, conclui-se que as diferenças entre as amostras são demasiadamente grandes para serem devidas apenas a aleatoriedade, e neste caso pode-se atribuir resultados superiores ou inferiores dependendo dos valores médios de cada grupo. Utilizou-se como critério nos testes da Anova 5% de significância.

Nestes termos, constatou-se que dos 9 testes feitos na variável Q apenas em 3 pode-se aceitar H0, nas demais combinações rejeita-se H0, e portanto há diferenças estatisticamente significantes entre as médias.

Com relação ao ROA médio, constata-se que as empresas familiares, independente do conceito adotado apresentam resultados inferiores em relação ao grupo não familiar privada e estatal.

Do mesmo modo, foi realizado o teste da Anova nas médias do ROA, constata-se que na avaliação entre os grupos de empresa familiar e estatal e entre a estatal e a não familiar privada não há indícios estatísticos significantes de diferença entre as médias, já entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada, os testes indicam sistematicamente que há diferença estatística significativa entre as médias.

Na avaliação do ROE médio, da mesma forma que no ROA as empresas familiares tiveram resultados inferiores aos demais grupos de empresa, independente do conceito de empresa familiar adotado.

No teste da Anova aplicado na distribuição das médias do ROE, conclui-se que na avaliação entre os grupos de empresa familiar e estatal, bem como, na combinação dos grupos de empresa estatal e não familiar privada os testes indicam igualdade de médias. Nos testes entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada, sistematicamente os testes sugerem diferença estatística significativa entre as médias.

No quadro 23, são demonstradas as estatísticas descritivas referentes ao 1º objetivo específico<sup>3</sup> ou ainda conforme o teste das hipóteses H3, H4 e H5. Importante lembrar que para análise dos grupos de gestão utilizou-se apenas o grupo de empresa familiar do conceito amplo (CF1) de acordo com o fluxograma 2 do item 3.2.

Quadro 23: Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes H3, H4 e H5

Variável	Tipo de Controle	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Nº Informações	P - Value Anova	Grupos de Teste
<b>Q</b>	GF	1.078	0.998	9.392	0.031	755	0.000	GF - GFF
	GFF	1.390	1.134	6.865	0.074	281	0.038	GFF - GP
	GP	1.193	1.210	8.532	0.040	104	0.284	GF- GP
<b>Roa</b>	GF	0.082	0.160	1.733	-2.575	876	0.687	GF - GFF
	GFF	0.085	0.101	0.548	-0.392	318	0.746	GFF - GP
	GP	0.081	0.154	0.341	-0.785	120	0.988	GF- GP
<b>Roe</b>	GF	0.098	0.486	5.215	-5.051	938	0.399	GF - GFF
	GFF	0.072	0.508	3.143	-3.519	346	0.003	GFF - GP
	GP	0.219	0.421	1.939	-1.087	130	0.007	GF- GP

Fonte: Dados da Pesquisa.

GF - Empresas Familiares com Gestão Familiar.

GFF - Empresas Familiares com Gestão Familiar do Fundador.

GP - Empresas Familiares com Gestão Profissional.

<sup>3</sup> Analisar o desempenho operacional e a criação de valor das empresas com controle acionário familiar, sob os diferentes modelos de gestão.

Nota-se que o Q médio das empresas familiares geridas pelos fundadores (GFF 1.390) é superior e com diferença considerável em relação aos demais grupos, o menor Q médio é atribuído às empresas familiares com gestão familiar (GF 1.078). No teste da Anova entre os grupos GF e GFF há diferença estatística significativa entre as médias, porém nas demais combinações assume-se não haver diferença estatisticamente significativa de médias.

Com relação ao ROA médio os resultados entre os grupos são similares com pequena vantagem para as empresas familiares administradas pelos fundadores (GFF 0.085), o menor ROA é das empresas com gestão profissional (GP 0.081). Sistemáticamente não houve diferença estatisticamente significativa entre as médias dos grupos.

Na análise do ROE médio as empresas familiares administradas por profissionais (GP 0.219) obtiveram o maior índice em relação às demais, o menor ROE são das empresas geridas pelos fundadores (GFF 0,072). Nos testes de Anova, aceita-se a hipótese de igualdade de médias entre GF e GFF, nas demais combinações as médias são estatisticamente diferentes.

No quadro 24, são demonstradas as estatísticas descritivas referentes ao 2º objetivo específico<sup>4</sup> ou ainda conforme o teste das hipóteses H6 e H7. A separação das empresas foi realizada conforme fluxograma 1 do item 3.2.

Quadro 24: Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes H6 e H7

Variável	Tipo de Controle	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Nº Informações	P Value Anova	Grupo de Teste
AL1	CF1	0.352	0.511	9.362	0.000	1,272	0.001	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.206	0.123	0.664	0.000	150	0.001	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.301	0.348	4.042	0.000	823	0.011	CF1_priv - CF1
AL1	CF2	0.357	0.561	9.362	0.000	913	0.001	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.206	0.123	0.664	0.000	150	0.000	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.313	0.351	4.042	0.000	1,182	0.031	CF2_priv - CF2
AL1	CF3	0.373	0.586	9.362	0.000	851	0.001	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.206	0.123	0.664	0.000	150	0.000	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.304	0.334	4.042	0.000	1,244	0.001	CF3_priv - CF3
AL2	CF1	0.206	0.226	2.922	0.004	1,142	0.047	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.168	0.103	0.520	0.000	146	0.014	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.214	0.224	2.869	0.004	770	0.425	CF1_priv - CF1

Continua...

<sup>4</sup> Verificar diferenças nos níveis de alavancagem das empresas com controle acionário familiar em relação às não familiares.



Continuação.

<b>AL2</b>	CF2	0.197	0.209	2.922	0.004	812	0.048	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.168	0.103	0.520	0.000	146	0.010	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.218	0.235	2.869	0.004	1,100	0.042	CF2_priv - CF2
<b>AL2</b>	CF3	0.212	0.229	2.922	0.004	763	0.024	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.168	0.103	0.520	0.000	146	0.032	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.208	0.222	2.869	0.004	1,149	0.728	CF3_priv - CF3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Verifica-se na análise descritiva da variável AL1 (endividamento financeiro total), que as empresas familiares apresentam maiores índices independente do conceito adotado, as empresas com menores índices em AL1 são as estatais. Nos testes de médias de AL1 rejeita-se sistematicamente a hipótese nula de igualdade de médias entre os grupos.

Para AL2 (endividamento financeiro de longo prazo), para as duas primeiras análises (CF1 e CF2) as empresas do grupo não familiar privada apresentam índices maiores, para CF3 as empresas do grupo familiar obtiveram a maior média. Com relação ao teste das médias de AL2, para as análises entre os grupos de empresa familiar e estatal e entre as empresas estatais e não familiar privada, rejeita-se sistematicamente a hipótese nula. Entre as empresas do grupo familiar e não familiar privada rejeita-se a hipótese de igualdade de média apenas em CF2.

O quadro 25, apresenta as estatísticas descritivas referentes ao 3º objetivo específico<sup>5</sup>, ou ainda, conforme os testes das hipóteses H8 e H9.

Quadro 25: Estatística Descritiva da Variável Dependente H8 e H9

Variável	Tipo de Controle	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Nº Informações	P Value Anova	Grupo de Teste
<b>DA</b>	CF1	0.075	0.080	0.747	0.00010	1,411	0.036	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.091	0.166	1.182	0.00311	162	0.277	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.076	0.162	2.632	0.00020	900	0.858	CF1_priv - CF1
<b>DA</b>	CF2	0.072	0.070	0.747	0.00010	1,020	0.005	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.091	0.166	1.182	0.00311	162	0.113	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.077	0.146	2.632	0.00020	1,291	0.270	CF2_priv - CF2
<b>DA</b>	CF3	0.074	0.078	0.747	0.00010	952	0.045	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.091	0.166	1.182	0.00311	162	0.201	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.075	0.141	2.632	0.00020	1,359	0.837	CF3_priv - CF3

Fonte: Dados da Pesquisa.

<sup>5</sup> Comparar os gastos com despesas administrativas das empresas com controle acionário familiar em relação às não familiares.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.  
CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.  
CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.  
CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.  
CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.  
CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Em linhas gerais os gastos com despesas administrativas das empresas familiares são inferiores aos grupos de empresa estatal, e similares aos grupos de empresas não familiar privada. Com relação ao teste de médias, rejeita-se sistematicamente a hipótese de igualdade de média entre os grupos de empresa estatal e familiar, nas demais combinações aceita-se a hipótese de igualdade de médias entre os grupos.

Contudo, os resultados das estatísticas descritivas considerando os resultados médios, desvio padrão e o teste de diferença de médias pode-se afirmar que, em termos de valor (Q) os grupos de empresa familiar possuem resultados médios superiores as estatais apenas em CF3, nos demais CF1 e CF2 há similaridade nos resultados. Na análise entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada, as empresas familiares possuem resultados médios inferiores em CF1 e CF2 e similares em CF3.

Em relação aos indicadores de desempenho operacional (ROA e ROE), as empresas familiares apresentam em todos os conceitos sistematicamente resultados similares às empresas estatais e inferiores em relação às empresas não familiares privadas.

Com relação à alavancagem, independente do conceito de empresa familiar adotado, constata-se que as empresas familiares apresentam maior endividamento financeiro (AL1). Para o endividamento financeiro de longo prazo (AL2), os resultados indicam que as empresas familiares possuem maiores níveis de alavancagem que as estatais, e similares às não familiar privada.

Na variável despesa administrativa (DA), os resultados indicam que as empresas do grupo familiar apresentam menores gastos administrativos que as estatais, e similaridade frente às empresas do grupo não familiar privada.

Para as empresas familiares, sob o conceito amplo (CF1), quando separadas por modelo de gestão, a gestão familiar do fundador propicia um Q de Tobin médio maior com diferença significativa em relação aos demais modelos de gestão. Para o ROA os resultados entre os grupos de gestão são similares. Com relação ao ROE, as empresas com Gestão Profissional (GP) obtiveram desempenho superior em relação às demais.

## 4.2 Estatísticas Descritivas das Variáveis de Controle

No quadro 26, demonstra-se as estatísticas descritivas das principais variáveis de controle da pesquisa; DFC - Direito ao Fluxo de Caixa; EDV – Excesso de Direito ao Voto; TAE – Tamanho; Idade; DP\_Roa - Risco de Negócio. Os grupos de empresas foram separados conforme fluxograma 1 do item 3.2, da mesma forma que foi tratado no item 4.1.

Quadro 26: Estatísticas Descritivas das Variáveis de Controle

Variável	Tipo de Controle	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Nº Informações	P Value Anova	Grupo de Teste
<b>DFC</b>	CF1	0.544	0.215	1.000	0.104	1,414	0.049	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.578	0.228	1.000	0.202	168	0.000	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.690	0.250	1.000	0.144	740	0.000	CF1_priv - CF1
<b>DFC</b>	CF2	0.562	0.206	1.000	0.170	1,023	0.796	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.578	0.228	1.000	0.202	168	0.033	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.623	0.260	1.000	0.104	1,131	0.000	CF2_priv - CF2
<b>DFC</b>	CF3	0.536	0.209	1.000	0.130	955	0.020	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.578	0.228	1.000	0.202	168	0.006	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.640	0.249	1.000	0.104	1,199	0.000	CF3_priv - CF3
<b>EDV</b>	CF1	0.429	0.644	3.107	-0.189	1,414	0.014	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.423	0.569	1.614	-0.155	168	0.000	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.255	0.499	2.000	-0.293	740	0.000	CF1_priv - CF1
<b>EDV</b>	CF2	0.487	0.658	3.107	-0.189	1,023	0.239	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.423	0.569	1.614	-0.155	168	0.000	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.264	0.529	2.000	-0.293	1,131	0.000	CF2_priv - CF2
<b>EDV</b>	CF3	0.441	0.639	2.000	-0.189	955	0.731	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.423	0.569	1.614	-0.155	168	0.018	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.313	0.568	3.107	-0.293	1,199	0.000	CF3_priv - CF3
<b>TAE</b>	CF1	5.857	0.834	8.790	3.273	1,415	0.000	CF1 - CF1_est
	CF1_est	6.706	0.795	8.831	5.083	168	0.000	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	6.242	0.835	8.426	1.255	916	0.000	CF1_priv - CF1
<b>TAE</b>	CF2	5.817	0.807	7.779	3.273	1,023	0.000	CF2 - CF2_est
	CF2_est	6.706	0.795	8.831	5.083	168	0.000	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	6.158	0.863	8.790	1.255	1,308	0.000	CF2_priv - CF2
<b>TAE</b>	CF3	5.924	0.841	8.790	3.273	955	0.000	CF3 - CF3_est
	CF3_est	6.706	0.795	8.831	5.083	168	0.000	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	6.067	0.861	8.426	1.255	1,376	0.000	CF3_priv - CF3

Continua...

Continuação.

<b>IDA</b>	CF1	1.493	0.439	2.146	0.000	1,415	0.284	CF1 - CF1_est
	CF1_est	1.455	0.361	1.839	0.000	168	0.000	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	1.306	0.496	2.143	0.000	916	0.000	CF1_priv - CF1
<b>IDA</b>	CF2	1.527	0.439	2.146	0.000	1,023	0.044	CF2 - CF2_est
	CF2_est	1.455	0.361	1.839	0.000	168	0.002	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	1.335	0.479	2.143	0.000	1,308	0.000	CF2_priv - CF2
<b>IDA</b>	CF3	1.454	0.461	2.083	0.000	955	0.981	CF3 - CF3_est
	CF3_est	1.455	0.361	1.839	0.000	168	0.046	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	1.395	0.477	2.146	0.000		0.003	CF3_priv - CF3
<b>DP_Roa</b>	CF1	0.066	0.095	1.280	0.000	1,396	0.950	CF1 - CF1_est
	CF1_est	0.066	0.085	0.469	0.001	167	0.100	CF1_est - CF1_priv
	CF1_priv	0.101	0.276	3.435	0.002	893	0.000	CF1_priv - CF1
<b>DP_Roa</b>	CF2	0.064	0.093	1.280	0.000	1,014	0.849	CF2 - CF2_est
	CF2_est	0.066	0.085	0.469	0.001	167	0.153	CF2_est - CF2_priv
	CF2_priv	0.092	0.237	3.435	0.001	1,275	0.000	CF2_priv - CF2
<b>DP_Roa</b>	CF3	0.061	0.074	0.691	0.000	944	0.497	CF3 - CF3_est
	CF3_est	0.066	0.085	0.469	0.001	167	0.143	CF3_est - CF3_priv
	CF3_priv	0.093	0.237	3.435	0.001	1,345	0.000	CF3_priv - CF3

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Verifica-se que na variável DFC, os controladores das empresas familiares, independente do conceito adotado possuem menor participação de direito ao fluxo de caixa em relação ao grupo das estatais e não familiar privada, as diferenças entre as médias são estatisticamente significantes em todas as combinações, exceto em CF2 entre o grupo de empresa familiar e estatal.

Nota-se também, nas estatísticas da variável EDV que os grupos de empresa familiar possuem maior separação entre o controle acionário (CAO) e o direito de fluxo de caixa (DFC) em relação aos demais grupos. Os resultados dos testes da Anova sinalizam significância estatística para diferença entre as médias em todos os testes, com exceção da combinação entre as empresas estatais e familiares em CF2 e CF3.

Na variável tamanho (TAE), percebe-se que as empresas do grupo familiar são menores, os resultados da Anova indicam sistematicamente significância estatística de diferença entre as médias em todas as combinações.

Com relação a variável idade, nota-se que as empresas familiares são as mais antigas para CF1 e CF2, para CF3 a idade é similar ao grupo estatal. As mais jovens são os grupos de empresa não familiar privada. Todos os testes indicaram significância estatística entre as diferenças de média, exceto na combinação entre o grupo de empresa familiar e estatal em CF1 e CF3.

Na variável de risco de negócio DP\_Roa, em médias os grupos de empresa familiar apresentam menor risco. No teste Anova percebe-se significância estatística de diferença de médias apenas entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada.

No quadro 27, é demonstrado o percentual de distribuição das observações da amostra por nível de governança.

Quadro 27: Percentual de Distribuição das Observações por Nível Governança

<b>Tipo de Controle</b>	<b>Níveis Diferenciados de Governança</b>	<b>%Demais Níveis</b>	<b>Total</b>
CF1	41%	59%	100%
CF1_est	36%	64%	100%
CF1_priv	50%	50%	100%
CF2	38%	62%	100%
CF2_est	36%	64%	100%
CF2_priv	50%	50%	100%
CF3	49%	51%	100%
CF3_est	36%	64%	100%
CF3_priv	42%	58%	100%

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Verifica-se que os grupos de empresa estatal, apresentam menor participação nos níveis diferenciados de governança (36%). As empresas dos grupos não familiar privada apresentam maior participação nos níveis diferenciado de governança em todos os casos exceto em CF3, onde as empresas do grupo familiar são mais representativas (49%).

No quadro 28, apresenta-se a participação das observações das empresas por setor econômico conforme classificação da Económica.

Quadro 28: Participação das Observações das Empresas por Setor

Setor	CF1	CF1_est	CF1_priv	Total	CF2	CF2_est	CF2_priv	Total	CF3	CF3_est	CF3_priv	Total
Agro e Pesca	20		9	29	18		11	29	18		11	29
Alimentos e Bebidas	102		37	139	90		49	139	79		60	139
Comércio	81		43	124	71		53	124	48		76	124
Construção	141		42	183	78		105	183	108		75	183
Eletrônicos	33		24	57	11		46	57	25		32	57
Energia Elétrica	63	110	201	374	58	110	206	374	22	110	242	374
Máquinas Industriais	32		6	38	16		22	38	24		14	38
Mineração	11		26	37	9		28	37	11		26	37
Minerais não Metálicos	22		8	30	18		12	30	21		9	30
Outros	335	40	162	537	182	40	315	537	234	40	263	537
Papel e Celulose	26		20	46	26		20	46	19		27	46
Petróleo e Gás	11	8	28	47	8	8	31	47	7	8	32	47
Química	57	4	43	104	48	4	52	104	28	4	72	104
Siderúrgica & Metalúrgica	133		72	205	120		85	205	64		141	205
Software e Dados	12		14	26	6		20	26	12		14	26
Telecomunicações	14	6	79	99		6	93	99		6	93	99
Têxtil	178		26	204	150		54	204	144		60	204
Transporte Serviços	60		34	94	39		55	94	40		54	94
Veículos e peças	84		42	126	75		51	126	51		75	126
<b>Total</b>	<b>1,415</b>	<b>168</b>	<b>916</b>	<b>2,499</b>	<b>1,023</b>	<b>168</b>	<b>1,308</b>	<b>2,499</b>	<b>955</b>	<b>168</b>	<b>1,376</b>	<b>2,499</b>
<b>% do Total</b>	<b>56.6%</b>	<b>6.7%</b>	<b>36.7%</b>	<b>100%</b>	<b>40.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>52.3%</b>	<b>100%</b>	<b>38.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>55.1%</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Constata-se que independe do conceito de empresa familiar adotado, estes grupos de empresa possuem maior participação no setor: Outros, Têxtil, Construção, Siderúrgica e Metalúrgica e Alimentos e Bebidas. Por outro lado, possuem menor participação nos setores de: Mineração, Petróleo e Gás, *Software* e Telecomunicações.

As empresas estatais possuem sua maior participação no setor de Energia Elétrica e estão restritas a apenas cinco setores da economia. As empresas do grupo não familiar privada têm maior participação nos setores: Outros, Energia Elétrica, Telecomunicações e Siderúrgica e Metalúrgica. Em contrapartida, possuem menor participação nos setores: Minerais não Metálicos, *Software* e Máquinas Industriais.

Conclui-se pela análise descritiva das médias, desvio padrão e teste de diferença de médias das variáveis de controle que os controladores das empresas familiares possuem menor participação no fluxo de caixa, bem como, verifica-se um maior grau de separação entre o controle acionário e os direitos ao fluxo de caixa, principalmente em relação às empresas não familiar privada.

Em média, as empresas familiares são menores, mais antigas e apresentam menor risco de negócio em comparação aos demais grupos. Possuem maior grau de nível de governança do que os grupos de empresa estatal, e menor em relação aos grupos de empresas não familiar

privada. Estão distribuídas em praticamente todos os setores com destaque para Outros, Têxtil, Construção, Siderúrgica e Metalúrgica.

### 4.3 Resultados das Regressões

#### 4.3.1 Testes das Hipóteses H1 e H2

Nos quadros 29, 30 e 31, apresenta-se os resultados das estimativas das equações para o teste das hipóteses principais do trabalho H1<sup>6</sup> e H2<sup>7</sup> ou ainda, para atendimento do objetivo geral da pesquisa de analisar se as empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional diferenciado em relação às empresas não familiares.

No quadro 29, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente Q. As variáveis *dummy* “base” são as empresas familiares dos grupos CF1, CF2 e CF3.

Quadro 29: Resultados da Variável Q para H1 e H2

Tipo V.	Ab. Variável	Q					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.042			0.116		
	<i>P Value</i>	<b>0.276</b>			<b>0.554</b>		
	CF1_priv	0.286			0.193		
	<i>P Value</i>	<b>0.053*</b>			<b>0.028**</b>		
	CF2_est		0.038			0.068	
	<i>P Value</i>		<b>0.327</b>			<b>0.729</b>	
	CF2_priv		0.070			0.082	
	<i>P Value</i>		<b>0.416</b>			<b>0.207</b>	
	CF3_est			0.008			0.017
	<i>P Value</i>			<b>0.969</b>			<b>0.934</b>
CF3_priv			-0.032			-0.005	
<i>P Value</i>			<b>0.867</b>			<b>0.995</b>	
Variáveis de Controle	DFC	0.197	0.232	0.182	0.189	0.250	0.193
	<i>P Value</i>	<b>0.467</b>	<b>0.410</b>	<b>0.505</b>	<b>0.325</b>	<b>0.205</b>	<b>0.309</b>
	EDV	-0.188	-0.184	-0.202	-0.188	-0.177	-0.198
	<i>P Value</i>	<b>0.070*</b>	<b>0.076*</b>	<b>0.046**</b>	<b>0.002***</b>	<b>0.005***</b>	<b>0.001***</b>
	TAE	-0.868	-0.868	-0.861	-0.284	-0.278	-0.275
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>
	Idade	-0.682	-0.661	-0.655	-0.244	-0.249	-0.250
	<i>P Value</i>	<b>0.222</b>	<b>0.239</b>	<b>0.245</b>	<b>0.082*</b>	<b>0.077*</b>	<b>0.073*</b>
	DP_roa	-0.690	-0.611	-0.817	0.109	0.145	0.168
<i>P Value</i>	<b>0.074*</b>	<b>0.149</b>	<b>0.120</b>	<b>0.694</b>	<b>0.613</b>	<b>0.564</b>	
						Continua...	

<sup>6</sup> H1 - Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação às empresas não familiares.

<sup>7</sup> H2 - Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional inferior em relação às empresas não familiares.

Continuação.

Parâmetros	AL1	0.822	0.820	0.825	0.846	0.842	0.844
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>
	NBC	0.090	0.094	0.104	0.309	0.313	0.315
	<i>P Value</i>	<b>0.533</b>	<b>0.544</b>	<b>0.515</b>	<b>0.005***</b>	<b>0.005***</b>	<b>0.004***</b>
	V_ROL	0.029	0.031	0.031	0.026	0.026	0.026
	<i>P Value</i>	<b>0.417</b>	<b>0.404</b>	<b>0.404</b>	<b>0.446</b>	<b>0.441</b>	<b>0.447</b>
	ROE	0.103	0.102	0.101	0.135	0.135	0.135
	<i>P Value</i>	<b>0.007***</b>	<b>0.008***</b>	<b>0.009***</b>	<b>0.003***</b>	<b>0.003***</b>	<b>0.003***</b>
	R <sup>2</sup>	0.256	0.254	0.254	0.327	0.326	0.320
	N	1,580	1,580	1,580	1,580	1,580	1,580
	Efeito Ano	s	s	s	s	S	s
	Efeito Setor	n	N	n	s	S	s
	Wald Setor				0.003***	0.000***	0.002***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Em relação à comparação dos grupos de empresas familiar e estatal, os resultados demonstram sistematicamente que não houve relevância estatística nos testes nas análises, tanto sob EF como EA.

Para a comparação entre as empresas dos grupos familiar e não familiar privada, utilizando o método de efeitos fixos (EF), percebe-se que para CF1 o coeficiente CF1\_priv (0.286) e seu respectivo *P Value* (0.053\*) indicam que mantendo-se fixa as demais variáveis de controle, em média o grupo de empresas não familiar privada possui 28.6% melhor desempenho de mercado que as empresas familiares. O resultado é estatisticamente significativo a 10%, nota-se também, significância econômica pelo elevado coeficiente do resultado. Na avaliação de CF2 e CF3 não houve significância estatística nas análises.

Para a análise sob o modelo de efeito aleatório (EA), onde diferentemente da análise sob EF acrescenta-se a variável de controle setor, as conclusões são semelhantes. Nota-se que, para CF1 as empresas do grupo não familiar privada obtiveram coeficiente de (0.193) e *P Value* (0.028\*\*), novamente constata-se que o grupo não familiar privada obteve em média 19.3% melhor desempenho de mercado em relação às empresas familiares CF1, com significância estatística a 5%. Nas demais análises CF2 e CF3 não há significância estatística nas análises.

Com relação às variáveis de controle percebe-se significância estatística com relação positiva para a variável Q em AL1, ROE nos dois modelos (EF e EA) e para NBC somente



em EA. Em contrapartida às variáveis estatisticamente significantes com relação negativa em Q são EDV, TAE nos dois modelos e Idade para EA.

No quadro 30, apresenta-se o resultado das estimativas da variável dependente ROA para avaliação do desempenho operacional dos grupos de empresas.

Quadro 30: Resultados da Variável ROA para H1 e H2

Tipo V.	Ab. Variável	ROA					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.032			-0.032		
	<i>P Value</i>	<b>0.001***</b>			<b>0.169</b>		
	CF1_priv	0.006			0.020		
	<i>P Value</i>	<b>0.787</b>			<b>0.067*</b>		
	CF2_est		0.032			-0.049	
	<i>P Value</i>		<b>0.000***</b>			<b>0.048**</b>	
	CF2_priv		-0.023			-0.007	
	<i>P Value</i>		<b>0.138</b>			<b>0.491</b>	
	CF3_est			0.075			-0.050
	<i>P Value</i>			<b>0.007***</b>			<b>0.063*</b>
	CF3_priv			0.043			-0.008
	<i>P Value</i>			<b>0.093*</b>			<b>0.617</b>
Variáveis de Controle	DFC	-0.019	-0.030	-0.018	0.010	0.010	0.013
	<i>P Value</i>	<b>0.501</b>	<b>0.343</b>	<b>0.523</b>	<b>0.738</b>	<b>0.727</b>	<b>0.650</b>
	EDV	-0.054	-0.059	-0.052	-0.025	-0.027	-0.026
	<i>P Value</i>	<b>0.106</b>	<b>0.080*</b>	<b>0.107</b>	<b>0.284</b>	<b>0.245</b>	<b>0.267</b>
	TAE	0.015	0.018	0.015	0.043	0.045	0.044
	<i>P Value</i>	<b>0.813</b>	<b>0.778</b>	<b>0.812</b>	<b>0.006***</b>	<b>0.004***</b>	<b>0.004***</b>
	Idade	0.076	0.077	0.073	0.026	0.025	0.025
	<i>P Value</i>	<b>0.022**</b>	<b>0.022**</b>	<b>0.027**</b>	<b>0.033**</b>	<b>0.044**</b>	<b>0.042**</b>
	DP_roa	1.918	1.872	2.012	-0.006	0.003	0.002
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.959</b>	<b>0.978</b>	<b>0.982</b>
	AL1	-0.019	-0.018	-0.020	-0.008	-0.008	-0.008
	<i>P Value</i>	<b>0.704</b>	<b>0.723</b>	<b>0.702</b>	<b>0.784</b>	<b>0.793</b>	<b>0.777</b>
NBC	-0.019	-0.018	-0.019	0.007	0.007	0.007	
<i>P Value</i>	<b>0.343</b>	<b>0.391</b>	<b>0.357</b>	<b>0.582</b>	<b>0.560</b>	<b>0.587</b>	
Parâmetros	R2	0.045	0.046	0.046	0.213	0.203	0.206
	N	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
	Efeito Ano	S	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	N	n	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.



Continuação.

	EDV	0.147	0.135	0.149	-0.016	-0.002	-0.012	
	<i>P Value</i>	<b>0.124</b>	<b>0.164</b>	<b>0.121</b>	<b>0.515</b>	<b>0.929</b>	<b>0.622</b>	
	TAE	-0.076	-0.070	-0.077	0.038	0.038	0.044	
	<i>P Value</i>	<b>0.390</b>	<b>0.431</b>	<b>0.385</b>	<b>0.089*</b>	<b>0.091*</b>	<b>0.057*</b>	
	Idade	0.168	0.170	0.165	0.044	0.044	0.039	
	<i>P Value</i>	<b>0.201</b>	<b>0.192</b>	<b>0.211</b>	<b>0.192</b>	<b>0.179</b>	<b>0.240</b>	
	DP_roa	-2.100	-2.217	-2.027	0.134	0.126	0.145	
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.071*</b>	<b>0.112</b>	<b>0.056*</b>	
	AL1	-0.017	-0.015	-0.018	0.007	0.006	0.009	
	<i>P Value</i>	<b>0.845</b>	<b>0.868</b>	<b>0.842</b>	<b>0.675</b>	<b>0.724</b>	<b>0.580</b>	
	NBC	0.135	0.139	0.135	-0.035	-0.036	-0.031	
	<i>P Value</i>	<b>0.241</b>	<b>0.241</b>	<b>0.242</b>	<b>0.238</b>	<b>0.222</b>	<b>0.295</b>	
	Parâmetros	R2	0.016	0.017	0.016	0.260	0.279	0.257
		N	2,013	2,013	2,013	2,013	2,013	2,013
Efeito Ano		S	s	s	S	s	s	
Efeito Setor		N	n	n	S	s	s	
Wald Setor					0.000***	0.000***	0.000***	
EF/EA		EF	EF	EF	EA	EA	EA	
Hausman test		0.459	0.0103**	0.499	0.459	0.0103**	0.499	

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Constata-se na análise do ROE sob o modelo EF, os coeficientes dos grupos de empresa estatal CF1\_est (-0.173) e CF2\_est (-0.171) e pela relevância estatística a 1% de significância destes resultados, que as empresas estatais possuem desempenho médio inferior de aproximadamente 17% em relação às empresas familiares. Para as empresas estatais CF3\_est embora o coeficiente continue negativo não houve relevância estatística no resultado. Na comparação das empresas familiares com as empresas não familiares privadas sistematicamente não houve significância estatística nos resultados.

Para a análise do ROE sob o modelo EA, os coeficientes das empresas estatais permaneçam negativos em relação às familiares, no entanto não há mais significância estatística em nenhum dos resultados.

Na verificação entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada nota-se que os coeficientes para CF1\_priv (0.062) e CF2\_priv (0.089), são estatisticamente significantes a 5% e 1% respectivamente, indicando que nestes casos as empresas CF1\_priv CF2\_priv possuem respectivamente 6.2% e 8.9% maior desempenho no ROE em relação às empresas familiares dos seus grupos. Para CF3\_priv não há significância estatística no resultado.

A fim de facilitar o entendimento dos resultados do objetivo geral da pesquisa, e consequentemente, da análise das hipóteses H1 (Empresas familiares possuem criação de

valor e desempenho operacional superior em relação às empresas não familiares); e H2 (Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional inferior em relação às empresas não familiares). Na tabela 1, apresenta-se o resumo dos resultados dos quadros 29, 30 e 31 para ambas as hipóteses testadas, considerando as variáveis Q, ROA e ROE.

Tabela 1: Resumo dos Resultados H1 e H2

Variáveis	Hipóteses	CF1		CF2		CF3	
		EF	EA	EF	EA	EF	EA
Q	H1 Fam > Estatais	R	R	R	R	R	R
Roa	H1 Fam > Estatais	R***	R	R***	A**	R***	A*
Roe	H1 Fam > Estatais	A***	R	A***	R	R	R
Q	H2 Fam < Estatais	R	R	R	R	R	R
Roa	H2 Fam < Estatais	A***	R	A***	R**	A***	R*
Roe	H2 Fam < Estatais	R***	R	R***	R	R	R
Q	H1 Fam > Privadas	R*	R**	R	R	R	R
Roa	H1 Fam > Privadas	R	R*	R	R	R*	R
Roe	H1 Fam > Privadas	R	R**	R	R***	R	R
Q	H2 Fam < Privadas	A*	A**	R	R	R	R
Roa	H2 Fam < Privadas	R	A*	R	R	A*	R
Roe	H2 Fam < Privadas	R	A**	R	A***	R	R

Fonte: Dados da Pesquisa.

Legenda: A – Aceita-se; R – Rejeita-se.

O símbolo > indica criação de valor e desempenho operacional superior conforme H1 para as empresas Familiares.

O símbolo < indica criação de valor e desempenho operacional inferior conforme H2 para as empresas Familiares.

O símbolo \* ao lado de R ou A demonstra significância estatística nos resultados para as hipóteses testadas, sendo que, \* representa significância a 10%, \*\* significância a 5% e \*\*\* significância a 1%.

Para variável Q com relação à comparação entre as empresas do grupo familiar e estatal, nenhuma das análises de H1 e H2 demonstrou significância estatística nos resultados, deste modo de forma sistemática rejeitam-se ambas as hipóteses, indicando que em termos de criação de valor não se pode inferir diferenças entre os grupos de empresas familiar e estatal.

Em relação ao ROA têm-se conclusões divergentes entre as análises sob EF e EA, porém opta-se em direcionar a interpretação dos resultados conforme EA, já que as empresas estatais estão concentradas em poucos setores, na comparação com as empresas do grupo familiar não há distribuição uniforme entre as observações por setor (quadro 28 p.70). Assim sendo, para as empresas familiares CF2 e CF3 os resultados sugerem desempenho operacional (ROA) superior das empresas familiares frente às estatais. Para CF1 rejeita-se ambas as hipóteses indicando similaridade nos resultados.

Para o ROE as análises também são direcionadas aos resultados sob EA, pelos mesmos motivos citados acima. Em nenhum dos testes têm-se significância estatística, os resultados indicam de forma sistemática similaridade nos resultados entre os grupos de empresa familiar e estatal.

Para a variável Q na comparação dos resultados das empresas do grupo familiar e não familiar privada, aceita-se H2 nos testes para CF1 nas análises sob EF e EA, indicando que as empresas familiares deste grupo possuem criação de valor inferior em relação as empresas não familiar privada. Nos demais testes CF2 e CF3, não há significância estatística em nenhuma das avaliações, indicando resultados semelhantes entre os dois grupos de empresas.

No ROA, aceita-se a hipótese de desempenho operacional inferior das empresas familiares frente as não familiares privada (H2) para CF1 EA e CF3 EF. Nos demais testes não há significância estatística e rejeita-se ambas as hipóteses, demonstrando similaridade entre os resultados dos grupos.

Para o ROE, nos testes CF1 EA e CF2 EA aceita-se a hipótese de desempenho operacional inferior das empresas familiares frente as não familiar privada (H2), nos demais testes, novamente não há significância estatística e rejeita-se ambas as hipóteses, indicando resultados similares entre os grupos.

Contudo, infere-se pela análise de H1 e H2, que o grupo de empresa familiar CF1 (conceito amplo), possui resultados de valor e desempenho operacional inferiores em relação aos demais grupos, especialmente com relação às empresas não familiar privada. Nota-se que para CF1 infere-se sistematicamente sob EA que as empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional (ROA e ROE) inferior em relação às empresas não familiar privada.

Nos demais testes CF2 e CF3 embora não ocorra significância estatística em pró de resultado superior de valor ou de desempenho operacional para as empresas familiares, também não se pode afirmar o contrário já que os resultados gerais levam a conclusão de resultados similares.

Deste modo analisando pelos diferentes conceitos de empresa familiar empregados na pesquisa CF1<sup>8</sup>, CF2<sup>9</sup> e CF3<sup>10</sup>, pode-se inferir que as características de CF1 prejudicam o desempenho das empresas familiares. Pela ótica dos conceitos há indicativos de que o

---

<sup>8</sup> Empresa familiar é aquela cujo controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo, ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias.

<sup>9</sup> Empresa familiar é aquela em que um indivíduo ou uma mesma família detenha mais de 50% das ações com direito ao voto.

<sup>10</sup> Empresa familiar é aquela em que a família fundadora é a maior acionista da empresa.

controle acionário familiar não majoritário, a divisão do controle da empresa em várias famílias e a ausência do laço da família fundadora com a companhia torne as empresas familiares menos eficientes em relação aos demais grupos de empresa. Quando os conceitos são restritos pelo número de famílias envolvidas no negócio e pelo percentual de controle acionário (CF2) ou pela presença da família fundadora como maior acionista (CF3) os resultados em sua grande maioria apontam para similaridade.

Este resultado também nos sugere que o potencial conflito de agência “efeito entrenchamento” existente entre os acionistas controladores e minoritários conforme relatado por Silveira *et al.* (2004), Saito e Silveira (2008) no ambiente brasileiro, ocorra de maneira mais forte nas empresas familiares CF1. Com isso, há indicativos que tais custos oriundos da expropriação dos acionistas minoritários, como a prática de nepotismo, o uso de ativos da empresa em benefício próprio e os conflitos familiares citados por Favero *et al.* (2006) e Pardo Del Val (2009) podem ser maiores nas empresas familiares classificadas pelo conceito CF1.

#### 4.3.2 Testes das Hipóteses H3, H4 e H5

No quadro 32, apresenta-se os resultados dos testes para as hipóteses dos modelos de gestão H3<sup>11</sup>, H4<sup>12</sup> e H5<sup>13</sup>, ou ainda para atendimento do 1º objetivo específico da pesquisa, de Analisar o desempenho operacional e a criação de valor das empresas com controle acionário familiar, sob os diferentes modelos de gestão (CF1). A variável *dummy* base nesta análise é a GF (Gestão Familiar).

Quadro 32: Resultados da Q, ROA e ROE para H3, H4 e H5

Tipo V.	Ab. Variável	Q		ROA		ROE	
		GF	GF	GF	GF	GF	GF
Independentes	GFF	0.176	0.222	0.036	0.012	0.023	-0.036
	<i>P Value</i>	<b>0.032**</b>	<b>0.063*</b>	<b>0.100*</b>	<b>0.321</b>	<b>0.759</b>	<b>0.363</b>
	GP	0.011	-0.068	0.038	-0.005	0.090	0.112
	<i>P Value</i>	<b>0.913</b>	<b>0.391</b>	<b>0.013**</b>	<b>0.759</b>	<b>0.519</b>	<b>0.037**</b>
Variáveis de Controle	DFC	0.151	0.258	0.016	0.009	-0.026	-0.004
	<i>P Value</i>	<b>0.579</b>	<b>0.193</b>	<b>0.711</b>	<b>0.822</b>	<b>0.928</b>	<b>0.974</b>
	EDV	-0.243	-0.213	-0.087	-0.036	0.127	-0.025
							Continua...

<sup>11</sup> H3: Empresas com Gestão Familiar possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GFF e GP.

<sup>12</sup> H4: Empresas com Gestão Familiar do Fundador possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GP.

<sup>13</sup> H5: Empresas com Gestão Profissional possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GFF.

Continuação.

	<i>P Value</i>	<b>0.047**</b>	<b>0.002***</b>	<b>0.053*</b>	<b>0.119</b>	<b>0.117</b>	<b>0.436</b>
	TAE	-0.710	-0.364	0.047	0.025	-0.057	0.011
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.623</b>	<b>0.090*</b>	<b>0.608</b>	<b>0.734</b>
	Idade	-1.564	-0.508	0.036	0.041	0.238	0.065
	<i>P Value</i>	<b>0.058*</b>	<b>0.008***</b>	<b>0.444</b>	<b>0.009***</b>	<b>0.182</b>	<b>0.134</b>
	DP_roa	-0.971	0.026	2.134	-0.209	-1.652	0.117
	<i>P Value</i>	<b>0.030**</b>	<b>0.943</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.247</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.460</b>
	AL1	0.985	0.949	0.012	0.003	0.003	0.007
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.847</b>	<b>0.924</b>	<b>0.973</b>	<b>0.715</b>
	NBC	-0.092	0.485	-0.018	0.039	0.223	0.011
	<i>P Value</i>	<b>0.250</b>	<b>0.002***</b>	<b>0.562</b>	<b>0.021**</b>	<b>0.238</b>	<b>0.784</b>
	V_ROL	0.021	0.032				
	<i>P Value</i>	<b>0.655</b>	<b>0.477</b>				
	ROE	0.054	0.072				
	<i>P Value</i>	<b>0.236</b>	<b>0.157</b>				
Parâmetros	R2	0.339	0.454	0.081	0.332	0.026	0.332
	N	967	967	1,150	1,150	1,239	1,239
	Efeito Ano	s	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	s	n	s	n	s
	Wald Setor		0.000***		0.000***		0.012***
	EF/EA	EF	EA	EF	EA	EF	EA
	Hausman test	0.000***		0.000***		0.0591*	

Fonte: Dados da Pesquisa.

GFF - Empresas Familiares com Gestão Familiar do Fundador.

GP - Empresas Familiares com Gestão Profissional.

Em termos de Q tanto sob a análise de efeitos fixos, quanto sob efeitos aleatórios as empresas geridas pelos fundadores (GFF) apresentaram coeficientes economicamente relevantes e estatisticamente significantes, indicando que dentre as empresas familiares (CF1) o modelo de gestão do fundador oferece em termos médios de 17.6% a 22.2% maior valor de mercado em relação a GF (Gestão Familiar). Na comparação de Q entre GP (Gestão Profissional) e GF (Gestão Familiar) não houve significância estatística nos coeficientes.

Na análise do ROA sob efeitos fixos, as empresas com gestão do fundador obtiveram 3.6% melhores resultados em relação a GF com significância estatística a 10%. Já as empresas GP apresentaram resultados 3.8% superiores às empresas com GF, resultado estatisticamente significativo a 5%. Quando feita a verificação do ROA sob o modelo de efeitos aleatórios, não há significância estatística nos resultados entre os modelos de gestão.

Na verificação dos resultados do ROE sob o modelo de efeitos fixos, não há significância estatística nos resultados. Na análise, sob efeitos aleatórios percebe-se que as empresas com gestão profissional, possuem um ROE 11.2% superior às companhias com GF com significância estatística de 5%. Para GFF novamente não há significância estatística no resultado.

Apresenta-se na tabela 2 o resumo dos resultados das hipóteses H3 (Empresas com Gestão Familiar possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a

GFF e GP), H4 (Empresas com Gestão Familiar do Fundador possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GP) e H5 (Empresas com Gestão Profissional possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GFF).

Tabela 2: Resumo Resultados H3, H4 e H5

Variáveis	Hipóteses	GFF		GP	
		EF	EA	EF	EA
Q	H3 GF > GFF e GP	R**	R*	R	R
Roa	H3 GF > GFF e GP	R*	R	R**	R
Roe	H3 GF > GFF e GP	R	R	R	R**
Q	H4 e H5 GF < GFF e GP	A**	A*	R	R
Roa	H4 e H5 GF < GFF e GP	A*	R	A**	R
Roe	H4 e H5 GF < GFF e GP	R	R	R	A**

Fonte: Dados da Pesquisa.

Legenda: A – Aceita-se; R – Rejeita-se.

O símbolo > indica criação de valor e desempenho operacional superior conforme H3 para Gestão Familiar.

O símbolo < indica criação de valor e desempenho operacional inferior conforme H4 e H5 para Gestão Familiar.

O símbolo \* ao lado de R ou A demonstra significância estatística nos resultados para as hipóteses testadas, sendo que, \* representa significância a 10%, \*\* significância a 5% e \*\*\* significância a 1%.

Em relação à variável Q nos dois modelos EF e EA, aceita-se a hipótese de desempenho de mercado superior para as empresas com Gestão Familiar do Fundador (GFF) frente às Gestão Familiar (GF). Na comparação entre GF e GP (Gestão Profissional) rejeita-se ambas as hipóteses, o resultado sugere similaridade em termos de valor nas empresas com gestão familiar e gestão profissional.

Para o ROA na análise sob EF aceita-se H4 e H5, indicando que as empresas com gestão GFF e GP possuem desempenho superior em relação as GF. Na verificação sob EA, não há significância estatística nos resultados indicando rejeição de ambas as hipóteses, sugerindo resultados semelhantes entre os grupos de gestão.

Para o ROE na análise sob EF não há significância estatística em nenhum dos resultados. Na verificação sob EA aceita-se H5, o resultado indica maior desempenho operacional para as empresas com gestão profissional em relação a GF. Para GFF não se tem significância estatística sugerindo semelhança entre os resultados.

Contudo, conclui-se que em termos de valor de mercado a forma de gestão mais eficiente nas empresas familiares é a GFF. Em termos de ROA nota-se vantagem para as empresas GFF e GP em relação a GF na análise sob EF, na análise sob EA os resultados sugerem similaridade.

Para o ROE não há significância estatística na diferença entre os resultados na comparação entre GFF e GF em nenhuma das análises. Entretanto, na comparação entre GP e



GF para EA nota-se maior desempenho para GP com significância estatística e com coeficiente significante economicamente.

Os indicativos são que o modelo de gestão do fundador e suas características empreendedoras conforme Souza e Serralvo (2008) Sentanin e Barbosa (2005) e Dolabela (1999), propiciam melhores resultados para criação de valor em relação aos demais modelos de gestão para as empresas familiares. Embora, constata-se um ROE superior para GP, sugere-se um pouco de cuidado com relação ao resultado em detrimento de que poucas informações compõem a amostra da Gestão Profissional.

#### 4.3.3 Testes das Hipóteses H6 e H7

Nos quadros 33 e 34, são avaliadas as hipóteses H6<sup>14</sup> e H7<sup>15</sup>, ou ainda o 2º objetivo específico da pesquisa de verificar diferenças nos níveis de alavancagem das empresas com controle acionário familiar em relação às não familiares. Considera-se os três conceitos de empresa familiar conforme fluxograma 1 do item 3.2. As variáveis *dummy* “base” são CF1, CF2 e CF3.

Quadro 33: Resultados de AL1 para H6 e H7

Tipo V.	Ab. Variável	AL1					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.024			-0.047		
	<i>P Value</i>	<b>0.011**</b>			<b>0.358</b>		
	CF1_priv	0.117			0.067		
	<i>P Value</i>	<b>0.120</b>			<b>0.230</b>		
	CF2_est		0.022			-0.052	
	<i>P Value</i>		<b>0.018**</b>			<b>0.326</b>	
	CF2_priv		0.062			0.045	
	<i>P Value</i>		<b>0.185</b>			<b>0.237</b>	
	CF3_est			0.055			-0.112
	<i>P Value</i>			<b>0.161</b>			<b>0.060*</b>
	CF3_priv			0.031			-0.041
	<i>P Value</i>			<b>0.402</b>			<b>0.100*</b>
Variáveis de Controle	DFC	-0.117	-0.090	-0.117	-0.122	-0.099	-0.120
	<i>P Value</i>	<b>0.201</b>	<b>0.374</b>	<b>0.236</b>	<b>0.152</b>	<b>0.254</b>	<b>0.167</b>
	EDV	0.015	0.023	0.011	0.038	0.045	0.031
	<i>P Value</i>	<b>0.565</b>	<b>0.465</b>	<b>0.662</b>	<b>0.270</b>	<b>0.225</b>	<b>0.349</b>
	TAE	-0.038	-0.041	-0.034	-0.039	-0.039	-0.035
	<i>P Value</i>	<b>0.553</b>	<b>0.528</b>	<b>0.596</b>	<b>0.385</b>	<b>0.385</b>	<b>0.416</b>
	Idade	0.159	0.165	0.164	0.065	0.064	0.066
	<i>P Value</i>	<b>0.016**</b>	<b>0.014**</b>	<b>0.012**</b>	<b>0.029**</b>	<b>0.038**</b>	<b>0.032**</b>
	DP_roa	0.906	0.986	0.888	0.154	0.164	0.176
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.001***</b>	<b>0.321</b>	<b>0.291</b>	<b>0.242</b>
						Continua...	

<sup>14</sup> O nível de alavancagem das empresas familiares é inferior em relação as não familiares.

<sup>15</sup> O nível de alavancagem das empresas familiares é superior em relação as não familiares.

Continuação.

	NBC	-0.055	-0.055	-0.051	-0.058	-0.058	-0.058
	<i>P Value</i>	<b>0.319</b>	<b>0.320</b>	<b>0.344</b>	<b>0.139</b>	<b>0.141</b>	<b>0.137</b>
	ROA	-0.050	-0.047	-0.050	-0.035	-0.032	-0.036
	<i>P Value</i>	<b>0.723</b>	<b>0.740</b>	<b>0.722</b>	<b>0.797</b>	<b>0.817</b>	<b>0.796</b>
Parâmetros	R2	0.030	0.029	0.023	0.084	0.088	0.956
	N	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
	Efeito Ano	s	S	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	N	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.160	0.455	0.532	0.160	0.455	0.532

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Na avaliação pelo método de EF, os coeficientes das empresas estatais CF1\_est (0.024) e CF2\_est (0.022), indicam que estas possuem maior alavancagem financeira que as empresas familiares, os resultados são estatisticamente significantes a 5%. Para CF3\_est não há significância estatística. Na análise entre os grupos das empresas familiar e não familiar privada, não houve relevância estatística para os resultados.

Pelo método de EA, observa-se inversão nos sinais das empresas estatais nos três conceitos de empresa familiar, todavia apenas para CF3\_est o resultado foi estatisticamente importante. O resultado indica que as empresas estatais CF3\_est possuem (11.2%) menor alavancagem financeira que as empresas familiares CF3.

Na comparação dos grupos não familiar privada e familiar, não houve relevância estatística para CF1\_priv e CF2\_priv. Para CF3\_priv o resultado foi estatisticamente significativo a 10%, sugerindo que as empresas deste grupo possuem menor endividamento financeiro (4.1%) em relação às empresas do grupo familiar CF3.

As variáveis com relação positiva para alavancagem financeira estatisticamente significantes são Idade para EF e EA e DP\_Roa para EF, não há nenhuma variável com relação negativa com significância estatística.

No quadro 34, é demonstrado as estatísticas da variável dependente AL2 (endividamento financeiro de longo prazo).

Quadro 34: Resultados de AL2 para H6 e H7

Tipo V.	Ab. Variável	AL2					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.065			-0.054		
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>			<b>0.229</b>		
	CF1_priv	0.080			0.029		
	<i>P Value</i>	<b>0.178</b>			<b>0.403</b>		
	CF2_est		0.063			-0.042	
	<i>P Value</i>		<b>0.000***</b>			<b>0.367</b>	
	CF2_priv		0.059			0.042	
	<i>P Value</i>		<b>0.231</b>			<b>0.202</b>	
	CF3_est			0.071			-0.091
	<i>P Value</i>			<b>0.034**</b>			<b>0.043**</b>
	CF3_priv			0.007			-0.027
<i>P Value</i>			<b>0.824</b>			<b>0.078*</b>	
Variáveis de Controle	DFC	-0.083	-0.055	-0.084	-0.092	-0.071	-0.090
	<i>P Value</i>	<b>0.124</b>	<b>0.383</b>	<b>0.157</b>	<b>0.066*</b>	<b>0.135</b>	<b>0.070*</b>
	EDV	0.021	0.031	0.018	0.010	0.018	0.006
	<i>P Value</i>	<b>0.342</b>	<b>0.272</b>	<b>0.405</b>	<b>0.600</b>	<b>0.387</b>	<b>0.734</b>
	TAE	0.006	0.001	0.009	0.005	0.004	0.007
	<i>P Value</i>	<b>0.917</b>	<b>0.981</b>	<b>0.861</b>	<b>0.862</b>	<b>0.893</b>	<b>0.818</b>
	Idade	0.122	0.127	0.127	0.031	0.030	0.032
	<i>P Value</i>	<b>0.035**</b>	<b>0.026**</b>	<b>0.026**</b>	<b>0.109</b>	<b>0.116</b>	<b>0.100*</b>
	DP_roa	0.703	0.783	0.676	0.085	0.083	0.097
	<i>P Value</i>	<b>0.001***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.004***</b>	<b>0.086*</b>	<b>0.093*</b>	<b>0.042**</b>
	NBC	-0.034	-0.035	-0.032	-0.023	-0.023	-0.024
	<i>P Value</i>	<b>0.431</b>	<b>0.418</b>	<b>0.454</b>	<b>0.301</b>	<b>0.304</b>	<b>0.276</b>
	ROA	0.035	0.038	0.036	0.041	0.044	0.042
<i>P Value</i>	<b>0.718</b>	<b>0.694</b>	<b>0.711</b>	<b>0.642</b>	<b>0.617</b>	<b>0.636</b>	
Parâmetros	R2	0.037	0.039	0.031	0.076	0.083	0.09
	N	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760
	Efeito Ano	S	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	N	n	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.009***	0.0794**	0.0029***	0.009***	0.0794**	0.0029***

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Para as análises sob efeitos fixos (EF), os coeficientes dos grupos de empresas estatais CF1\_est (0.064), CF2\_est (0.062) e CF3\_est (0.071) indicam que as empresas estatais possuem em média de 6.2% a 7.1% maior alavancagem financeira de longo prazo em relação às empresas familiares CF1, CF2 e CF3. Todos os resultados possuem significância

estatística. Em relação às empresas dos grupos não familiar privada e familiar, em nenhuma das combinações notou-se significância estatística nos resultados.

Novamente na análise sob o modelo de EA, há inversão dos sinais em todos os grupos de empresas estatais, no entanto há significância estatística apenas para CF3\_est, demonstrando que as empresas estatais quando comparadas as empresas familiares CF3 possuem menor grau de endividamento de longo prazo (9.1%).

Na comparação entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada, têm-se significância estatística apenas em CF3\_priv. O resultado indica que estas empresas possuem 2.7% menores índices de alavancagem financeira de longo prazo em relação a CF3.

As variáveis de controle com relação positiva significativa com alavancagem financeira de longo prazo são Idade sob EF e DP\_Roa para EF e EA. Apenas DFC sob EA demonstrou relação negativa com AL2.

Na tabela 3, apresenta-se o resumo dos resultados de H6 (O nível de alavancagem das empresas familiares é inferior em relação as não familiares.) e H7 (O nível de alavancagem das empresas familiares é superior em relação as não familiares).

Tabela 3: Resumo Resultados H6, H7

Variáveis	Hipóteses	CF1		CF2		CF3	
		EF	EA	EF	EA	EF	EA
AL1	H6 Fam < Estatais	A*	R	A*	R	R	R**
AL2	H6 Fam < Estatais	A***	R	A***	R	A**	R**
AL1	H7 Fam > Estatais	R*	R	R*	R	R	A**
AL2	H7 Fam > Estatais	R***	R	R***	R	R**	A**
AL1	H6 Fam < Privadas	R	R	R	R	R	R*
AL2	H6 Fam < Privadas	R	R	R	R	R	R**
AL1	H7 Fam > Privadas	R	R	R	R	R	A*
AL2	H7 Fam > Privadas	R	R	R	R	R	A**

Fonte: Dados da Pesquisa.

Legenda: A – Aceita-se; R – Rejeita-se.

O símbolo < indica alavancagem inferior conforme H6 para as empresas Familiares.

O símbolo > indica alavancagem superior conforme H7 para as empresas Familiares.

O símbolo \* ao lado de R ou A demonstra significância estatística nos resultados para as hipóteses testadas, sendo que, \* representa significância a 10%, \*\* significância a 5% e \*\*\* significância a 1%.

Na comparação das empresas familiares e estatais, conforme mencionado em detrimento da concentração do segmento de atuação das empresas estatais, assume-se como conclusão as análises sob EA tanto para AL1 quanto para AL2, deste modo aceita-se a hipótese de maior alavancagem (H7) das empresas familiares em relação às estatais apenas em CF3.

Na comparação das empresas familiares e não familiares privadas, na maioria das análises não há significância estatística, indicando níveis de alavancagem semelhantes entre os dois grupos, destaca-se apenas a análise CF3 sob EA, onde aceita-se hipótese de maior alavancagem (H7) para as empresas familiares para as duas variáveis de endividamento.

Em linhas gerais os resultados indicam maior endividamento financeiro para as empresas familiares em (AL1 e AL2) em relação às empresas não familiares apenas em CF3, nas demais comparações à maioria dos resultados indicam não haver relevância estatística nas diferenças de resultado. Pela análise dos conceitos de empresa familiar aplicados na pesquisa, percebe-se que apenas nas empresas as quais possuem vínculo com a família fundadora (CF3) pode-se afirmar maior alavancagem, nas demais os resultados indicam similaridade nos níveis de alavancagem.

Esse resultado reforça a hipótese que algumas características das empresas familiares são mais marcantes nas empresas em que as famílias fundadoras possuem grande influência, como exemplo cita-se o desejo de passar a empresa para as futuras gerações, a maior preocupação com a reputação da empresa. Há indicativos que esses fatores somados reduzem os conflitos de agência entre as famílias fundadoras e os obrigacionistas, e com isso, infere-se que este tipo de empresa possua menor custo de agência de dívida e conseqüentemente recorra mais a este tipo de financiamento (ANDERSON, MANSI E REEB 2003).

Além do relatado acima, têm-se a hipótese de que a família fundadora possui maior vínculo sentimental com a empresa e deste modo maior receio de emitir ações pelo risco de perder o controle, em detrimento disso indica-se também que este tipo de empresas recorria mais a dívida.

#### 4.3.4 Testes das Hipóteses H8 e H9

No quadro 35, apresenta-se os resultados dos testes para as hipóteses das despesas administrativas H8<sup>16</sup> e H9<sup>17</sup>, ou ainda conforme a investigação do 3º objetivo específico de comparar os gastos com despesas administrativas das empresas familiares em relação às não familiares. As variáveis *dummy* “base” são CF1, CF2 e CF3.

---

<sup>16</sup> As despesas administrativas das empresas familiares são superiores em relação às empresas não familiares.

<sup>17</sup> As despesas administrativas das empresas familiares são inferiores em relação às empresas não familiares.

Quadro 35: Resultados DA para H8 e H9

Tipo V.	Ab. Variável	DA					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.017			0.036		
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>			<b>0.090*</b>		
	CF1_priv	-0.034			0.000		
	<i>P Value</i>	<b>0.080*</b>			<b>0.969</b>		
	CF2_est		0.017			0.042	
	<i>P Value</i>		<b>0.000***</b>			<b>0.041**</b>	
	CF2_priv		0.010			0.009	
	<i>P Value</i>		<b>0.236</b>			<b>0.189</b>	
	CF3_est			-0.004			0.033
	<i>P Value</i>			<b>0.860</b>			<b>0.123</b>
	CF3_priv			-0.021			-0.004
	<i>P Value</i>			<b>0.300</b>			<b>0.700</b>
Variáveis de Controle	DFC	0.013	0.019	0.013	0.002	0.006	0.002
	<i>P Value</i>	<b>0.452</b>	<b>0.306</b>	<b>0.454</b>	<b>0.890</b>	<b>0.681</b>	<b>0.890</b>
	EDV	0.022	0.025	0.022	0.002	0.004	0.002
	<i>P Value</i>	<b>0.171</b>	<b>0.123</b>	<b>0.171</b>	<b>0.840</b>	<b>0.696</b>	<b>0.858</b>
	TAE	-0.069	-0.070	-0.069	-0.059	-0.060	-0.059
	<i>P Value</i>	<b>0.001***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>	<b>0.000***</b>
	Idade	0.009	0.007	0.009	0.004	0.004	0.004
	<i>P Value</i>	<b>0.658</b>	<b>0.744</b>	<b>0.650</b>	<b>0.697</b>	<b>0.698</b>	<b>0.685</b>
	DP_roa	-0.141	-0.113	-0.176	0.045	0.043	0.045
	<i>P Value</i>	<b>0.157</b>	<b>0.265</b>	<b>0.110</b>	<b>0.559</b>	<b>0.582</b>	<b>0.559</b>
	AL1	0.047	0.046	0.046	0.036	0.036	0.036
	<i>P Value</i>	<b>0.037**</b>	<b>0.042**</b>	<b>0.041**</b>	<b>0.025**</b>	<b>0.026**</b>	<b>0.026**</b>
NBC	0.005	0.003	0.004	0.012	0.012	0.012	
<i>P Value</i>	<b>0.563</b>	<b>0.670</b>	<b>0.623</b>	<b>0.064*</b>	<b>0.070*</b>	<b>0.070*</b>	
Parâmetros	R2	0.066	0.065	0.065	0.241	0.242	0.241
	N	1,989	1,989	1,989	1,989	1,989	1,989
	Efeito Ano	S	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	N	n	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.018**	0.009***	0.000***	0.018**	0.009***

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Na verificação dos resultados, comparando as empresas familiares e estatais tanto sob modelo EF e EA, percebe-se que as empresas estatais possuem em média de 1.7% a 4.2% maiores gastos com administração que as empresas familiares CF1 e CF2. Para CF3\_est o resultado não é estatisticamente significativo.

Na comparação entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada sob EF, apenas o resultado CF1\_priv é significativo estatisticamente, indicando que este grupo possui

3.4% menores gastos com a administração que as empresas familiares. Para a análise sob EA não há significância estatística em nenhum dos casos.

Na tabela 4, apresenta-se o resumo das análises de H8 (As despesas administrativas das empresas familiares são superiores em relação às empresas não familiares) e H9 (As despesas administrativas das empresas familiares são inferiores em relação às empresas não familiares).

Tabela 4: Resumo Resultados H8, H9

Variáveis	Hipóteses	CF1		CF2		CF3	
		EF	EA	EF	EA	EF	EA
DA	H8 Fam > Estatais	R***	R*	R***	R**	R	R
DA	H9 Fam < Estatais	A***	A*	A***	A**	R	R
DA	H8 Fam > Privadas	A*	R	R	R	R	R
DA	H9 Fam < Privadas	R*	R	R	R	R	R

Fonte: Dados da Pesquisa.

Legenda: A – Aceita-se; R – Rejeita-se.

O símbolo > indica despesas administrativas superiores conforme H8 para as empresas Familiares.

O símbolo < indica despesas administrativas inferiores conforme H9 para as empresas Familiares.

O símbolo \* ao lado de R ou A demonstra significância estatística nos resultados para as hipóteses testadas, sendo que, \* representa significância a 10%, \*\* significância a 5% e \*\*\* significância a 1%.

Na verificação entre as empresas familiar e estatal, aceita-se a hipótese de menores gastos administrativos por parte das empresas familiares (H9) para CF1 e CF2 tanto para EF quanto para EA.

Na comparação entre as empresas familiares e não familiares privadas, exceto na análise de CF1 sob EF, onde os resultados sugerem maiores gastos com DA nas empresas familiares, para as demais combinações não há significância estatística em nenhum dos testes, sugerindo similaridade nos gastos em despesas administrativas entre os grupos.

Nota-se, novamente, que no comparativo com as empresas não familiar privada, no conceito amplo de empresa familiar têm-se indicativos de maiores gastos com DA. Deste modo pode-se inferir a mesma lógica que na análise de 4.3.1, quanto maior o nº de famílias envolvidas no controle e quanto menor for à participação destas famílias no controle acionário da empresa, e ainda, se nenhuma destas famílias possui vínculo com a fundação da empresa, maiores são os gastos com DA nas empresas familiares.

Ainda pode-se supor conforme hipótese 8 que nas empresas CF1, o grau de expropriação administrativa seja maior conforme descrito por Favero *et al.* (2006).

#### 4.4 Robustez

Os testes de robustez têm o objetivo de confirmar a relevância estatística dos resultados quantitativos encontrados em parâmetros de amostra diferentes ao descrito no item 3.1 deste trabalho. Salienta-se, que nos próximos quadros referentes aos testes de robustez são apresentadas apenas as estatísticas das variáveis independentes e os parâmetros dos testes. Somente serão apresentadas as variáveis de controle caso os resultados não sejam compatíveis em relação aos testes com o total da amostra.

##### 4.4.1 Testes de Robustez na Variável Q nas Empresas mais Líquidas

Na análise realizada na variável Q sabe-se que algumas das companhias consideradas na amostra apresentam liquidez relativamente baixa, ou seja, o preço das ações de algumas delas podem não ser boas representações de seu efetivo valor de mercado. Com isso, foram selecionadas da amostra total da pesquisa apenas as empresas com liquidez superior a 1% (0.01) conforme dados da Economatica. No quadro 36, apresenta-se os resultados deste teste.

Quadro 36: Resultados Robustez Q para H1 e H2 Empresas mais Líquidas

Tipo V.	Ab. Variável	Q					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.010			0.085		
	<i>P Value</i>	<b>0.949</b>			<b>0.578</b>		
	CF1_priv	0.169			0.142		
	<i>P Value</i>	<b>0.064*</b>			<b>0.098*</b>		
	CF2_est		-0.004			0.076	
	<i>P Value</i>		<b>0.981</b>			<b>0.641</b>	
	CF2_priv		0.054			0.106	
	<i>P Value</i>		<b>0.646</b>			<b>0.235</b>	
	CF3_est			0.174			0.020
	<i>P Value</i>			<b>0.386</b>			<b>0.900</b>
	CF3_priv			0.164			0.029
	<i>P Value</i>			<b>0.048**</b>			<b>0.771</b>
Parâmetros	R2	0.289	0.288	0.288	0.303	0.305	0.298
	N	794	794	794	794	794	794
	Efeito Ano	s	S	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	N	n	s	s	s
	Wald Setor				0.044**	0.029**	0.031**
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.



Os resultados do teste de Robustez para Q com as empresas mais líquidas apresentam conclusões similares ao teste feito com o total de empresas da amostra.

Nota-se, que em ambos os modelos EF e EA, as empresas do grupo CF1\_priv apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significantes, apenas em níveis menores a análise com o total da amostra. A novidade neste teste é com relação à significância estatística a 5% do grupo CF3\_priv na análise sob EF. Na mesma combinação, porém sob EA o coeficiente é bem menor e sem significância estatística, como as observações que formaram o teste são menores (794) e a distribuição destas por setor não é uniforme entre os grupos, indica-se mais fortemente a análise sob EA.

Nos demais testes, não há diferença de desempenho estatisticamente significativa entre os tipos de controle, conforme o teste com a totalidade da amostra. Portanto, as conclusões para esta análise são correspondentes empiricamente com as já expressas na avaliação de Q no item 4.3.1. No quadro 37, apresenta-se o teste da variável Q das hipóteses H3, H4 e H5.

Quadro 37: Resultados Robustez Q para H3, H4 e H5 Empresas mais Líquidas

Tipo V.	Ab. Variável	Q	
		GF	GF
Independentes	GFF	0.098	0.177
	<i>P Value</i>	<i>0.059*</i>	<i>0.058*</i>
	GP	0.053	-0.128
	<i>P Value</i>	<i>0.751</i>	<i>0.349</i>
Parâmetros	R2	0.430	0.314
	N	440	440
	Efeito Ano	S	S
	Efeito Setor	N	S
	Wald Test		0.020**
	EF/EA	EF	EA
	Hausman test	0.000***	

Fonte: Dados da Pesquisa.

GF Empresas Familiares com Gestão Familiar.

GFF Empresas Familiares com Gestão Familiar do Fundador.

GP Empresas Familiares com Gestão Profissional.

O teste para variável Q nos modelos de gestão das empresas familiar sob o conceito amplo (CF1) apresentam resultados similares ao teste realizado com a totalidade da amostra. As empresas com GFF continuam com resultado de mercado superior, embora com coeficientes mais modestos em relação ao teste com a totalidade da amostra.

Conclui-se, para ambos os testes em Q com as empresas mais líquidas a mesma análise feita nos dados com o total da amostra.

## 4.4.2 Testes de Robustez Empresas com PL Positivo.

Sabe-se que as empresas com PL negativo geralmente estão com dificuldade financeira e risco de falência, a literatura sugere que empresas nesta situação executam políticas financeiras que diferem das demais, principalmente pela capacidade de endividamento, investimentos, e também pelos conflitos de agência os quais podem surgir em detrimento da situação da companhia. Deste modo, para os testes a seguir excluíram-se todas as empresas com patrimônio líquido (PL) negativo do total da amostra.

Nos quadros 38 e 39, apresenta-se a análise de robustez para variável dependente Q, ROA e ROE das hipóteses H1<sup>18</sup> e H2<sup>19</sup> ou conforme objetivo geral da pesquisa.

Quadro 38: Resultados Robustez H1 e H2 Empresas com PL Positivo

Tipo V.	Ab. Variável	Q					
		CF_1	CF_2	CF_3	CF_1	CF_2	CF_3
Independentes	CF1_est	0.066			0.057		
	<i>P Value</i>	<b>0.196</b>			<b>0.773</b>		
	CF1_priv	0.306			0.193		
	<i>P Value</i>	<b>0.036**</b>			<b>0.024**</b>		
	CF2_est		0.063			-0.002	
	<i>P Value</i>		<b>0.111</b>			<b>0.993</b>	
	CF2_priv		0.040			0.069	
	<i>P Value</i>		<b>0.671</b>			<b>0.316</b>	
	CF3_est			0.054			-0.052
	<i>P Value</i>			<b>0.803</b>			<b>0.808</b>
Parâmetros	R2	0.180	0.176	0.176	0.214	0.215	0.212
	N	1,433	1,433	1,433	1,433	1,433	1,433
	Efeito Ano	s	s	s	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	Efeito Setor	n	n	n	s	s	s
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

<sup>18</sup>H1: Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação às empresas não familiares.

<sup>19</sup>H2: Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional inferior em relação às empresas não familiares.

No grupo de empresa privada CF1\_priv, novamente há indicativos estatísticos que esse grupo de empresas apresenta retornos de mercado superior ao grupo de empresas familiares CF1. As demais comparações entre os grupos de empresa não tiveram significância estatística, a exemplo da análise com o total da amostra. No quadro 39, apresenta-se a análise para as variáveis dependentes ROA e ROE.

Quadro 39: Resultados Robustez H1 e H2 Empresas com PL Positivo ROA e ROE

Tipo V.	Ab. Variável	ROA					
		CF_1	CF_2	CF_3	CF_1	CF_2	CF_3
Independentes	CF1_est	0.031			-0.030		
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>			<b>0.196</b>		
	CF1_priv	0.008			0.026		
	<i>P Value</i>	<b>0.479</b>			<b>0.003***</b>		
	CF2_est		0.031			-0.037	
	<i>P Value</i>		<b>0.000***</b>			<b>0.098*</b>	
	CF2_priv		-0.005			0.011	
	<i>P Value</i>		<b>0.604</b>			<b>0.167</b>	
	CF3_est			0.044			-0.034
<i>P Value</i>			<b>0.005***</b>			<b>0.146</b>	
CF3_priv			0.013			0.013	
<i>P Value</i>			<b>0.281</b>			<b>0.114</b>	
Parâmetros	R2	0.054	0.054	0.054	0.214	0.205	0.206
	N	1,725	1,725	1,725	1,725	1,725	1,725
	Efeito Ano	s	S	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	N	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
<b>ROE</b>							
Independentes	CF1_est	-0.132			-0.151		
	<i>P Value</i>	<b>0.001***</b>			<b>0.048**</b>		
	CF1_priv	0.105			0.054		
	<i>P Value</i>	<b>0.424</b>			<b>0.097*</b>		
	CF2_est		-0.133			-0.172	
	<i>P Value</i>		<b>0.001***</b>			<b>0.032**</b>	
	CF2_priv		-0.087			0.016	
	<i>P Value</i>		<b>0.126</b>			<b>0.633</b>	
	CF3_est			0.050			-0.142
<i>P Value</i>			<b>0.789</b>			<b>0.083*</b>	
CF3_priv			0.182			0.052	
<i>P Value</i>			<b>0.311</b>			<b>0.172</b>	
Parâmetros	R2	0.051	0.051	0.051	0.207	0.207	0.209
	N	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
	Efeito Ano	s	S	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	N	n	s	s	s
	Wald Setor				0.001***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.323	0.155	0.300	0.323	0.155	0.300

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.  
 CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.  
 CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.  
 CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Em termos de ROA os resultados são os mesmo, a única diferença é significância estatística apenas para CF3 sob EA. Na análise do ROA entre as empresas dos grupos familiar e não familiar privada há significância estatística no resultado de CF1 sob EA, indicando desempenho superior de ROA para CF1\_priv em 2.6%. Nos demais testes não há significância estatística, os resultados são todos condizentes com a análise com o total da amostra.

Para o ROE no comparativo das empresas estatais com as familiares, a novidade é a importância estatística sistemática no modelo de EA, indicando deste modo desempenho inferior das estatais em relação às empresas familiares. Para as análises do ROE entre as empresas dos grupos familiar e não familiar privada, há significância estatística apenas para o grupo CF1 sob EA, indicando resultado superior das empresas CF1\_priv em 5.4%. Nas demais combinações não há significância estatística, os resultados são correspondentes ao total da amostra.

No quadro 40, apresenta-se as estatísticas para H3<sup>20</sup>, H4<sup>21</sup> e H5<sup>22</sup> conforme o 1º objetivo específico da pesquisa.

Quadro 40: Resultados Robustez H3, H4 e H5 Empresas com PL Positivo

Tipo V.	Ab. Variável	Q		ROA		ROE	
		GF	GF	GF	GF	GF	GF
Independentes	GFF	0.173	0.212	0.032	0.008	-0.016	-0.030
	<i>P Value</i>	<b>0.048**</b>	<b>0.026**</b>	<b>0.122</b>	<b>0.503</b>	<b>0.798</b>	<b>0.476</b>
	GP	0.060	-0.346	0.015	0.017	0.001	0.074
	<i>P Value</i>	<b>0.644</b>	<b>0.665</b>	<b>0.071*</b>	<b>0.011**</b>	<b>0.973</b>	<b>0.053*</b>
Parâmetros	R2	0.241	0.280	0.092	0.215	0.059	0.185
	N	852	852	1,016	1,016	1,074	1,074
	Efeito Ano	s	s	S	s	s	S
	Efeito Setor	n	s	N	s	N	S
	Wald Setor		0.000***		0.000***		0.072*
	EF/EA	EF	EA	EF	EA	EF	EA
	Hausman test	0.000***		0.000***		0.035**	

Fonte: Dados da Pesquisa.

GF - Empresas Familiares com Gestão Familiar.

GFF - Empresas Familiares com Gestão Familiar do Fundador.

GP - Empresas Familiares com Gestão Profissional.

<sup>20</sup> H3: Empresas com Gestão Familiar possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GFF e GP.

<sup>21</sup> H4: Empresas com Gestão Familiar do Fundador possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GP.

<sup>22</sup> H5: Empresas com Gestão Profissional possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação a GF e GFF.

Na análise da variável Q os resultados reportam aos já encontrados no trabalho. No ROA sob EF, na comparação GFF e GF diferentemente da análise com o total da amostra não há significância estatística para o coeficiente. Entre as empresas GF e GP a novidade é a significância estatística na análise sob EA, embora que não represente importância econômica. Para o ROE os resultados permaneceram similares à análise com o total da amostra, também indicando sob EA maior desempenho com significância estatística para as empresas com GP.

Deste modo, os resultados novamente inferem aos considerados no item 4.3.1 apenas em níveis diferentes, exceto para a variável ROA nos testes GFF sob EF e GP sob EA conforme descrito acima.

No quadro 41, apresenta-se as estatísticas para H6<sup>23</sup> e H7<sup>24</sup>, ou ainda conforme a investigação do 2º objetivo específico desta pesquisa.

Quadro 41: Resultados Robustez H6 e H7 Empresas com PL Positivo

Tipo V.	Ab. Variável	AL1					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.018			-0.125		
	<i>P Value</i>	<b>0.015**</b>			<b>0.002***</b>		
	CF1_priv	0.017			-0.023		
	<i>P Value</i>	<b>0.260</b>			<b>0.089*</b>		
	CF2_est		0.018			-0.119	
	<i>P Value</i>		<b>0.016**</b>			<b>0.003***</b>	
	CF2_priv		0.000			-0.009	
	<i>P Value</i>		<b>0.958</b>			<b>0.442</b>	
	CF3_est			0.039			-0.142
<i>P Value</i>			<b>0.130</b>			<b>0.000***</b>	
Parâmetros	R2	0.089	0.088	0.089	0.198	0.190	0.207
	N	1,725	1,725	1,725	1,725	1,725	1,725
	Efeito Ano	s	s	s	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	Efeito Setor	N	n	n	s	s	s
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.212	0.683	0.612	0.212	0.683	0.612
		AL2					
Independentes	CF1_est	0.052			-0.097		
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>			<b>0.013**</b>		
	CF1_priv	0.008			-0.021		
	<i>P Value</i>	<b>0.668</b>			<b>0.130</b>		
	CF2_est		0.051			-0.090	
							Continua...

<sup>23</sup> O nível de alavancagem das empresas familiares é inferior em relação as não familiares.

<sup>24</sup> O nível de alavancagem das empresas familiares é superior em relação as não familiares.

Continuação.

	<i>P Value</i>		<b>0.000***</b>			<b>0.021**</b>	
	CF2_priv		-0.012			-0.006	
	<i>P Value</i>		<b>0.929</b>			<b>0.559</b>	
	CF3_est		0.061				-0.109
	<i>P Value</i>		<b>0.048**</b>				<b>0.004***</b>
	CF3_priv		0.009				-0.029
	<i>P Value</i>		<b>0.765</b>				<b>0.030**</b>
Parâmetros	R2	0.087	0.087	0.087	0.270	0.255	0.274
	N	1,623	1,623	1,623	1,623	1,623	1,623
	Efeito Ano	s	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	N	N	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.086*	0.253	0.187	0.086*	0.253	0.187

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Na análise sob EF para AL1, na comparação das empresas familiares e estatais os resultados correspondem à análise com o total da amostra. Na análise de AL1 entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada, não há significância estatística em nenhum dos testes. Diferentemente da análise com o total da amostra onde obteve-se significância estatística para CF1\_priv indicando que estas teriam endividamento financeiro 11.7% maior em relação ao grupo familiar CF1.

Pelo método de EA, diferentemente da análise com o total da amostra há significância estatística em todos os testes. Os resultados indicam que as empresas estatais possuem menor endividamento financeiro que as empresas familiares. Indica-se os resultado sob EA pelos motivos já salientados no trabalho.

Entre os grupos de empresas familiares e não familiares privadas, os resultados gerais são condizentes com o total da amostra, a única diferença é na análise de CF1 sob EA onde há significância estatística, indicando maior endividamento das empresas familiares.

Na avaliação de AL2 sob EF, os resultados são similares aos encontrados na análise com o total da amostra tanto na comparação entre as empresas familiares e estatais e familiares e não familiares privadas.

Para a verificação de AL2 sob EA, ressalta-se a significância estatística de CF1 e CF2 diferentemente da análise com o total da amostra. Na comparação entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada os resultados são correspondentes à verificação com o total da amostra.

Em linhas gerais na amostra com PL Positivo e as empresas familiares possuem maior endividamento financeiro AL1 e AL2 sistematicamente em relação às empresas estatais. Diferentemente do teste com o total da amostra onde obteve-se significância estatística apenas em CF3 (EA).

Na comparação com as empresas não familiares privadas há indicativos que as empresas familiares são mais endividadas (AL1 e AL2) apenas no grupo CF3, os resultados correspondem aos encontrados na análise com o total da amostra. No quadro 42, apresenta-se as estatísticas para as hipóteses H8<sup>25</sup> e H9<sup>26</sup>, ou conforme o 3º objetivo específico da pesquisa.

Quadro 42: Resultados Robustez H8 e H9 Empresas com PL Positivo

Tipo V.	Ab. Variável	DA					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	CF1_est	0.010			0.019		
	<i>P Value</i>	<b>0.000***</b>			<b>0.089*</b>		
	CF1_priv	-0.020			-0.014		
	<i>P Value</i>	<b>0.029**</b>			<b>0.096*</b>		
	CF2_est		0.011			0.024	
	<i>P Value</i>		<b>0.000***</b>			<b>0.073*</b>	
	CF2_priv		-0.003			-0.003	
	<i>P Value</i>		<b>0.601</b>			<b>0.604</b>	
	CF3_est			-0.017			0.017
	<i>P Value</i>			<b>0.424</b>			<b>0.389</b>
	CF3_priv			-0.027			-0.011
	<i>P Value</i>			<b>0.194</b>			<b>0.292</b>
Parâmetros	R2	0.085	0.072	0.079	0.310	0.320	0.318
	N	1,777	1,777	1,777	1,777	1,777	1,777
	Efeito Ano	s	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	n	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.020**	0.009***	0.000***	0.020**	0.009***

Fonte: Dados da Pesquisa.

CF1\_est representa as empresas não familiares estatais da 1º análise.

CF1\_priv representa as empresas não familiares privadas da 1º análise.

CF2\_est representa as empresas não familiares estatais da 2º análise.

CF2\_priv representa as empresas não familiares privadas da 2º análise.

CF3\_est representa as empresas não familiares estatais da 3º análise.

CF3\_priv representa as empresas não familiares privadas da 3º análise.

Na verificação dos resultados das empresas familiares e estatais tanto para EF como para EA os resultados permanecem os mesmos em relação ao teste do total da amostra.

<sup>25</sup> As despesas administrativas das empresas familiares são superiores em relação às empresas não familiares.

<sup>26</sup> As despesas administrativas das empresas familiares são inferiores em relação às empresas não familiares.

Na comparação entre os grupos de empresa familiar e não familiar privada, a novidade é a significância estatística na análise CF1\_priv para EA reforçando a proposição de menores gastos administrativos destas empresas frente às familiares e reforçando a análise realizada no capítulo 4.3.3. Em linhas gerais os resultados para a amostra de empresas com PL positivo são similares aos apresentados no item 4.3.1 com o total da amostra com pequenas diferenças já citadas nas avaliações acima, mas sem alterar o viés dos principais resultados.

#### 4.4.3 Testes de Robustez Empresas Familiares e Não Familiares

Nesta análise considerou-se o total da amostra, porém uniram-se os grupos de empresas com controle acionário estatal e não familiar privada a exemplo dos trabalhos de Fernandes Junior (2010), Anderson e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006). Deste modo, formou-se dois grupos de empresa para cada análise, as empresas familiares (CF1, CF2 e CF3) e as não familiares (N\_Fam1, N\_Fam2 e N\_Fam3). A fim de facilitar o entendimento, como exemplo a N\_Fam1 é oriunda da junção de CF1\_est e CF1\_priv, as demais seguem a mesma lógica. No quadro 43, apresenta-se o resultado de Q, ROA e ROE para as hipóteses H1<sup>27</sup> e H2<sup>28</sup> conforme objetivo geral da pesquisa.

Quadro 43: Resultados Robustez H1 e H2 Empresas Familiares e Não Familiares

Tipo V.	Ab. Variável	Q					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	N_Fam1	0.264			0.177		
	<i>P Value</i>	<b>0.052*</b>			<b>0.028**</b>		
	N_Fam2		0.069			0.078	
	<i>P Value</i>		<b>0.406</b>			<b>0.225</b>	
	N_Fam3			-0.032			0.001
	<i>P Value</i>			<b>0.866</b>			<b>0.988</b>
Parâmetros	R2	0.256	0.256	0.254	0.323	0.322	0.321
	N	1,580	1,580	1,580	1,580	1,580	1,580
	Efeito Ano	s	S	s	S	S	s
	Efeito Setor	N	N	N	S	S	s
	Wald Setor				0.005***	0.000***	0.003***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
		<b>ROA</b>					
Independentes	N_Fam1	0.008			0.015		
	<i>P Value</i>	<b>0.718</b>			<b>0.172</b>		
	N_Fam2		-0.021			-0.010	
	<i>P Value</i>		<b>0.159</b>			<b>0.388</b>	Continua...

<sup>27</sup> H1: Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional superior em relação às empresas não familiares.

<sup>28</sup> H2: Empresas familiares possuem criação de valor e desempenho operacional inferior em relação às empresas não familiares.



Continuação.							
	N_Fam3			0.043			-0.010
	<i>P Value</i>			<b>0.093*</b>			<b>0.506</b>
Parâmetros	R2	0.045	0.046	0.046	0.200	0.194	0.198
	N	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
	Efeito Ano	s	S	s	S	S	s
	Efeito Setor	n	N	n	S	S	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
<b>ROE</b>							
Independentes	N_Fam1	-0.030			0.044		
	<i>P Value</i>	<b>0.839</b>			<b>0.138</b>		
	N_Fam2		-0.067			0.079	
	<i>P Value</i>		<b>0.394</b>			<b>0.010***</b>	
	N_Fam3			0.029			0.033
	<i>P Value</i>			<b>0.883</b>			<b>0.244</b>
Parâmetros	R2	0.016	0.017	0.016	0.248	0.265	0.247
	N	2,013	2,013	2,013	2,013	2,013	2,013
	Efeito Ano	s	S	s	S	S	s
	Efeito Setor	n	N	n	S	S	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000*
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.396	0.007***	0.420	0.396	0.007***	0.420

Fonte: Dados da Pesquisa.

N\_Fam1 representa as empresas não familiares da 1º análise junção das CF1\_est e CF1\_priv.

N\_Fam2 representa as empresas não familiares da 2º análise junção das CF2\_est e CF2\_priv.

N\_Fam3 representa as empresas não familiares da 3º análise junção das CF3\_est e CF3\_priv.

Na análise da variável Q, nos dois modelos EF e EA os resultados continuam indicando melhor desempenho de mercado para N\_Fam1, porém em níveis menores. Nas demais análises não há significância estatística nos resultados.

Para o ROA com a junção das empresas estatais e privadas há significância estatística na análise CF3 sob EF indicando que o grupo de empresas N\_Fam\_3 possui em média 4.3% maior desempenho de ROA. Nos demais testes não há significância estatística entre os resultados. Na avaliação do ROE, há relevância estatística apenas na análise CF2 sob análise de EA, indicando que as empresas N\_Fam\_2 teriam em média 7.9% melhor desempenho que o grupo de empresas familiar CF2, nas demais análises não há significância estatística nos resultados.

Portanto em relação à variável de criação de valor os resultados são bastante próximos das análises relatadas anteriormente tanto para EF como para EA. No ROA e ROE, com a junção das empresas estatais e privadas na maioria dos testes os desempenhos apresentam

similaridade entre os resultados. No quadro 44, demonstra-se a avaliação das hipóteses H6<sup>29</sup> e H7<sup>30</sup> conforme 2º objetivo específico.

Quadro 44: Resultados Robustez H6 e H7 Empresas Familiares e Não Familiares

Tipo V.	Ab. Variável	AL1					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	N Fam1	0.102			0.058		
	<i>P Value</i>	<b>0.105</b>			<b>0.277</b>		
	N Fam2		0.060			0.042	
	<i>P Value</i>		<b>0.181</b>			<b>0.267</b>	
	N Fam3			-0.160			-0.043
	<i>P Value</i>			<b>0.403</b>			<b>0.093*</b>
Parâmetros	R2	0.030	0.029	0.026	0.081	0.085	0.093
	N	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
	Efeito Ano	s	s	s	s	s	s
	Efeito Setor	n	n	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.998	0.780	0.362	0.998	0.780	0.362
		AL2					
Independentes	N Fam1	0.078			0.021		
	<i>P Value</i>	<b>0.156</b>			<b>0.520</b>		
	N Fam2		0.059			0.038	
	<i>P Value</i>		<b>0.216</b>			<b>0.236</b>	
	N Fam3			-0.010			-0.030
	<i>P Value</i>			<b>0.827</b>			<b>0.095*</b>
Parâmetros	R2	0.037	0.039	0.031	0.067	0.071	0.081
	N	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760
	Efeito Ano	S	S	s	s	s	s
	Efeito Setor	N	N	n	s	s	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.011**	0.002**	0.000***	0.011**	0.002**

Fonte: Dados da Pesquisa.

N\_Fam1 representa as empresas não familiares da 1º análise junção das CF1\_est e CF1\_priv.

N\_Fam2 representa as empresas não familiares da 2º análise junção das CF2\_est e CF2\_priv.

N\_Fam3 representa as empresas não familiares da 3º análise junção das CF3\_est e CF3\_priv.

Nota-se na análise de AL1 sob EF, que em nenhum dos resultados têm-se significância estatística. Na análise de AL1 sob EA obteve-se relevância estatística apenas na comparação entre as empresas familiares CF3 e as N\_Fam3, nesta análise percebe-se que as empresas não familiares possuem em média 4.3% menor endividamento financeiro que as empresas familiares, o resultado é estatisticamente significativo a 10%.

Verifica-se na análise de AL2 sob EF que nenhum dos resultados é estatisticamente importante. Na análise sob EA tem-se significância estatística para N\_Fam3, indicando que as

<sup>29</sup> O nível de alavancagem das empresas familiares é inferior em relação as não familiares.

<sup>30</sup> O nível de alavancagem das empresas familiares é superior em relação as não familiares.

empresas não familiares deste grupo possuem 3.0% menor endividamento financeiro de longo prazo em relação as empresas familiares.

Constata-se que para AL1/AL2 que as empresas familiares são mais endividadas na análise de CF3 (coeficientes negativos para N\_Fam3) tanto sob EF como EA, embora ocorra significância estatística apenas no EA. No quadro 45, demonstra-se a avaliação das hipóteses H8<sup>31</sup> e H9<sup>32</sup> conforme 3º objetivo específico.

Quadro 45: Resultados Robustez H8 e H9 Empresas Familiares e Não Familiares

Tipo V.	Ab. Variável	DA					
		CF1	CF2	CF3	CF1	CF2	CF3
Independentes	N_Fam1	-0.021			0.003		
	<i>P Value</i>	<b>0.099*</b>			<b>0.802</b>		
	N_Fam2		0.010			0.010	
	<i>P Value</i>		<b>0.215</b>			<b>0.136</b>	
	N_Fam3			-0.021			-0.002
	<i>P Value</i>			<b>0.298</b>			<b>0.857</b>
Parâmetros	R2	0.066	0.065	0.065	0.237	0.237	0.235
	N	1,989	1,989	1,989	1,989	1,989	1,989
	Efeito Ano	s	s	s	s	S	s
	Efeito Setor	n	n	n	s	S	s
	Wald Setor				0.000***	0.000***	0.000***
	EF/EA	EF	EF	EF	EA	EA	EA
	Hausman test	0.000***	0.005***	0.001***	0.000***	0.005***	0.001***

Fonte: Dados da Pesquisa.

N\_Fam1 representa as empresas não familiares da 1º análise junção das CF1\_est e CF1\_priv.

N\_Fam2 representa as empresas não familiares da 2º análise junção das CF2\_est e CF2\_priv.

N\_Fam3 representa as empresas não familiares da 3º análise junção das CF3\_est e CF3\_priv.

Na avaliação de DA sob EF observa-se apenas relevância estatística para análise CF1, indicando que as empresas do grupo N\_Fam1 possuem 2.1% menores gastos com despesas administrativas em relação as familiares. Nas demais comparações não há significância estatística, indicando similaridade entre os resultados.

Em linhas gerais os resultados para a amostra considerando apenas os dois grupos de empresa familiar e não familiar, demonstram que para efeito de valor (Q) os resultados remetem-se ao já relatados no item 4.3.1. Para as variáveis de desempenho operacional (ROA e ROE) com a junção das empresas estatais e privadas há indicativos de similaridade entre os resultados das empresas familiares e não familiares.

Para verificação de AL1 e AL2 novamente conclui-se que as empresas CF3 possuem maior endividamento financeiro total e de longo prazo em relação ao grupo não familiar. Para

<sup>31</sup> As despesas administrativas das empresas familiares são superiores em relação às empresas não familiares.

<sup>32</sup> As despesas administrativas das empresas familiares são inferiores em relação às empresas não familiares.

DA destaca-se apenas a importância estatística em pró de um maior gasto com DA (H8) para as empresas familiares CF1, reforçando a conclusão já descrita no item 4.3.1.

#### 4.5 Discussões dos Principais Resultados e Comparativo com os Resultados Existentes

Para as hipóteses H1 e H2, ou conforme investigação do objetivo geral desta pesquisa, nota-se sensibilidade nos resultados dependendo do conceito de empresa familiar utilizado. No conceito mais amplo (CF1<sup>33</sup>), as empresas familiares apresentam criação de valor e desempenho operacional inferior às empresas não familiares privadas. Nos demais conceitos de empresa familiar (CF2<sup>34</sup> e CF3<sup>35</sup>), os resultados indicam similaridade entre as variáveis de valor e desempenho.

Analisando sob a ótica dos diferentes conceitos de empresa familiar aplicados na pesquisa, pode-se inferir que as características de CF1 prejudicam o valor e o desempenho das empresas familiares, deste modo pode-se supor que o controle acionário familiar não majoritário, a divisão do controle da empresa em várias famílias e a ausência do laço da família fundadora na companhia, torne as empresas familiares menos eficientes frente aos demais grupos.

Este resultado, também, nos sugere que o potencial conflito de agência existente entre os acionistas controladores e minoritários conforme relatado por Silveira *et al.* (2004), Saito e Silveira (2008) ocorra de maneira mais forte nas empresas familiares CF1. Com isso, há indicativos que tais custos oriundos da expropriação dos acionistas minoritários, como a prática de nepotismo, o uso de ativos da empresa em benefício próprio e os conflitos familiares citados por Favero *et al.* (2006) e Pardo Del Val (2009) podem ser maiores nas empresas familiares classificadas pelo conceito CF1.

Em relação à literatura brasileira existente, os achados diferem do trabalho de Fernandes e Junior (2010), o qual não encontrou diferenças nos resultados entre as empresas familiares e não familiares, ressalta-se que os conceitos de empresa familiar utilizados pelo autor são bastante similares aos utilizados nesta pesquisa. A divergência entre os resultados pode estar associada ao período do estudo, pois o trabalho de Fernandes e Junior (2010)

---

<sup>33</sup> A empresa familiar é aquela cujo controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo, ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias.

<sup>34</sup> Empresa familiar é aquela em que um indivíduo ou uma mesma família detenha mais de 50% das ações com direito ao voto.

<sup>35</sup> Empresa familiar é aquela em que a família fundadora é a maior acionista da empresa.

considerou apenas três anos (2005 a 2007), e também pela não separação das empresas não familiares em estatais e privadas.

Na comparação dos resultados desta pesquisa com o estudo de Barrontini e Caprio (2006), onde extraiu-se um dos conceitos utilizados nesta pesquisa (CF2), os resultados entre os trabalhos são divergentes. Ao passo que neste estudo, para este conceito, não se pode afirmar diferença de valor e desempenho entre as empresas familiares e não familiares, o estudo de Barrontini e Caprio (2006) aponta para resultados superiores das empresas familiares frente as não familiares.

Na comparação com o resultados de Gonzales *et al.* (2011), no qual também utilizou-se um dos conceitos nesta pesquisa (CF3), os resultados são correspondentes empiricamente. O autor também não encontrou relação no desempenho entre as empresas familiares e não familiares. No trabalho de Gonzales *et al.* (2011), apenas as empresas geridas pelos fundadores demonstraram ter maior desempenho em relação às empresas não familiares. Salienta-se que nesta pesquisa não foi feita essa comparação entre as empresas geridas pelos fundadores versus as empresas não familiares, foi comparado os diferentes modelos de gestão nas empresas familiares.

Em relação ao trabalho de Maury (2006) os resultados desta pesquisa são divergentes, o autor concluiu que as empresas familiares, com controle não majoritário obtiveram maior valor e performance que as empresas não familiares. O autor justifica o resultado alegando que o controle familiar, a partir de certo nível, cria conflitos entre a família e os acionistas minoritários, especialmente em países onde a proteção do acionista é baixa, e isso prejudica o valor e performance das empresas com controle majoritário. Resultado oposto ao encontrado nesta pesquisa, onde há indicativos que os conflitos ocorram nas empresas familiares onde os controladores possuem menor grau de controle (não majoritário).

No trabalho de Anderson e Reeb (2003), os autores encontraram performance operacional superior (ROA) para as empresas familiares, em termos de valor de mercado os resultados foram similares entre as empresas familiares e não familiares, ressalta-se que o conceito de empresa familiar utilizado pelos autores é similar ao CF3. Os resultados desta pesquisa no conceito CF3 divergem dos de Anderson e Reeb (2003) na métrica de desempenho operacional (ROA) e são correspondentes empiricamente com relação ao valor de mercado.

Em relação ao trabalho de Saito (2008) com empresas japonesas o autor conclui que as empresas familiares possuem performance operacional e valor de mercado superior às empresas não familiares, o conceito comparativo em relação a esse trabalho também é o CF3,

novamente os resultados divergem, já que para este conceito em ambiente brasileiro não se pode afirmar diferença entre o valor e a performance operacional das empresas familiares e não familiares.

Para as hipóteses H6 e H7, ou ainda conforme a investigação do 2º objetivo específico da pesquisa, os resultados indicam maior endividamento apenas para as empresas familiares CF3, para as demais CF2 e CF1 os resultados são similares em relação aos demais grupos. Percebe-se que apenas nas empresas em que a família fundadora ainda detenha grande influência (CF3), pode-se afirmar maior alavancagem. Este resultado é condizente com o apresentado por Anderson Mansi e Reeb (2003), os autores utilizaram um conceito de empresa familiar bastante próximo ao CF3 empregado nesta pesquisa e o nível de alavancagem das empresas familiares foi maior em relação às demais.

Esse resultado reforça a hipótese que algumas características das empresas familiares são mais marcantes nas empresas em que as famílias fundadoras possuem grande influência, como exemplo destaca-se, o desejo de passar a empresa para as futuras gerações e a maior preocupação com a reputação/sobrevivência da empresa. Deste modo, conforme postulado por Anderson Mansi e Reeb (2003) há indicativos que a divergência de interesses entre as famílias fundadoras e os obrigacionistas é potencialmente menor em relação aos demais grupos de empresa.

Além do relatado acima, têm-se a hipótese de que a família fundadora possui maior vínculo sentimental com a empresa, e deste modo maior receio de emitir ações pelo risco de perder o controle, em detrimento disso indica-se também que este tipo de empresas recorreria mais a dívida.

Nas hipóteses H8 e H9, ou ainda conforme a investigação do 3º objetivo específico da pesquisa, para o conceito amplo (CF1) há indicativos de maiores gastos com DA das empresas familiares frente as não familiar privada. Os resultados sugerem que quanto mais amplo o conceito de empresa familiar maiores são os desperdícios administrativos, reforçando o exposto nas hipóteses H1 e H2 de que quanto menor for o nível de controle das famílias, e quanto mais famílias dividirem o controle do negócio, menos eficiente e mais propícias a maiores custos administrativos são as empresas familiares. Ainda, pode-se supor conforme hipótese 8, que nas empresas familiares CF1 os controladores e gestores expropriariam os minoritários mais fortemente via despesas administrativas, seja através de altos salários, prática a nepotismo ou desperdícios financeiros.

Nas hipóteses H3, H4 e H5, ou ainda conforme a investigação do 1º objetivo específico da pesquisa, conclui-se que em termos de valor de mercado, a forma de gestão mais

eficiente nas empresas familiares é a GFF, em termos de desempenho operacional para o ROA os resultados não são sistemáticos, não permitindo inferir resultados diferentes entre os modelos de gestão. Para o ROE embora o número de observações para as empresas com Gestão Profissional não seja relevante, há indícios deste modelo de gestão possibilitar maior desempenho.

Nos trabalhos de Fernandes Junior (2010), Villalonga e Amit (2006), Barontini e Caprio (2006), a gestão do fundador apresentou maiores resultados, embora a comparação tenha sido realizada com as empresas não familiares. Neste estudo aplicou-se o teste dos modelos de gestão nas empresas familiares (CF1), os indicativos são que o modelo de gestão do fundador e suas características empreendedoras conforme Souza e Serralvo (2008), Sentanin e Barbosa (2005), propiciam melhores resultados na criação de valor em relação aos demais modelos de gestão.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo investigou se as companhias abertas familiares possuem criação de valor, desempenho operacional, nível de alavancagem e despesas administrativas diferenciados em relação às empresas não familiares. Também, investigou-se diferenças de performance dentre as empresas familiares sob diferentes modelos de gestão, GP (Gestão Profissional), GF (Gestão Familiar) e GFF (Gestão Familiar do Fundador).

Os resultados empíricos indicaram sensibilidade dependendo do conceito de empresa familiar utilizado, lembrando que CF1 representa o conceito amplo, e delimita uma empresa familiar como aquela em que o controle acionário (a maioria do percentual de ações votantes) se encontra em posse de um indivíduo, ou nas mãos de um ou mais membros de uma ou mais famílias, CF2 representa as empresas familiares em que um indivíduo ou uma família possui mais de 50% das ações ordinárias, e CF3 define empresa familiar como àquela a qual a família fundadora é a maior acionista.

Para as hipóteses de criação de valor e desempenho operacional (H1 e H2), as características do conceito CF1 prejudicam o valor e o desempenho das empresas familiares frente às não familiares, especialmente em relação ao grupo não familiar privada. Nota-se, que o conceito CF1 é o mais amplo utilizado nesta pesquisa, onde não há restrição no percentual de controle acionário e no número de famílias que participam do controle, bem como, não especifica vínculo de fundação das famílias controladoras com a companhia.

Para os conceitos CF2 e CF3 onde impõe-se as restrições tratadas acima, os resultados indicam igualdade/similaridade de valor e desempenho operacional entre as empresas familiares e não familiares privadas. Deste modo, supõe-se que o controle acionário familiar não majoritário, a divisão do controle da empresa em várias famílias e a ausência do laço da família fundadora com a companhia, torne as empresas familiares menos eficientes frente aos demais grupos. Os resultados desta pesquisa divergem dos encontrados nos trabalhos de Fernando Junior (2010), Maury (2006) e Barontini e Caprio (2006).

Ainda, pode-se supor que o potencial conflito de agência existente entre os acionistas controladores e minoritários, ocorra de maneira mais forte nas empresas familiares (CF1), podendo ser essa uma das razões para o desempenho inferior destas empresas.

Os resultados observados para o nível de alavancagem, hipóteses H6 e H7, sugerem que apenas nas empresas em que a família fundadora ainda detenha grande influência no controle (CF3), pode-se afirmar a utilização de maior alavancagem. A literatura encontrada sugere características específicas para as famílias fundadoras, como exemplo, pode-se citar o



desejo de passar as empresas para as futuras gerações e a maior preocupação com a reputação da empresa. Essas características reduzem as divergências de interesse entre as famílias fundadoras e os obrigacionistas, e com isso postula-se que este tipo de empresa possua um menor custo de agência de dívida (ANDERSON, MANSI E REEB 2003).

Os resultados obtidos para o nível de despesas administrativas, hipóteses H8 e H9, demonstram maiores gastos com DA nas empresas familiar sob o conceito amplo (CF1). Os resultados indicam que quanto mais amplo o conceito de empresa familiar, maiores são os desperdícios administrativos, reforçando o exposto da menor eficiência relatado na análise de H1 e H2. Deste modo, pode-se inferir que quanto menor for o nível de controle das famílias, e quando mais famílias dividirem o controle do negócio, menos eficientes e mais propícias a maiores conflitos de agência entre controladores e minoritários são as empresas familiares.

Em relação aos resultados de qual modelo de gestão é mais eficiente dentre as empresas familiares (CF1), hipóteses H3, H4 e H5, nota-se que em termos de valor de mercado a gestão familiar do fundador e suas características empreendedoras, propiciam melhores resultados na criação de valor em relação aos demais modelos de gestão para as empresas familiares.

Por fim, conclui-se que os resultados desta pesquisa contribuem para literatura brasileira, com achados importantes, sobretudo para um tema pouco difundido na literatura nacional.

Em relação a limitações da pesquisa, embora possa se inferir que o conceito amplo de empresas familiar é menos eficiente, não se tem o ponto exato desta ineficiência em relação a qual é o nível de controle e o número de famílias participantes associadas ao controle acionário que de fato prejudicaria as empresas familiares. De acordo com o exposto, sugere-se para pesquisas futuras testar sob diferentes níveis de controle acionário e pelo número de famílias participantes do controle da companhia, a fim de identificar com maior precisão quais seriam os níveis que de fato prejudicam o valor e o desempenho operacional das empresas familiares.

Para pesquisas futuras sugere-se investigar o impacto dos diferentes graus de separação entre o fluxo de caixa e controle acionário no valor e no desempenho operacional das empresas familiares brasileiras, do mesmo modo que aplicado no trabalho de Villalonga e Amit (2006). Também, indica-se avaliar se as empresas familiares que são controladas diretamente pelas famílias, sem a utilização de pirâmides, apresentam melhor desempenho conforme avaliado por Gonzales *et al.* (2011). Sugere-se, também, avaliar se as empresas com

gestão familiar do fundador (GFF) apresentam valor e desempenho operacional superior às empresas não familiares, conforme Fernandes Junior (2010) e Andreson e Reeb (2003).

## REFERÊNCIAS

- ACHARIA, Viral V.; ALMEIDA, Heitor; CAMPELLO, Murilo. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. **Journal of Financial Intermediation**, v. 16, p. 515-554, 2007.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; NETO, Roberto Mazzer. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n.2 (98), pp.115-137, abril-junho/2005.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; POSTALI, Fernando A. Slaibe. Propriedade Piramidal das Empresas no Brasil . **Revista de Economia**, v. 12, n.1, p. 27-48, jan/abr 2011.
- ALLOUCHE; José; AMANN, Bruno; JAUSSAUD, Jacques; KURASHINA, Toshiki. The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Business in Japan: A Matched-pair Investigation. **Family Business Review**, v. 21, n. 4, December 2008.
- ANDERSON, Ronald; MANSI, Sattar; REEB, David M. Founding family ownership and the agency cost of debt. **Journal of Financial Economics** 68, p. 263-285, 2003.
- ANDERSON, Ronald; REEB, David M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. **The Journal of Financial**, v.58 n.3, June 2003.
- BARCLAY, Michael; HOLDERNESS, Clifford. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, 25, p.371-395, 1989.
- BARONTINI, Roberto; CAPRIO, Lorenzo. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. **European Financial Management**, v. 12, n.5, p. 689–723, 2006.
- BAUM, Christopher F. **An introduction to modern econometrics using stata**. Texas: Stata, 338 p. 2006.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **Os Economistas: a moderna sociedade anônima e a propriedade privada** (tradução de Dinah de Abreu Azevedo) São Paulo: Abril, 1984.
- BERTRAND, Marianne; SCHOAR, Antoinette. The role of family in family firms. **Journal of Economic Perspectives**, v.20, n.2, p.73-96, 2006.
- BRASIL. Lei nº 6.404. Brasília 1976.
- BRIDGER, Graciela V. **Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre o Valor no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2006. Dissertação de Mestrado em Finanças da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/289/2185.pdf?sequence=1>. Acesso em: 12 set. 2012.

CALLEGARI-JACQUES, Sidia M. **Bioestatística: princípios e aplicações**. Porto Alegre: Artemed, 2003.

CARVALHO; Rafael F.; OLIVEIRA, Fernando N. Propriedade, Valor e Desempenho da Firma no Brasil: Evidências Empíricas da Bovespa. 2011. Disponível em: [bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/13EBFIN/paper/view/.../1570](http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/13EBFIN/paper/view/.../1570). Acesso em: 20 out. 2013.

CASSON, Mark; The Economics of Family Firm. **Scandinavian Economic History Review**, v. 47, n.1, p. 10-23, 1999.

CHU, Wenyi. The Influence of Family Ownership on SME Performance: Evidence from public firms in Taiwan. **Small Business Economics** v. 33, n.3 p. 353-373, 2009.

CHUA, Jess; CHRISMAN, James.J; SHARMA, Pramodita. Defining the family Business by behavior. 1999. Disponível em: <http://faculty.utep.edu/Portals/167/11%20Defining%20the%20family%20Business%20by%20behavior.pdf>. Acesso em: 20 set. 2012.

CLAESSENS, Stij; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry H.P. Who Controls East Asian Corporations? 1999. Disponível em: [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000094946\\_99031911113874/additional/124524322\\_20041117144054.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000094946_99031911113874/additional/124524322_20041117144054.pdf). Acesso em: 18 set. 2012

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Reflexão sobre as Funções da Governança Corporativa. **Revista de Gestão da USP**, v. 13, n.1, p. 43-55, 2006.

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

DAVIS, James H.; SHOORMAN, David F.; DONALDSON, Lex. Toward a Stewardship Theory of Management. **The Academy of Management Review**, v. 22, n.1 p. 20-47, 1997. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/259223?uid=39134&uid=3737664&uid=2129&uid=5909624&uid=2&uid=70&uid=3&uid=67&uid=39133&uid=62&sid=2110149475092>>. Acesso em: 29 set. 2012.

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

DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belén. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, p. 209-233, 2001.

DEMSETZ; Harold; KENNETH, Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy** v. 93, n.6, p. 1155-1177, 1985. Disponível em: [http://www.uvm.edu/~mlaw/demsetz\\_lehn1985.pdf](http://www.uvm.edu/~mlaw/demsetz_lehn1985.pdf). Acesso em: 22 set. 2012.

DINIZ, Maria Helena. **Dicionário Jurídico**. 4v. São Paulo: Saraiva, 2005.

DOLABELA, Fernando. **Oficina do Empreendedor**: A metodologia de ensino que ajuda a transformar conhecimento em riqueza. São Paulo: Cultura, 1999.

ELLUL, Andrew. Control Motivations and Capital Structure Decisions. Working paper. Disponível em: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1094997](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1094997)>. 2008. Acesso em: 12 out. 2012.

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

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law & Economics**, v. 26, Jun. 1983. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94032](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94032)>. Acesso em: 20 set. 2012.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Organizational Forms and Investment Decisions. **Journal of Financial Economics** v. 14, p. 101-119, 1985. Disponível em: < [http://host.uniroma3.it/facolta/economia/db/materiali/insegnamenti/606\\_3613.pdf](http://host.uniroma3.it/facolta/economia/db/materiali/insegnamenti/606_3613.pdf)>. Acesso em: 23 set. 2012.

FAVERO, Carlo A.; GIGLIO, Stefano W.; HORORATI, Maddalena; PANUNZI, Fausto. The Performance of Italian Family Firms. Working Paper. Disponível em: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=918181](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=918181)> .2006. Acesso em: 07 set. 2012.

FAVERO, Luiz Paulo L. Dados em Painel em Contabilidade e Finanças. Teoria e aplicação. **BBR, Vitória**, v. 10, n. 1, Art. 6, p. 131 – 156. 2013. Disponível em: <http://www.redalyc.org/pdf/1230/123025719006.pdf>. Acesso em: 09 nov. 2013.

FERNANDES, Matheus Junior. **O Olho do Dono Engorda o Gado?** Controle familiar, controle e administração dos fundadores e o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras. 2010. Dissertação de Mestrado em Administração. Programa de Pós Graduação em Administração de Empresa da Universidade Presbiteriana Mackenzi. Disponível em: [http://mx.mackenzie.com.br/tede/tde\\_busca/arquivo.php?codarquivo=1847](http://mx.mackenzie.com.br/tede/tde_busca/arquivo.php?codarquivo=1847). Acesso em: 12 set. 2012.

GATTI; Thiago C. **A Relação entre o Risco do Negócio e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras**. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie. 2013. Disponível em: [http://www.mackenzie.com.br/fileadmin/PUBLIC/UP\\_MACKENZIE/servicos\\_educacionais/stricto\\_sensu/Administracao\\_Empresas/Teses\\_e\\_Dissertacoes/Thiago\\_Castiglia\\_Gatti.pdf](http://www.mackenzie.com.br/fileadmin/PUBLIC/UP_MACKENZIE/servicos_educacionais/stricto_sensu/Administracao_Empresas/Teses_e_Dissertacoes/Thiago_Castiglia_Gatti.pdf). Acesso em: 02 nov. 2013.

GONZALES, Maximiliano; GUZMÁN, Alexander; POMBO, Carlos; TRUJILLO, Maria Andrea. Family Firms and Financial Performance: The Cost of Growing. Working Paper. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1639157](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1639157)>. 2011. Acesso em: 12 set. 2012.

GÓRRIZ, Carmen Galve; FUMÁS, Vicente Salas. Family Ownership and Performance: The Net Effect of Productive Efficiency and Growth Constraints. Working Paper. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=664538](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=664538). 2005. Acesso em: 12 set. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. 2008. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. 2008. Disponível em: <<http://www.scribd.com/doc/59869513/IFC-Family-Business-Governance-Handbook-Portuguese>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

JAMES; Harvey S. Owner as manager, extended horizons and the family firm. **International Journal of Economics of Business**, v.6 (1), p. 41 (1), 1999.

JENSEN; Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Finance Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

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

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

LIN; Shu Hui; HU, Shiang Yang. A Family Member or Professional Management? The Choice of a CEO and its Impact on Performance. **Corporate Governance: An International Review**, v.15 (6), p.1348-1362, 2007.

LIRA, Sachiko Araki. **Análise de Correlação: Abordagem Teórica e de Construção dos Coeficientes com Aplicações**. Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Métodos Numéricos em Engenharia dos Setores de Ciências Exatas e de Tecnologia da Universidade Federal do Paraná. 2004. Disponível em: [http://www.ipardes.gov.br/biblioteca/docs/dissertacao\\_sachiko.pdf](http://www.ipardes.gov.br/biblioteca/docs/dissertacao_sachiko.pdf). Acesso em: 09 nov 2014.

MAURY; Benjamin. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12 p. 321-341, 2006.

MARQUES, Luis David. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. 2000. Disponível em: <<http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2013.

MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; YEUNG, Bernard. Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. **Journal of Economic Literature**, Vol.43 (3), p.655-720, 2005.

MORCK, Randall K.; STANGELAND, David A.; YEUNG; Bernard. Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease. 2000. Disponível em: <

<https://bschool.nus.edu/Departments/BussPolicy/BY%20papers/inherited%20wealth,%20corporate%20control%20and%20economic%20growth.pdf>> Acesso em: 31 ago. 2012.

NEUBAUER, Fred; LANK, Alden. G. **The Family Business: Its Governance for Sustainability**. 1998. Disponível em: <[http://www.periodicos.capes.gov.br/ez101.periodicos.capes.gov.br/?option=com\\_pmetabusc&mn=88&smn=88&type=m&metalib=aHR0cDovL2NhcGVzLW1ldGFsaWJwbHVzLmhvc3RlZC5leGxpYnJpc2dyb3VwLmNvbS9wcm1tb19saWJyYXJ5L2xpYndlYi9hY3Rpb24vc2VhcmNoLmRvP2RzY250PTAmZnJiZz0mc2NwLnNjcHM9cHJpbW9fY2VudHJhbF9tdWx0aXBsZV9mZSZ0YWI9ZGVmYXVsdF90YWImY3Q9c2VhcmNoJm1vZGU9QmFzaWMmZHVtPXRydWUmaW5keD0xJmZuPXNIYXJjaCZ2aWQ9Q0FQRVM%3D&buscaRapidaTermo=The+Economics+of+Family+Firm&x=0&y=0](http://www.periodicos.capes.gov.br/ez101.periodicos.capes.gov.br/?option=com_pmetabusc&mn=88&smn=88&type=m&metalib=aHR0cDovL2NhcGVzLW1ldGFsaWJwbHVzLmhvc3RlZC5leGxpYnJpc2dyb3VwLmNvbS9wcm1tb19saWJyYXJ5L2xpYndlYi9hY3Rpb24vc2VhcmNoLmRvP2RzY250PTAmZnJiZz0mc2NwLnNjcHM9cHJpbW9fY2VudHJhbF9tdWx0aXBsZV9mZSZ0YWI9ZGVmYXVsdF90YWImY3Q9c2VhcmNoJm1vZGU9QmFzaWMmZHVtPXRydWUmaW5keD0xJmZuPXNIYXJjaCZ2aWQ9Q0FQRVM%3D&buscaRapidaTermo=The+Economics+of+Family+Firm&x=0&y=0)> . Acesso em: 15 nov. 2012.

OKIMURA, Rodrigo; SILVEIRA, Alexandre M.; ROCHA, Keyler C.; Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC – Eletrônica**, v. 1, n. 1, art 8, p. 119-135, 2007. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/periodicos/arq\\_pdf/a\\_628.pdf](http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_628.pdf)>. Acesso em: 02 nov. 2012.

PARDO DEL VAL; Manuela. Succession in family firms from a multistage perspective. **International Entrepreneurship and Management**, v.5(2) , p. 165-179, 2009.

PEARL; Jayne A. KRISTIE; Leah. The world's largest family businesses. Disponível em: [http://www.familybusinessmagazine.com/index.php?/articles/single/the\\_worlds\\_largest\\_family\\_businesses1/](http://www.familybusinessmagazine.com/index.php?/articles/single/the_worlds_largest_family_businesses1/). 1999. Acesso em: 15 nov. 2012.

PEDERSEN, Torben; THOMSEN, Steen. Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity. **Journal of Management and Governance** v. 7(1), p. 27-55, 2003.

PÉREZ; Francisco Gonzales. Inherited Control and Firm Performance. **American Economic Review**, v. 96 (5), p. 1559-1588, 2006.

PORTAL, Marcio. **Inter-Relações entre Necessidades de Hedging, Assimetria entre Direitos de Controle de Propriedade, Políticas de Caixa e Dívida em Condições de Restrição Financeira**. 2010. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis do Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale dos Sinos. Disponível em: <<http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/tede/MarcioPortalContabeis.pdf>>. Acesso em: 11 out. 2013.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre D. Miceli. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v48n2/v48n2a07.pdf>> Acesso em: 12 out. 2012.

SAITO, Takuji. Family Firms and Firm Performance: Evidence From Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 22, p. 620-646, 2008.

SCIASCIA, Salvatore; MAZZOLA, Pietro. Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. **Family Business Review**, v.21, n. 4, 2008. Disponível em: <<https://c.ymcdn.com/sites/ffi.site->

ym.com/resource/resmgr/fbr\_most\_popular/fbr\_sciascia\_familyinvolveme.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2012.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. Disponível em: <<http://www.sebrae-sc.com.br/newart/default.asp?materia=10410>>. 2005. Acesso em: 02 nov. 2012.

SENTANIN, Luis Henrique; BARBOSA, Reginaldo Jose. Conceitos de Empreendedorismo. **Revista Científica Eletrônica de Administração**, v. 5, n.9, 2005. Disponível em: <<http://www.revista.inf.br/adm09/pages/artigos/ADM-edic09-anov-art02.pdf>> Acesso em: 20 set. 2012.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52 (2), p. 737 – 783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre D. Miceli; LANZANA, Ana Pala; BARROS, Lucas Ayres B.; FAMÁ, Rubens. Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n.4, p. 362-372, 2004. Disponível em: <[www.rausp.usp.br/download.asp?file=V3904362a372.pdf](http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V3904362a372.pdf)>. Acesso em: 20 set. 2012.

SILVEIRA, Alexandre Miceli; BARROS, Lucas A. B. de C. Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil. 2007. Working Paper, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=923310>>. Acesso em: 30 nov. 2013.

SOUZA; Daniel Pires T.; SERRALVO, Flávia Silveira. Umo Novo Modelo de Administração: O Empreendedor Corporativo. **Revista Científica da Faculdade das Américas**, v.2, n.1, 2008. Disponível em: <<http://www.portalamericas.com.br/site/revista/pdf/ed2/art7.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2012.

TINOCO. M. **Análise Estatística**. Lisboa: Edições Sílabo, 2007.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value. **Journal of Financial Economics**, v.80, p. 385–417, 2006.

WOOLDRIDGE; Jeffrey M. **Introdução à Econometria uma Abordagem Moderna**. 1º edição. Thomson Pioneira. 2006.



## APÊNDICES

## Apêndice A – Classificação da Amostra

Num	Empresa e Ano	Classificação Propriedade CF1	Classificação Propriedade CF2	Classificação Propriedade CF3	Modelo Gestão
1	Abril Educa2011	Fam	Fam	Fam	GF
2	Abril Educa2012	Fam	Fam	Fam	GF
3	Abyara2006	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
4	Abyara2008	Fam	N Fam Privada	N Fam Privada	GP
5	Acos Vill2006	Fam	Fam	N Fam Privada	GF
6	Acos Vill2007	Fam	Fam	N Fam Privada	GF
7	Acos Vill2008	Fam	Fam	N Fam Privada	GF
8	Acos Vill2009	Fam	Fam	N Fam Privada	GF
9	AES Elpa2005	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
10	AES Elpa2006	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
11	AES Elpa2007	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
12	AES Elpa2008	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
13	AES Elpa2009	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
14	AES Elpa2010	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
15	AES Elpa2011	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
16	AES Elpa2012	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
17	AES Tiete2005	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
18	AES Tiete2006	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
19	AES Tiete2007	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
20	AES Tiete2008	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
21	AES Tiete2009	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
22	AES Tiete2010	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
23	AES Tiete2011	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
24	AES Tiete2012	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
25	AES Sul2005	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
26	AES Sul2006	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
27	AES Sul2007	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
28	AES Sul2008	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
29	AES Sul2009	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
30	AES Sul2010	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
31	AES Sul2011	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
32	AES Sul2012	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
33	Afluente2006	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
34	Afluente2007	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
35	Afluente2008	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
36	Afluente2009	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
37	Afluente2010	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
38	Afluente2011	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
39	Afluente2012	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
40	Afluente T2010	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
41	Afluente T2011	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
42	Afluente T2012	N Fam Privada	N Fam Privada	N Fam Privada	
43	AGconcessoes2005	Fam	Fam	Fam	GF
44	AGconcessoes2007	Fam	Fam	Fam	GF
45	AGconcessoes2008	Fam	Fam	Fam	GF
46	AGconcessoes2009	Fam	Fam	Fam	GF
47	AGconcessoes2010	Fam	Fam	Fam	GF

48	AGconcessoes2011	Fam	Fam	Fam	GF
49	AGconcessoes2012	Fam	Fam	Fam	GF
50	Agra Incorp2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GFF
51	Agra Incorp2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GFF
52	Agre Emp Imo2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
53	Alfa Consorc2005	Fam	Fam	Fam	GFF
54	Alfa Consorc2006	Fam	Fam	Fam	GFF
55	Alfa Consorc2007	Fam	Fam	Fam	GP
56	Alfa Consorc2008	Fam	Fam	Fam	GP
57	Alfa Consorc2009	Fam	Fam	Fam	GP
58	Alfa Consorc2010	Fam	Fam	Fam	GP
59	Alfa Consorc2011	Fam	Fam	Fam	GP
60	Alfa Consorc2012	Fam	Fam	Fam	GP
61	Alfa Holding2005	Fam	Fam	Fam	GFF
62	Alfa Holding2006	Fam	Fam	Fam	GFF
63	Alfa Holding2007	Fam	Fam	Fam	GP
64	Alfa Holding2008	Fam	Fam	Fam	GP
65	Alfa Holding2009	Fam	Fam	Fam	GP
66	Alfa Holding2010	Fam	Fam	Fam	GP
67	Alfa Holding2011	Fam	Fam	Fam	GP
68	Alfa Holding2012	Fam	Fam	Fam	GP
69	Aliansce2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
70	Aliansce2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
71	Aliansce2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
72	Aliansce2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
73	Aliansce2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
74	Aliansce2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
75	Aliperti2005	Fam	Fam	Fam	GF
76	Aliperti2006	Fam	Fam	Fam	GF
77	Aliperti2007	Fam	Fam	Fam	GF
78	Aliperti2008	Fam	Fam	Fam	GF
79	Aliperti2009	Fam	Fam	Fam	GF
80	Aliperti2010	Fam	Fam	Fam	GF
81	Aliperti2011	Fam	Fam	Fam	GF
82	Aliperti2012	Fam	Fam	Fam	GF
83	All Ore2012	Fam	Fam	Fam	GP
84	All Amer Lat2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
85	All Amer Lat2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
86	All Amer Lat2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
87	All Amer Lat2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
88	All Amer Lat2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
89	All Amer Lat2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
90	All Amer Lat2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
91	Alpargatas2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
92	Alpargatas2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
93	Alpargatas2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
94	Alpargatas2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
95	Alpargatas2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
96	Alpargatas2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
97	Alpargatas2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
98	Alpargatas2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
99	Am Inox BR2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
100	Am Inox BR2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP

101	Arcelor BR2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
102	Arcelor BR2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
103	Arezzo Co2009	Fam	Fam	Fam	GFF
104	Arezzo Co2010	Fam	Fam	Fam	GFF
105	Arezzo Co2011	Fam	Fam	Fam	GFF
106	Arezzo Co2012	Fam	Fam	Fam	GFF
107	Amazonia Celular2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
108	Amazonia Celular2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
109	Amazonia Celular2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
110	Amazonia Celular2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
111	Ambev2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
112	Ambev2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
113	Ambev2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
114	Ambev2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
115	Ambev2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
116	Ambev2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
117	Ambev2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
118	Ambev2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
119	Amil2007	Fam	Fam	Fam	GFF
120	Amil2008	Fam	Fam	Fam	GFF
121	Amil2009	Fam	Fam	Fam	GFF
122	Amil2010	Fam	Fam	Fam	GFF
123	Amil2011	Fam	Fam	Fam	GFF
124	Amil2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
125	Ampla Energ2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
126	Ampla Energ2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
127	Ampla Energ2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
128	Ampla Energ2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
129	Ampla Energ2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
130	Ampla Energ2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
131	Ampla Energ2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
132	Ampla Energ2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
133	Ampla Invest2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
134	Ampla Invest2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
135	Ampla Invest2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
136	Ampla Invest2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
137	Ampla Invest2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
138	Ampla Invest2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
139	Ampla Invest2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
140	Anhanguera2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
141	Anhanguera2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
142	Anhanguera2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
143	Anhanguera2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GFF
144	Anhanguera2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
145	Anhanguera2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
146	Aracruz2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
147	Aracruz2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
148	Aracruz2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
149	Aracruz2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
150	Arteb2005	Fam	Fam	Fam	GF
151	Arteb2006	Fam	Fam	Fam	GF
152	Arteb2007	Fam	Fam	Fam	GF
153	Arteb2008	Fam	Fam	Fam	GF

154	Arteris2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
155	Arteris2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
156	Arteris2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
157	Arteris2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
158	Arteris2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
159	Arteris2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
160	Arteris2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
161	Arteris2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
162	Arthur Lange2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
163	Arthur Lange2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
164	Autometal2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
165	Autometal2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
166	Autometal2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
167	Azevedo2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
168	Azevedo2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
169	Azevedo2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
170	Azevedo2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
171	Azevedo2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
172	Azevedo2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
173	Azevedo2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
174	Azevedo2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
175	Bahema2005	Fam	Fam	Fam	GF
176	Bahema2006	Fam	Fam	Fam	GF
177	Bahema2007	Fam	Fam	Fam	GF
178	Bahema2008	Fam	Fam	Fam	GF
179	Bahema2009	Fam	Fam	Fam	GF
180	Bahema2010	Fam	Fam	Fam	GF
181	Bahema2011	Fam	Fam	Fam	GF
182	Bahema2012	Fam	Fam	Fam	GF
183	Bardella2005	Fam	Fam	Fam	GF
184	Bardella2006	Fam	Fam	Fam	GF
185	Bardella2007	Fam	Fam	Fam	GF
186	Bardella2008	Fam	Fam	Fam	GF
187	Bardella2009	Fam	Fam	Fam	GF
188	Bardella2010	Fam	Fam	Fam	GF
189	Bardella2011	Fam	Fam	Fam	GF
190	Bardella2012	Fam	Fam	Fam	GF
191	Battistella2005	Fam	Fam	Fam	GF
192	Battistella2006	Fam	Fam	Fam	GF
193	Battistella2007	Fam	Fam	Fam	GF
194	Battistella2008	Fam	Fam	Fam	GF
195	Battistella2010	Fam	Fam	Fam	GF
196	Battistella2011	Fam	Fam	Fam	GP
197	Battistella2012	Fam	Fam	Fam	GP
198	Bematech2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
199	Bematech2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
200	Bematech2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
201	Bematech2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
202	Bematech2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
203	Bematech2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
204	Bombрил2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
205	Bombрил2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
206	Bombрил2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

207	Bombрил2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
208	Bombрил2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
209	Bombрил2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
210	Bombрил2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
211	Bombрил2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
212	BR Brokers2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
213	BR Brokers2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
214	BR Brokers2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
215	BR Brokers2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
216	BR Brokers2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
217	BR Brokers2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
218	BR Malls Par2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
219	BR Malls Par2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
220	BR Malls Par2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
221	BR Malls Par2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
222	BR Malls Par2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
223	Bradespar2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
224	Bradespar2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
225	Bradespar2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
226	Bradespar2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
227	Bradespar2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
228	Bradespar2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
229	Bradespar2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
230	Bradespar2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
231	Brasil T Par2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
232	Brasil T Par2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
233	Brasil T Par2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
234	Brasil T Par2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
235	Brasilagro2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
236	Brasilagro2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
237	Brasilagro2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
238	Brasilagro2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
239	Brasilagro2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
240	Brasilagro2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
241	Braskem2005	Fam	Fam	Fam	GP
242	Braskem2006	Fam	Fam	Fam	GP
243	Braskem2007	Fam	Fam	Fam	GF
244	Braskem2008	Fam	Fam	Fam	GF
245	Braskem2009	Fam	Fam	Fam	GF
246	Braskem2010	Fam	Fam	Fam	GF
247	Braskem2011	Fam	Fam	Fam	GF
248	Braskem2012	Fam	Fam	Fam	GF
249	Brasmotor2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
250	Brasmotor2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
251	Brasmotor2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
252	Brasmotor2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
253	Brasmotor2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
254	Brasmotor2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
255	Brasmotor2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
256	Brasmotor2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
257	Brookfield2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
258	Brookfield2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
259	Brookfield2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

260	Brookfield2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
261	Brookfield2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
262	Brookfield2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
263	Brookfield2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
264	CC Des Imob2007	Fam	Fam	Fam	GP
265	CC Des Imob2008	Fam	Fam	Fam	GP
266	CC Des Imob2009	Fam	Fam	Fam	GP
267	CC Des Imob2010	Fam	Fam	Fam	GP
268	CC Des Imob2011	Fam	Fam	Fam	GP
269	CCR SA2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
270	CCR SA2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
271	CCR SA2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
272	CCR SA2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
273	CCR SA2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
274	CCR SA2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
275	CCR SA2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
276	CCR SA2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
277	Ceb2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
278	Ceb2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
279	Ceb2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
280	Ceb2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
281	Ceb2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
282	Ceb2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
283	Ceb2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
284	Ceb2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
285	Cemig2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
286	Cemig2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
287	Cemig2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
288	Cemig2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
289	Cemig2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
290	Cemig2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
291	Cemig2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
292	Cemig2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
293	Cesp2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
294	Cesp2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
295	Cesp2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
296	Cesp2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
297	Cesp2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
298	Cesp2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
299	Cesp2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
300	Cesp2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
301	Cia Hering2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
302	Cia Hering2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
303	Cia Hering2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
304	Cia Hering2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
305	Cia Hering2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
306	Cia Hering2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
307	Cia Hering2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
308	Cia Hering2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
309	B2W Digital2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
310	B2W Digital2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
311	B2W Digital2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
312	B2W Digital2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP

313	B2W Digital2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
314	B2W Digital2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
315	B2W Digital2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
316	Ban Armazens2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
317	Ban Armazens2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
318	Ban Armazens2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
319	Ban Armazens2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
320	Ban Armazens2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
321	Bandeirante Energ2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
322	Bandeirante Energ2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
323	Bandeirante Energ2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
324	Bandeirante Energ2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
325	Bandeirante Energ2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
326	Bandeirante Energ2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
327	Bandeirante Energ2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
328	Bandeirante Energ2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
329	Baumer2005	Fam	Fam	Fam	GFF
330	Baumer2006	Fam	Fam	Fam	GFF
331	Baumer2007	Fam	Fam	Fam	GFF
332	Baumer2008	Fam	Fam	Fam	GFF
333	Baumer2009	Fam	Fam	Fam	GFF
334	Baumer2010	Fam	Fam	Fam	GFF
335	Baumer2011	Fam	Fam	Fam	GFF
336	Baumer2012	Fam	Fam	Fam	GFF
337	BHG2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
338	BHG2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
339	BHG2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
340	BHG2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
341	BHG2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
342	BHG2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
343	Bic Monark2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
344	Bic Monark2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
345	Bic Monark2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
346	Bic Monark2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
347	Bic Monark2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
348	Bic Monark2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
349	Bic Monark2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
350	Biommm2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
351	Biommm2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
352	Biommm2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
353	Biommm2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
354	Biommm2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
355	Biommm2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
356	Biommm2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
357	BR Ferrovias2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
358	BR Ferrovias2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
359	BR Ferrovias2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
360	BR Pharma2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
361	Brazilian Fr2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
362	Brazilian Fr2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
363	Brazilian Fr2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
364	Brazilian Fr2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF
365	Brazilian Fr2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GFF

366	Brazilian Fr2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
367	BRF SA2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
368	BRF SA2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
369	BRF SA2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
370	BRF SA2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
371	BRF SA2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
372	BRF SA2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
373	BRF SA2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
374	Buettner2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
375	Buettner2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
376	Buettner2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
377	Buettner2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
378	Buettner2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
379	Cacique2005	Fam	Fam	Fam	GF
380	Cacique2006	Fam	Fam	Fam	GF
381	Cacique2007	Fam	Fam	Fam	GF
382	Cacique2008	Fam	Fam	Fam	GF
383	Cacique2009	Fam	Fam	Fam	GF
384	Cacique2010	Fam	Fam	Fam	GF
385	Cacique2011	Fam	Fam	Fam	GF
386	Cacique2012	Fam	Fam	Fam	GF
387	Caemi2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
388	Caf Brasilia2005	Fam	Fam	Fam	GF
389	Caf Brasilia2006	Fam	Fam	Fam	GF
390	Caf Brasilia2007	Fam	Fam	Fam	GF
391	Caf Brasilia2008	Fam	Fam	Fam	GF
392	Cambuci2005	Fam	Fam	Fam	GF
393	Cambuci2006	Fam	Fam	Fam	GF
394	Cambuci2007	Fam	Fam	Fam	GF
395	Cambuci2008	Fam	Fam	Fam	GF
396	Cambuci2009	Fam	Fam	Fam	GF
397	Cambuci2010	Fam	Fam	Fam	GF
398	Cambuci2011	Fam	Fam	Fam	GF
399	Cambuci2012	Fam	Fam	Fam	GF
400	Caraiba Met2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
401	Caraiba Met2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
402	Caraiba Met2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
403	Caraiba Met2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
404	Casan2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
405	Casan2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
406	Casan2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
407	Casan2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
408	Casan2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
409	Casan2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
410	Casan2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
411	Casan2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
412	CBC Cartucho2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
413	CBC Cartucho2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
414	Ccx Carvao2012	Fam	Fam	Fam	GFF
415	Cedro2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
416	Cedro2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
417	Cedro2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
418	Cedro2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	



419	Cedro2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
420	Cedro2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
421	Cedro2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
422	Cedro2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
423	Ceee-D2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
424	Ceee-D2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
425	Ceee-D2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
426	Ceee-D2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
427	Ceee-D2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
428	Ceee-D2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
429	Ceee-Gt2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
430	Ceee-Gt2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
431	Ceee-Gt2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
432	Ceee-Gt2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
433	Ceee-Gt2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
434	Ceee-Gt2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
435	Ceee-Gt2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
436	Ceee-Gt2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
437	Ceg2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
438	Ceg2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
439	Ceg2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
440	Ceg2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
441	Ceg2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
442	Ceg2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
443	Ceg2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
444	Ceg2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
445	Celcsc2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
446	Celcsc2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
447	Celcsc2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
448	Celcsc2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
449	Celcsc2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
450	Celcsc2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
451	Celcsc2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
452	Celcsc2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
453	Celg2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
454	Celg2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
455	Celgpar2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
456	Celgpar2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
457	Celgpar2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
458	Celgpar2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
459	Celgpar2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
460	Celgpar2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
461	Celm2005	Fam	Fam	Fam	GF
462	Celm2006	Fam	Fam	Fam	GF
463	Celpa2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
464	Celpa2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
465	Celpa2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
466	Celpa2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
467	Celpa2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
468	Celpa2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
469	Celpa2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
470	Celpe2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
471	Celpe2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

472	Celpe2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
473	Celpe2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
474	Celpe2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
475	Celpe2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
476	Celpe2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
477	Celpe2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
478	Celul Irani2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
479	Celul Irani2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
480	Celul Irani2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
481	Celul Irani2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
482	Celul Irani2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
483	Celul Irani2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
484	Celul Irani2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
485	Cemar2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
486	Cemar2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
487	Cemar2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
488	Cemar2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
489	Cemar2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
490	Cemar2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
491	Cemar2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
492	Cemar2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
493	Cemat2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
494	Cemat2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
495	Cemat2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
496	Cemat2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
497	Cemat2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
498	Cemat2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
499	Cemat2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
500	Cemat2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
501	Cemepe2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
502	Cemepe2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
503	Cemepe2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
504	Cent Açu2008	Fam	Fam	Fam	GP
505	Cent Açu2009	Fam	Fam	Fam	GP
506	Cent Açu2010	Fam	Fam	Fam	GP
507	Cent Açu2011	Fam	Fam	Fam	GP
508	Cent Min-Rio2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
509	Cent Min-Rio2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
510	Cent Min-Rio2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
511	Cent Min-Rio2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
512	Cent Min-Rio2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
513	Chiarelli2005	Fam	Fam	Fam	GF
514	Chiarelli2006	Fam	Fam	Fam	GF
515	Chiarelli2007	Fam	Fam	Fam	GF
516	Chiarelli2008	Fam	Fam	Fam	GF
517	Chiarelli2009	Fam	Fam	Fam	GP
518	Chiarelli2010	Fam	Fam	Fam	GP
519	Cielo2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
520	Cielo2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
521	Cielo2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
522	Cielo2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
523	Cimob Partic2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
524	Cimob Partic2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF

525	Cimob Partic2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
526	Cimob Partic2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
527	Cimob Partic2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
528	Cims2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
529	Cims2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
530	Cims2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
531	Clarion2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
532	Clarion2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
533	Clarion2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
534	Clarion2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
535	Coari Part2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
536	Coari Part2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
537	Coelba2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
538	Coelba2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
539	Coelba2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
540	Coelba2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
541	Coelba2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
542	Coelba2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
543	Coelba2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
544	Coelba2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
545	Coelce2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
546	Coelce2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
547	Coelce2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
548	Coelce2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
549	Coelce2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
550	Coelce2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
551	Coelce2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
552	Coelce2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
553	Comgas2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
554	Comgas2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
555	Comgas2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
556	Comgas2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
557	Comgas2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
558	Comgas2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
559	Comgas2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
560	Comgas2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
561	Confab2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
562	Confab2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
563	Confab2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
564	Confab2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
565	Confab2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
566	Confab2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
567	Confab2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
568	Const Beter2005	Fam	Fam	Fam	GFF
569	Const Beter2006	Fam	Fam	Fam	GFF
570	Const Beter2007	Fam	Fam	Fam	GFF
571	Const Beter2008	Fam	Fam	Fam	GFF
572	Contax2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
573	Contax2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
574	Contax2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
575	Contax2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
576	Contax2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
577	Contax2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

578	Contax2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
579	Contax2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
580	Copasa2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
581	Copasa2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
582	Copasa2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
583	Copasa2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
584	Copasa2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
585	Copasa2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
586	Copasa2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
587	Copasa2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
588	Copel2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
589	Copel2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
590	Copel2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
591	Copel2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
592	Copel2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
593	Copel2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
594	Copel2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
595	Copel2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
596	Copesul2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
597	Copesul2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
598	Cor Ribeiro2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
599	Cor Ribeiro2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
600	Cor Ribeiro2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
601	Cor Ribeiro2010	Fam	Fam	Fam	GF
602	Cor Ribeiro2011	Fam	Fam	Fam	GF
603	Cor Ribeiro2012	Fam	Fam	Fam	GF
604	Cosan2009	Fam	Fam	Fam	GF
605	Cosan2010	Fam	Fam	Fam	GF
606	Cosan2011	Fam	Fam	Fam	GF
607	Cosan2012	Fam	Fam	Fam	GF
608	Cosern2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
609	Cosern2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
610	Cosern2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
611	Cosern2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
612	Cosern2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
613	Cosern2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
614	Cosern2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
615	Cosern2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
616	Coteminas2005	Fam	Fam	Fam	GF
617	Coteminas2006	Fam	Fam	Fam	GF
618	Coteminas2007	Fam	Fam	Fam	GF
619	Coteminas2008	Fam	Fam	Fam	GF
620	Coteminas2009	Fam	Fam	Fam	GF
621	Coteminas2010	Fam	Fam	Fam	GF
622	Coteminas2011	Fam	Fam	Fam	GF
623	Coteminas2012	Fam	Fam	Fam	GF
624	CPFL Energia2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
625	CPFL Energia2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
626	CPFL Energia2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
627	CPFL Energia2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
628	CPFL Energia2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
629	CPFL Energia2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
630	CPFL Energia2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

631	CPFL Energia2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
632	CPFL Geracao2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
633	CPFL Geracao2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
634	CPFL Geracao2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
635	CPFL Geracao2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
636	CPFL Geracao2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
637	CPFL Geracao2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
638	CPFL Geracao2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
639	CPFL Geracao2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
640	CPFL Piratininga2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
641	CPFL Piratininga2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
642	CPFL Piratininga2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
643	CPFL Piratininga2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
644	CPFL Piratininga2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
645	CPFL Piratininga2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
646	CPFL Piratininga2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
647	CPFL Piratininga2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
648	Cr22006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
649	Cr22008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
650	Cr22009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
651	Cr22010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
652	Cr22011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
653	Cr22012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
654	Cremer2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
655	Cremer2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
656	Cremer2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
657	Cremer2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
658	Cremer2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
659	Cremer2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
660	Cremer2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
661	Cremer2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
662	Csu Cardsyst2005	Fam	Fam	Fam	GFF
663	Csu Cardsyst2006	Fam	Fam	Fam	GFF
664	Csu Cardsyst2007	Fam	Fam	Fam	GFF
665	Csu Cardsyst2008	Fam	Fam	Fam	GFF
666	Csu Cardsyst2009	Fam	Fam	Fam	GFF
667	Csu Cardsyst2010	Fam	Fam	Fam	GFF
668	Csu Cardsyst2011	Fam	Fam	Fam	GFF
669	Csu Cardsyst2012	Fam	Fam	Fam	GFF
670	Cyre Com-Ccp2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
671	Cyre Com-Ccp2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
672	Cyre Com-Ccp2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
673	Cyre Com-Ccp2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
674	Cyre Com-Ccp2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
675	Cyre Com-Ccp2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
676	Cyrela Realt2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
677	Cyrela Realt2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
678	Cyrela Realt2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
679	Cyrela Realt2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
680	Cyrela Realt2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
681	Cyrela Realt2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
682	Cyrela Realt2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
683	Cyrela Realt2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF

684	Dasa2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
685	Dasa2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
686	Dasa2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
687	Dasa2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
688	Dasa2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
689	Dasa2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
690	Dasa2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
691	Datasul2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
692	Datasul2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
693	Desenvix2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
694	Desenvix2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
695	DHB2005	Fam	Fam	Fam	GFF
696	DHB2006	Fam	Fam	Fam	GFF
697	DHB2007	Fam	Fam	Fam	GFF
698	DHB2008	Fam	Fam	Fam	GFF
699	DHB2009	Fam	Fam	Fam	GFF
700	DHB2010	Fam	Fam	Fam	GFF
701	DHB2011	Fam	Fam	Fam	GFF
702	DHB2012	Fam	Fam	Fam	GFF
703	Dimed2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
704	Dimed2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
705	Dimed2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
706	Dimed2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
707	Dimed2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
708	Dimed2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
709	Dimed2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
710	Dimed2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
711	Dinamica Ene2007	Fam	Fam	Fam	GFF
712	Dinamica Ene2008	Fam	Fam	Fam	GFF
713	Dinamica Ene2009	Fam	Fam	Fam	GFF
714	Dinamica Ene2010	Fam	Fam	Fam	GFF
715	Dinamica Ene2011	Fam	Fam	Fam	GFF
716	Dinamica Ene2012	Fam	Fam	Fam	GFF
717	Direcional2006	Fam	Fam	Fam	GFF
718	Direcional2007	Fam	Fam	Fam	GFF
719	Direcional2009	Fam	Fam	Fam	GFF
720	Direcional2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
721	Direcional2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
722	Direcional2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
723	Dixie Toga2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
724	Dixie Toga2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
725	Dixie Toga2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
726	Dixie Toga2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
727	Dixie Toga2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
728	Dixie Toga2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
729	Doc Imbituba2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
730	Doc Imbituba2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
731	Doc Imbituba2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
732	Doc Imbituba2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
733	Doc Imbituba2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
734	Docas2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
735	Docas2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
736	Docas2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF

737	Docas2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
738	Docas2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
739	Docas2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
740	Docas2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
741	Dohler2005	Fam	Fam	Fam	GF
742	Dohler2006	Fam	Fam	Fam	GF
743	Dohler2007	Fam	Fam	Fam	GF
744	Dohler2008	Fam	Fam	Fam	GF
745	Dohler2009	Fam	Fam	Fam	GF
746	Dohler2010	Fam	Fam	Fam	GF
747	Dohler2011	Fam	Fam	Fam	GF
748	Dohler2012	Fam	Fam	Fam	GF
749	Dtcom Direct2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
750	Dtcom Direct2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
751	Dtcom Direct2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
752	Dtcom Direct2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
753	Dtcom Direct2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
754	Dtcom Direct2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
755	Dtcom Direct2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
756	Dtcom Direct2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
757	Duratex2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
758	Duratex2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
759	Duratex2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
760	Duratex2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
761	Duratex2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
762	Duratex2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
763	Duratex-Old2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
764	Duratex-Old2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
765	Duratex-Old2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
766	Duratex-Old2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
767	Ecorodovias2005	Fam	Fam	Fam	GP
768	Ecorodovias2006	Fam	Fam	Fam	GP
769	Ecorodovias2007	Fam	Fam	Fam	GP
770	Ecorodovias2008	Fam	Fam	Fam	GF
771	Ecorodovias2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
772	Ecorodovias2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
773	Ecorodovias2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
774	Ecorodovias2012	Fam	Fam	Fam	GF
775	Elekeiroz2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
776	Elekeiroz2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
777	Elekeiroz2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
778	Elekeiroz2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
779	Elekeiroz2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
780	Elekeiroz2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
781	Elekeiroz2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
782	Elekeiroz2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
783	Elektro2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
784	Elektro2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
785	Elektro2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
786	Elektro2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
787	Elektro2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
788	Elektro2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
789	Elektro2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

790	Elektro2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
791	Elektrobras2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
792	Elektrobras2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
793	Elektrobras2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
794	Elektrobras2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
795	Elektrobras2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
796	Elektrobras2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
797	Elektrobras2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
798	Elektrobras2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
799	Eletropar2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
800	Eletropar2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
801	Eletropar2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
802	Eletropar2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
803	Eletropar2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
804	Eletropar2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
805	Eletropar2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
806	Eletropar2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
807	Eletropaulo2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
808	Eletropaulo2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
809	Eletropaulo2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
810	Eletropaulo2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
811	Eletropaulo2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
812	Eletropaulo2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
813	Eletropaulo2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
814	Eletropaulo2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
815	Eleva2005	Fam	Fam	Fam	GFF
816	Eleva2006	Fam	Fam	Fam	GFF
817	Eleva2007	Fam	Fam	Fam	GFF
818	Eluma2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
819	Eluma2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
820	Eluma2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
821	Eluma2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
822	Emae2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
823	Emae2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
824	Emae2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
825	Emae2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
826	Emae2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
827	Emae2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
828	Emae2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
829	Emae2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
830	Embraer2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
831	Embraer2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
832	Embraer2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
833	Embraer2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
834	Embraer2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
835	Embraer2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
836	Embraer2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
837	Embraer2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
838	Embratel Part2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
839	Embratel Part2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
840	Embratel Part2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
841	Embratel Part2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
842	Embratel Part2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	



843	Embratel Part2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
844	Embratel Part2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
845	Embratel Part2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
846	Encorpar2005	Fam	Fam	Fam	GF
847	Encorpar2006	Fam	Fam	Fam	GF
848	Encorpar2007	Fam	Fam	Fam	GF
849	Encorpar2008	Fam	Fam	Fam	GF
850	Encorpar2009	Fam	Fam	Fam	GF
851	Encorpar2011	Fam	Fam	Fam	GF
852	Encorpar2012	Fam	Fam	Fam	GF
853	Energias BR2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
854	Energias BR2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
855	Energias BR2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
856	Energias BR2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
857	Energias BR2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
858	Energias BR2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
859	Energias BR2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
860	Energias BR2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
861	Energisa2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
862	Energisa2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
863	Energisa2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
864	Energisa2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
865	Energisa2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
866	Energisa2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
867	Energisa2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
868	Energisa2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
869	Enersul2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
870	Enersul2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
871	Enersul2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
872	Enersul2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
873	Enersul2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
874	Enersul2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
875	Enersul2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
876	Enersul2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
877	Equatorial2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
878	Equatorial2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
879	Equatorial2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
880	Equatorial2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
881	Equatorial2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
882	Equatorial2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
883	Escelsa2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
884	Escelsa2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
885	Escelsa2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
886	Escelsa2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
887	Escelsa2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
888	Escelsa2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
889	Escelsa2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
890	Escelsa2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
891	Estacio Part2007	Fam	Fam	Fam	GF
892	Estacio Part2008	Fam	Fam	Fam	GF
893	Estacio Part2009	Fam	Fam	Fam	GF
894	Estacio Part2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
895	Estacio Part2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

896	Estacio Part2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
897	Estrela2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
898	Estrela2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
899	Estrela2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
900	Estrela2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
901	Estrela2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
902	Estrela2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
903	Estrela2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
904	Estrela2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
905	Eternit2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
906	Eternit2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
907	Eternit2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
908	Eternit2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
909	Eternit2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
910	Eternit2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
911	Eternit2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
912	Eternit2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
913	Eucatex2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
914	Eucatex2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
915	Eucatex2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
916	Eucatex2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
917	Eucatex2009	Fam	Fam	Fam	GF
918	Eucatex2010	Fam	Fam	Fam	GF
919	Eucatex2011	Fam	Fam	Fam	GF
920	Eucatex2012	Fam	Fam	Fam	GF
921	Even2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
922	Even2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
923	Even2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
924	Even2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
925	Even2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
926	Even2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
927	Even2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
928	Excelsior2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
929	Excelsior2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
930	Excelsior2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
931	Excelsior2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
932	Excelsior2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
933	Excelsior2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
934	Excelsior2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
935	Excelsior2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
936	Eztec2006	Fam	Fam	Fam	GFF
937	Eztec2008	Fam	Fam	Fam	GFF
938	Eztec2009	Fam	Fam	Fam	GFF
939	Eztec2010	Fam	Fam	Fam	GFF
940	Eztec2011	Fam	Fam	Fam	GFF
941	Eztec2012	Fam	Fam	Fam	GFF
942	Fab C Renaux2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
943	Fab C Renaux2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
944	Fab C Renaux2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
945	Fab C Renaux2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
946	Fab C Renaux2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
947	Fab C Renaux2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
948	Fab C Renaux2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF

949	Fer Heringer2006	Fam	Fam	Fam	GFF
950	Fer Heringer2007	Fam	Fam	Fam	GFF
951	Fer Heringer2008	Fam	Fam	Fam	GFF
952	Fer Heringer2009	Fam	Fam	Fam	GFF
953	Fer Heringer2010	Fam	Fam	Fam	GFF
954	Fer Heringer2011	Fam	Fam	Fam	GFF
955	Fer Heringer2012	Fam	Fam	Fam	GFF
956	Ferbasa2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
957	Ferbasa2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
958	Ferbasa2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
959	Ferbasa2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
960	Ferbasa2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
961	Ferbasa2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
962	Ferbasa2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
963	Ferbasa2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
964	Fertibras2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
965	Fibam2005	Fam	Fam	Fam	GF
966	Fibam2006	Fam	Fam	Fam	GF
967	Fibam2007	Fam	Fam	Fam	GF
968	Fibam2008	Fam	Fam	Fam	GF
969	Fibam2009	Fam	Fam	Fam	GF
970	Fibam2010	Fam	Fam	Fam	GF
971	Fibam2011	Fam	Fam	Fam	GF
972	Fibam2012	Fam	Fam	Fam	GF
973	Fibria2005	Fam	Fam	Fam	GFF
974	Fibria2006	Fam	Fam	Fam	GFF
975	Fibria2007	Fam	Fam	Fam	GP
976	Fibria2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
977	Fibria2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
978	Fibria2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
979	Fibria2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
980	Fleury2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
981	Fleury2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
982	Fleury2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
983	Forja Taurus2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
984	Forja Taurus2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
985	Forja Taurus2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
986	Forja Taurus2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
987	Forja Taurus2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
988	Forja Taurus2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
989	Forja Taurus2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
990	Forja Taurus2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
991	Fras-Le2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
992	Fras-Le2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
993	Fras-Le2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
994	Fras-Le2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
995	Fras-Le2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
996	Fras-Le2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
997	Fras-Le2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
998	Fras-Le2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
999	Gafisa2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1000	Gafisa2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1001	Gafisa2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1002	Gafisa2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1003	Gafisa2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1004	Gafisa2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1005	Gafisa2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1006	Gafisa2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1007	Gazola2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1008	Gazola2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1009	Gazola2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1010	Gazola2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1011	Generalshopp2007	Fam	Fam	Fam	GF
1012	Generalshopp2008	Fam	Fam	Fam	GF
1013	Generalshopp2009	Fam	Fam	Fam	GF
1014	Generalshopp2010	Fam	Fam	Fam	GF
1015	Generalshopp2011	Fam	Fam	Fam	GF
1016	Generalshopp2012	Fam	Fam	Fam	GF
1017	Ger Paranap2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1018	Ger Paranap2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1019	Ger Paranap2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1020	Ger Paranap2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1021	Ger Paranap2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1022	Ger Paranap2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1023	Ger Paranap2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1024	Ger Paranap2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1025	Gerdau2005	Fam	Fam	Fam	GF
1026	Gerdau2006	Fam	Fam	Fam	GF
1027	Gerdau2007	Fam	Fam	Fam	GF
1028	Gerdau2008	Fam	Fam	Fam	GF
1029	Gerdau2009	Fam	Fam	Fam	GF
1030	Gerdau2010	Fam	Fam	Fam	GF
1031	Gerdau2011	Fam	Fam	Fam	GF
1032	Gerdau2012	Fam	Fam	Fam	GF
1033	Gerdau Met2005	Fam	Fam	Fam	GF
1034	Gerdau Met2006	Fam	Fam	Fam	GF
1035	Gerdau Met2007	Fam	Fam	Fam	GF
1036	Gerdau Met2008	Fam	Fam	Fam	GF
1037	Gerdau Met2009	Fam	Fam	Fam	GF
1038	Gerdau Met2010	Fam	Fam	Fam	GF
1039	Gerdau Met2011	Fam	Fam	Fam	GF
1040	Gerdau Met2012	Fam	Fam	Fam	GF
1041	Gol2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1042	Gol2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1043	Gol2007	Fam	Fam	Fam	GF
1044	Gol2008	Fam	Fam	Fam	GF
1045	Gol2009	Fam	Fam	Fam	GF
1046	Gol2010	Fam	Fam	Fam	GF
1047	Gol2011	Fam	Fam	Fam	GF
1048	Gol2012	Fam	Fam	Fam	GF
1049	GPC Part2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1050	GPC Part2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1051	GPC Part2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1052	GPC Part2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1053	GPC Part2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1054	GPC Part2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF

1055	GPC Part2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1056	GPC Part2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1057	Grazziotin2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1058	Grazziotin2006	Fam	Fam	Fam	GF
1059	Grazziotin2007	Fam	Fam	Fam	GF
1060	Grazziotin2008	Fam	Fam	Fam	GF
1061	Grazziotin2009	Fam	Fam	Fam	GF
1062	Grazziotin2010	Fam	Fam	Fam	GF
1063	Grazziotin2011	Fam	Fam	Fam	GF
1064	Grazziotin2012	Fam	Fam	Fam	GF
1065	Granoleo2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1066	Granoleo2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1067	Grendene2005	Fam	Fam	Fam	GF
1068	Grendene2006	Fam	Fam	Fam	GF
1069	Grendene2007	Fam	Fam	Fam	GF
1070	Grendene2008	Fam	Fam	Fam	GF
1071	Grendene2009	Fam	Fam	Fam	GF
1072	Grendene2010	Fam	Fam	Fam	GF
1073	Grendene2011	Fam	Fam	Fam	GF
1074	Grendene2012	Fam	Fam	Fam	GF
1075	Grucai2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1076	Grucai2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1077	Grucai2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1078	Grucai2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1079	Grucai2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1080	Guararapes2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1081	Guararapes2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1082	Guararapes2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1083	Guararapes2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1084	Guararapes2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1085	Guararapes2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1086	Guararapes2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1087	Guararapes2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1088	Guarani2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1089	Guarani2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1090	GVT Holding2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1091	GVT Holding2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1092	GVT Holding2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1093	GVT Holding2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1094	Habitasul2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1095	Habitasul2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1096	Habitasul2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1097	Habitasul2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1098	Habitasul2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1099	Habitasul2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1100	Habitasul2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1101	Habitasul2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1102	Haga S/A2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1103	Haga S/A2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1104	Haga S/A2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1105	Haga S/A2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1106	Haga S/A2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1107	Haga S/A2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1108	Haga S/A2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1109	Haga S/A2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1110	Harpia Part2012	Fam	Fam	Fam	GP
1111	Helbor2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1112	Helbor2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1113	Helbor2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1114	Helbor2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1115	Helbor2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1116	Helbor2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1117	Helbor2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1118	Hercules2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1119	Hercules2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1120	Hercules2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1121	Hercules2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1122	Hercules2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1123	Hercules2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1124	Hercules2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1125	Hercules2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1126	Hoteis Othon2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1127	Hoteis Othon2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1128	Hoteis Othon2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1129	Hoteis Othon2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1130	Hoteis Othon2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1131	Hrt Petroleo2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1132	Hrt Petroleo2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1133	Hrt Petroleo2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1134	Hypermarcas2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1135	Hypermarcas2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1136	Hypermarcas2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1137	Hypermarcas2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1138	Hypermarcas2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1139	Hypermarcas2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1140	Ideiasnet2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1141	Ideiasnet2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1142	Ideiasnet2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1143	Ideiasnet2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1144	Ideiasnet2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1145	IGB S/A2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1146	IGB S/A2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1147	IGB S/A2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1148	IGB S/A2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1149	IGB S/A2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1150	Iguacu Cafe2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1151	Iguacu Cafe2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1152	Iguacu Cafe2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1153	Iguacu Cafe2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1154	Iguacu Cafe2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1155	Iguacu Cafe2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1156	Iguacu Cafe2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1157	Iguacu Cafe2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1158	Iguatemi2005	Fam	Fam	Fam	GF
1159	Iguatemi2006	Fam	Fam	Fam	GF
1160	Iguatemi2008	Fam	Fam	Fam	GF

1161	Iguatemi2009	Fam	Fam	Fam	GF
1162	Iguatemi2010	Fam	Fam	Fam	GF
1163	Iguatemi2011	Fam	Fam	Fam	GF
1164	Iguatemi2012	Fam	Fam	Fam	GF
1165	Imc Holdings2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1166	Imc Holdings2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1167	Imc Holdings2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1168	Ind Cataguas2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1169	Ind Cataguas2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1170	Ind Cataguas2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1171	Ind Cataguas2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1172	Ind Cataguas2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1173	Ind Cataguas2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1174	Ind Cataguas2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1175	Ind Cataguas2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1176	Inds Romi2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1177	Inds Romi2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1178	Inds Romi2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1179	Inds Romi2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1180	Inds Romi2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1181	Inds Romi2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1182	Inds Romi2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1183	Inds Romi2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1184	Inepar2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1185	Inepar2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1186	Inepar2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1187	Inepar2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1188	Inepar2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1189	Inepar2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1190	Inepar2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1191	Inepar2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1192	Invest Bemge2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1193	Invest Bemge2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1194	Invest Bemge2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1195	Invest Bemge2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1196	Invest Bemge2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1197	Invest Bemge2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1198	Invest Bemge2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1199	Invest Bemge2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1200	Iochnp-Maxion2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1201	Iochnp-Maxion2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1202	Iochnp-Maxion2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1203	Iochnp-Maxion2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1204	Iochnp-Maxion2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1205	Iochnp-Maxion2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1206	Iochnp-Maxion2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1207	Ipiranga Dis2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1208	Ipiranga Dis2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1209	Ipiranga Dis2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1210	Ipiranga Pet2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1211	Ipiranga Pet2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1212	Ipiranga Ref2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1213	Ipiranga Ref2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1214	Ipiranga Ref2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1215	Itausa2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1216	Itausa2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1217	Itausa2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1218	Itausa2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1219	Itausa2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1220	Itausa2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1221	Itausa2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1222	Itautec2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1223	Itautec2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1224	Itautec2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1225	Itautec2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1226	Itautec2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1227	Itautec2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1228	Itautec2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1229	Itautec2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1230	Ivi2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1231	Ivi2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1232	J B Duarte2005	Fam	Fam	Fam	GF
1233	J B Duarte2006	Fam	Fam	Fam	GF
1234	J B Duarte2007	Fam	Fam	Fam	GF
1235	J B Duarte2008	Fam	Fam	Fam	GF
1236	J B Duarte2009	Fam	Fam	Fam	GF
1237	J B Duarte2010	Fam	Fam	Fam	GF
1238	J B Duarte2011	Fam	Fam	Fam	GF
1239	J B Duarte2012	Fam	Fam	Fam	GF
1240	JBS2006	Fam	Fam	Fam	GF
1241	JBS2008	Fam	Fam	Fam	GF
1242	JBS2010	Fam	Fam	Fam	GF
1243	JBS2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1244	JBS2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1245	Jereissati2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1246	Jereissati2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1247	Jereissati2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1248	Jereissati2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1249	Jereissati2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1250	Jereissati2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1251	Jereissati2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1252	JHSF Part2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1253	JHSF Part2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1254	JHSF Part2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1255	JHSF Part2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1256	JHSF Part2011	Fam	Fam	Fam	GF
1257	JHSF Part2012	Fam	Fam	Fam	GF
1258	Joao Fortes2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1259	Joao Fortes2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1260	Joao Fortes2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1261	Joao Fortes2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1262	Joao Fortes2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1263	Joao Fortes2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1264	Joao Fortes2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1265	Joao Fortes2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1266	Josapar2005	Fam	Fam	Fam	GF



1267	Josapar2006	Fam	Fam	Fam	GF
1268	Josapar2007	Fam	Fam	Fam	GF
1269	Josapar2008	Fam	Fam	Fam	GF
1270	Josapar2009	Fam	Fam	Fam	GF
1271	Josapar2010	Fam	Fam	Fam	GF
1272	Josapar2011	Fam	Fam	Fam	GF
1273	Josapar2012	Fam	Fam	Fam	GF
1274	JSL2009	Fam	Fam	Fam	GF
1275	JSL2010	Fam	Fam	Fam	GF
1276	JSL2011	Fam	Fam	Fam	GF
1277	JSL2012	Fam	Fam	Fam	GF
1278	Karsten2005	Fam	Fam	Fam	GF
1279	Karsten2006	Fam	Fam	Fam	GF
1280	Karsten2007	Fam	Fam	Fam	GF
1281	Karsten2008	Fam	Fam	Fam	GF
1282	Karsten2009	Fam	Fam	Fam	GF
1283	Karsten2010	Fam	Fam	Fam	GF
1284	Karsten2011	Fam	Fam	Fam	GF
1285	Karsten2012	Fam	Fam	Fam	GF
1286	Kepler Weber2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1287	Kepler Weber2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1288	Kepler Weber2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1289	Kepler Weber2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1290	Kepler Weber2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1291	Kepler Weber2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1292	Kepler Weber2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1293	Kepler Weber2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1294	Klabin S/A2005	Fam	Fam	Fam	GF
1295	Klabin S/A2006	Fam	Fam	Fam	GF
1296	Klabin S/A2007	Fam	Fam	Fam	GF
1297	Klabin S/A2008	Fam	Fam	Fam	GF
1298	Klabin S/A2009	Fam	Fam	Fam	GF
1299	Klabin S/A2010	Fam	Fam	Fam	GF
1300	Klabin S/A2011	Fam	Fam	Fam	GF
1301	Klabin S/A2012	Fam	Fam	Fam	GF
1302	Klabinsegall2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1303	Klabinsegall2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1304	Klabinsegall2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1305	Klabinsegall2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1306	Kroton2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1307	Kroton2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1308	Kroton2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1309	Kroton2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1310	Kroton2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1311	Kuala2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1312	La Fonte Tel2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1313	La Fonte Tel2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1314	La Fonte Tel2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1315	La Fonte Tel2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1316	La Fonte Tel2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1317	La Fonte Tel2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1318	La Fonte Tel2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1319	Lark Maqs2005	Fam	Fam	Fam	GFF

1320	Lark Maqs2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1321	Lark Maqs2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1322	Lark Maqs2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1323	Lark Maqs2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1324	Lark Maqs2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1325	Le Lis Blanc2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1326	Le Lis Blanc2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1327	Le Lis Blanc2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1328	Le Lis Blanc2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1329	Le Lis Blanc2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1330	Leco2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1331	Leco2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1332	Leco2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1333	LF Tel2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1334	LF Tel2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1335	LF Tel2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1336	LF Tel2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1337	LF Tel2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1338	LF Tel2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1339	LF Tel2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1340	Light S/A2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1341	Light S/A2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1342	Light S/A2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1343	Light S/A2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1344	Light S/A2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1345	Light S/A2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1346	Light S/A2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1347	Light S/A2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1348	Linx2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1349	Litel2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1350	Litel2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1351	Litel2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1352	Litel2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1353	Litel2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1354	Litel2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1355	Litel2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1356	Livr Globo2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1357	Livr Globo2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1358	Lix da Cunha2005	Fam	Fam	Fam	GF
1359	Lix da Cunha2006	Fam	Fam	Fam	GF
1360	Lix da Cunha2007	Fam	Fam	Fam	GF
1361	Lix da Cunha2008	Fam	Fam	Fam	GF
1362	Lix da Cunha2009	Fam	Fam	Fam	GF
1363	Lix da Cunha2010	Fam	Fam	Fam	GF
1364	Lix da Cunha2011	Fam	Fam	Fam	GF
1365	Lix da Cunha2012	Fam	Fam	Fam	GF
1366	LLX Log2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1367	LLX Log2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1368	LLX Log2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1369	LLX Log2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1370	LLX Log2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1371	Localiza2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1372	Localiza2006	Fam	Fam	Fam	GFF

1373	Localiza2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1374	Localiza2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1375	Localiza2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1376	Localiza2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1377	Localiza2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1378	Localiza2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1379	Locamerica2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1380	Locamerica2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1381	Log-In2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1382	Log-In2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1383	Log-In2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1384	Log-In2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1385	Log-In2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1386	Log-In2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1387	Lojas Americ2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1388	Lojas Americ2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1389	Lojas Americ2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1390	Lojas Americ2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1391	Lojas Americ2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1392	Lojas Americ2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1393	Lojas Americ2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1394	Lojas Americ2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1395	Lojas Hering2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	
1396	Lojas Hering2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1397	Lojas Hering2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1398	Lojas Hering2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1399	Lojas Hering2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1400	Lojas Hering2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1401	Lojas Hering2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1402	Lojas Marisa2006	Fam	Fam	Fam	GF
1403	Lojas Marisa2007	Fam	Fam	Fam	GF
1404	Lojas Marisa2008	Fam	Fam	Fam	GF
1405	Lojas Marisa2009	Fam	Fam	Fam	GF
1406	Lojas Marisa2010	Fam	Fam	Fam	GF
1407	Lojas Marisa2011	Fam	Fam	Fam	GF
1408	Lojas Marisa2012	Fam	Fam	Fam	GF
1409	Lojas Renner2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1410	Lojas Renner2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1411	Lojas Renner2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1412	Lojas Renner2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1413	Lojas Renner2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1414	Lojas Renner2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1415	Lojas Renner2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1416	Lojas Renner2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1417	Lopes Brasil2007	Fam	Fam	Fam	GF
1418	Lopes Brasil2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1419	Lopes Brasil2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1420	Lopes Brasil2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1421	Lupatech2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1422	Lupatech2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1423	Lupatech2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1424	Lupatech2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1425	Lupatech2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1426	Lupatech2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1427	Lupatech2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1428	M G Poliest2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1429	M G Poliest2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1430	M G Poliest2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1431	M G Poliest2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1432	M G Poliest2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1433	M G Poliest2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1434	M G Poliest2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1435	M G Poliest2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1436	M.Diasbranco2005	Fam	Fam	Fam	GF
1437	M.Diasbranco2006	Fam	Fam	Fam	GF
1438	M.Diasbranco2007	Fam	Fam	Fam	GF
1439	M.Diasbranco2008	Fam	Fam	Fam	GF
1440	M.Diasbranco2009	Fam	Fam	Fam	GF
1441	M.Diasbranco2010	Fam	Fam	Fam	GF
1442	M.Diasbranco2011	Fam	Fam	Fam	GF
1443	M.Diasbranco2012	Fam	Fam	Fam	GF
1444	Magaz Luiza2011	Fam	Fam	Fam	GF
1445	Magaz Luiza2012	Fam	Fam	Fam	GF
1446	Magnesita2005	Fam	Fam	Fam	GF
1447	Magnesita2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1448	Magnesita SA2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1449	Magnesita SA2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1450	Magnesita SA2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1451	Magnesita SA2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1452	Magnesita SA2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1453	Mangels Indl2005	Fam	Fam	Fam	GF
1454	Mangels Indl2006	Fam	Fam	Fam	GF
1455	Mangels Indl2007	Fam	Fam	Fam	GF
1456	Mangels Indl2008	Fam	Fam	Fam	GF
1457	Mangels Indl2009	Fam	Fam	Fam	GF
1458	Mangels Indl2010	Fam	Fam	Fam	GF
1459	Mangels Indl2011	Fam	Fam	Fam	GF
1460	Mangels Indl2012	Fam	Fam	Fam	GF
1461	Marambaia2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1462	Marambaia2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1463	Marambaia2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1464	Marambaia2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1465	Marambaia2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1466	Marcopolo2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1467	Marcopolo2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1468	Marcopolo2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1469	Marcopolo2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1470	Marcopolo2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1471	Marcopolo2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1472	Marcopolo2011	Fam	Fam	Fam	GF
1473	Marcopolo2012	Fam	Fam	Fam	GF
1474	Marfrig2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1475	Marfrig2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1476	Marfrig2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1477	Marfrig2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1478	Marfrig2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF

1479	Marfrig2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1480	Marisol2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1481	Marisol2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1482	Marisol2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1483	Marisol2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1484	Marisol2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1485	Marisol2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1486	Marisol2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1487	Medial Saude2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1488	Medial Saude2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1489	Medial Saude2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1490	Medial Saude2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1491	Melhor SP2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1492	Melhor SP2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1493	Melhor SP2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1494	Melhor SP2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1495	Melhor SP2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1496	Melhor SP2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1497	Melhor SP2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1498	Melhor SP2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1499	Melpaper2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1500	Melpaper2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1501	Melpaper2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1502	Melpaper2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1503	Mendes Jr2005	Fam	Fam	Fam	GF
1504	Mendes Jr2006	Fam	Fam	Fam	GF
1505	Mendes Jr2007	Fam	Fam	Fam	GF
1506	Mendes Jr2008	Fam	Fam	Fam	GF
1507	Mendes Jr2009	Fam	Fam	Fam	GF
1508	Mendes Jr2010	Fam	Fam	Fam	GF
1509	Mendes Jr2011	Fam	Fam	Fam	GF
1510	Mendes Jr2012	Fam	Fam	Fam	GF
1511	Met Duque2005	Fam	Fam	Fam	GF
1512	Met Duque2006	Fam	Fam	Fam	GF
1513	Met Duque2007	Fam	Fam	Fam	GF
1514	Met Duque2008	Fam	Fam	Fam	GF
1515	Met Duque2009	Fam	Fam	Fam	GF
1516	Met Duque2010	Fam	Fam	Fam	GF
1517	Met Duque2011	Fam	Fam	Fam	GF
1518	Met Duque2012	Fam	Fam	Fam	GF
1519	Metal Iguacu2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1520	Metal Iguacu2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1521	Metal Iguacu2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1522	Metal Iguacu2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1523	Metal Iguacu2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1524	Metal Iguacu2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1525	Metal Iguacu2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1526	Metal Iguacu2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1527	Metal Leve2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1528	Metal Leve2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1529	Metal Leve2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1530	Metal Leve2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1531	Metal Leve2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1532	Metal Leve2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1533	Metal Leve2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1534	Metal Leve2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1535	Metalfrio2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1536	Metalfrio2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1537	Metalfrio2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1538	Metalfrio2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1539	Metalfrio2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1540	Metalfrio2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1541	Metisa2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1542	Metisa2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1543	Metisa2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1544	Metisa2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1545	Metisa2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1546	Metisa2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1547	Metisa2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1548	Metisa2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1549	Micheletto2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1550	Micheletto2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1551	Micheletto2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1552	Millennium2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1553	Millennium2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1554	Millennium2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1555	Millennium2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1556	Millennium2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1557	Millennium2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1558	Millennium2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1559	Millennium2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1560	Mills2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1561	Mills2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1562	Mills2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1563	Minasmaquinas2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1564	Minasmaquinas2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1565	Minasmaquinas2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1566	Minasmaquinas2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1567	Minasmaquinas2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1568	Minasmaquinas2010	Fam	Fam	Fam	GF
1569	Minasmaquinas2011	Fam	Fam	Fam	GF
1570	Minasmaquinas2012	Fam	Fam	Fam	GF
1571	Minerva2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1572	Minerva2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1573	Minerva2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1574	Minerva2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1575	Minerva2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1576	Minerva2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1577	Minerva2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1578	Minupar2005	Fam	Fam	Fam	GF
1579	Minupar2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1580	Minupar2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1581	Minupar2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1582	Minupar2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1583	MMX Miner2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1584	MMX Miner2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF

1585	MMX Miner2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1586	MMX Miner2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1587	Mont Aranha2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1588	Mont Aranha2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1589	Mont Aranha2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1590	Mont Aranha2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1591	Mont Aranha2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1592	Mont Aranha2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1593	Mont Aranha2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1594	Mont Aranha2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1595	MPX Energia2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1596	MPX Energia2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1597	MPX Energia2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1598	MPX Energia2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1599	MPX Energia2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1600	MPX Energia2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1601	MRV2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1602	MRV2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1603	MRV2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1604	MRV2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1605	MRV2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1606	MRV2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1607	Multiplan2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1608	Multiplan2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1609	Multiplan2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1610	Multiplan2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1611	Multiplan2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1612	Multiplan2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1613	Multiplus2010	Fam	Fam	Fam	GF
1614	Multiplus2011	Fam	Fam	Fam	GF
1615	Multiplus2012	Fam	Fam	Fam	GP
1616	Mundial2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1617	Mundial2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1618	Mundial2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1619	Mundial2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1620	Mundial2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1621	Mundial2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1622	Mundial2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1623	Mundial2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1624	Nadir Figuei2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1625	Nadir Figuei2006	Fam	Fam	Fam	GF
1626	Nadir Figuei2007	Fam	Fam	Fam	GF
1627	Nadir Figuei2008	Fam	Fam	Fam	GF
1628	Nadir Figuei2009	Fam	Fam	Fam	GF
1629	Nadir Figuei2010	Fam	Fam	Fam	GF
1630	Nadir Figuei2011	Fam	Fam	Fam	GF
1631	Nadir Figuei2012	Fam	Fam	Fam	GF
1632	Natura2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1633	Natura2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1634	Natura2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1635	Natura2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1636	Natura2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1637	Natura2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF

1638	Natura2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1639	Natura2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
1640	Neoenergia2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1641	Neoenergia2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1642	Neoenergia2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1643	Neoenergia2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1644	Neoenergia2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1645	Neoenergia2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1646	Neoenergia2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1647	Neoenergia2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1648	Net2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1649	Net2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1650	Net2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1651	Net2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1652	Net2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1653	Net2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1654	Net2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1655	Net2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1656	Nordon Met2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1657	Nordon Met2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1658	Nordon Met2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1659	Nordon Met2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1660	Nordon Met2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1661	Nordon Met2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1662	Nordon Met2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1663	Nordon Met2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1664	Nutriplant2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1665	Nutriplant2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1666	Nutriplant2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1667	Nutriplant2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1668	Nutriplant2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1669	Oderich2005	Fam	Fam	Fam	GF
1670	Oderich2006	Fam	Fam	Fam	GF
1671	Oderich2007	Fam	Fam	Fam	GF
1672	Oderich2008	Fam	Fam	Fam	GF
1673	Oderich2009	Fam	Fam	Fam	GF
1674	Oderich2010	Fam	Fam	Fam	GF
1675	Oderich2011	Fam	Fam	Fam	GF
1676	Oderich2012	Fam	Fam	Fam	GF
1677	Odontoprev2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1678	Odontoprev2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GFF
1679	Odontoprev2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1680	Odontoprev2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1681	Odontoprev2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1682	Odontoprev2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1683	OGX Petroleo2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1684	OGX Petroleo2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1685	OGX Petroleo2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1686	OGX Petroleo2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1687	OGX Petroleo2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1688	Oi2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1689	Oi2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1690	Oi2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	



1691	Oi2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1692	Oi2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1693	Oi2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1694	Oi2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1695	OSX Brasil2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1696	OSX Brasil2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1697	P.Acucar-Cbd2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1698	P.Acucar-Cbd2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1699	P.Acucar-Cbd2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1700	P.Acucar-Cbd2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1701	P.Acucar-Cbd2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1702	P.Acucar-Cbd2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1703	P.Acucar-Cbd2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1704	P.Acucar-Cbd2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1705	Panatlantica2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1706	Panatlantica2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1707	Panatlantica2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1708	Panatlantica2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1709	Panatlantica2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1710	Panatlantica2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1711	Panatlantica2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1712	Panatlantica2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1713	Par Al Bahia2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1714	Par Al Bahia2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1715	Par Al Bahia2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1716	Par Al Bahia2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1717	Par Al Bahia2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1718	Par Al Bahia2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1719	Par Al Bahia2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1720	Par Al Bahia2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1721	Paranapanema2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1722	Paranapanema2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1723	Paranapanema2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1724	Paranapanema2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1725	Paranapanema2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1726	Paranapanema2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1727	Paranapanema2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1728	Paul F Luz2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1729	Paul F Luz2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1730	Paul F Luz2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1731	Paul F Luz2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1732	Paul F Luz2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1733	Paul F Luz2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1734	Paul F Luz2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1735	Paul F Luz2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1736	PDG Realt2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1737	PDG Realt2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1738	PDG Realt2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1739	PDG Realt2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1740	PDG Realt2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1741	Pet Manguinh2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1742	Pet Manguinh2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1743	Pet Manguinh2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1744	Pet Manguinh2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1745	Pet Manguinh2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1746	Petrobras2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1747	Petrobras2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1748	Petrobras2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1749	Petrobras2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1750	Petrobras2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1751	Petrobras2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1752	Petrobras2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1753	Petrobras2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1754	Evora2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1755	Evora2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1756	Evora2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1757	Evora2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1758	Evora2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1759	Evora2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1760	Evora2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1761	Petroflex2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1762	Petroflex2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1763	Petroflex2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1764	Petroq Uniao2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1765	Petroq Uniao2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1766	Petroq Uniao2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1767	Petroquisa2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1768	Pettenati2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1769	Pettenati2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1770	Pettenati2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1771	Pettenati2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1772	Pettenati2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1773	Pettenati2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1774	Pettenati2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1775	Pettenati2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1776	Plascar Part2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1777	Plascar Part2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1778	Plascar Part2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1779	Plascar Part2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1780	Plascar Part2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1781	Plascar Part2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1782	Plascar Part2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1783	Plascar Part2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1784	Polpar2005	Fam	Fam	Fam	GF
1785	Polpar2006	Fam	Fam	Fam	GF
1786	Polpar2007	Fam	Fam	Fam	GF
1787	Polpar2008	Fam	Fam	Fam	GF
1788	Polpar2009	Fam	Fam	Fam	GF
1789	Polpar2011	Fam	Fam	Fam	GF
1790	Polpar2012	Fam	Fam	Fam	GF
1791	Portobello2005	Fam	Fam	Fam	GF
1792	Portobello2006	Fam	Fam	Fam	GF
1793	Portobello2007	Fam	Fam	Fam	GF
1794	Portobello2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1795	Portobello2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1796	Portobello2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF

1797	Portobello2011	Fam	Fam	Fam	GF
1798	Portobello2012	Fam	Fam	Fam	GF
1799	Portx2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1800	Portx2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1801	Positivo Inf2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1802	Positivo Inf2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1803	Positivo Inf2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1804	Positivo Inf2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1805	Positivo Inf2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1806	Positivo Inf2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1807	Positivo Inf2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1808	Pq Hopi Hari2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1809	Pq Hopi Hari2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1810	Pq Hopi Hari2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1811	Pq Hopi Hari2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1812	Pq Hopi Hari2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1813	Pq Hopi Hari2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1814	Pq Hopi Hari2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1815	Profarma2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1816	Profarma2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1817	Profarma2007	Fam	Fam	Fam	GF
1818	Profarma2008	Fam	Fam	Fam	GF
1819	Profarma2009	Fam	Fam	Fam	GF
1820	Profarma2010	Fam	Fam	Fam	GF
1821	Profarma2011	Fam	Fam	Fam	GF
1822	Profarma2012	Fam	Fam	Fam	GF
1823	Pronor2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1824	Pronor2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1825	Pronor2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1826	Pronor2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1827	Pronor2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1828	Pronor2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1829	Providencia2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1830	Providencia2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1831	Providencia2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1832	Providencia2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1833	Providencia2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1834	Providencia2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1835	Providencia2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1836	Qgep Part2011	Fam	Fam	Fam	GF
1837	Qgep Part2012	Fam	Fam	Fam	GF
1838	Qualicorp2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1839	Qualicorp2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1840	Quattor Petr2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1841	Quattor Petr2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1842	Quattor Petr2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1843	Quattor Petr2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1844	Quattor Petr2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1845	Raia2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1846	RaiaDrogasil2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1847	RaiaDrogasil2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1848	RaiaDrogasil2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1849	RaiaDrogasil2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

1850	RaiaDrogasil2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1851	RaiaDrogasil2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1852	RaiaDrogasil2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1853	Randon Part2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1854	Randon Part2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1855	Randon Part2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1856	Randon Part2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1857	Randon Part2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1858	Randon Part2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1859	Randon Part2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1860	Randon Part2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1861	Rasip Agro2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1862	Rasip Agro2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1863	Rasip Agro2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1864	Rasip Agro2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1865	Rasip Agro2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1866	Rasip Agro2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1867	Rasip Agro2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1868	Rasip Agro2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1869	Recrusul2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1870	Recrusul2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1871	Recrusul2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1872	Recrusul2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1873	Recrusul2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1874	Recrusul2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1875	Recrusul2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1876	Recrusul2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
1877	Rede Energia2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1878	Rede Energia2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1879	Rede Energia2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1880	Rede Energia2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1881	Rede Energia2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1882	Rede Energia2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1883	Rede Energia2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1884	Redecard2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1885	Redecard2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1886	Redecard2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
1887	Redecard2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
1888	Redecard2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
1889	Redecard2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GP
1890	Redentor2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1891	Redentor2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1892	Redentor2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1893	Renar2005	Fam	Fam	Fam	GF
1894	Renar2006	Fam	Fam	Fam	GF
1895	Renar2007	Fam	Fam	Fam	GF
1896	Renar2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1897	Renar2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1898	Renar2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1899	Renar2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1900	Renar2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1901	Renova2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1902	Renova2008	Fam	Fam	Fam	GFF

1903	Renova2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1904	Renova2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1905	Renova2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1906	Rimet2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1907	Rimet2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1908	Rimet2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1909	Rimet2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1910	Rimet2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1911	Rimet2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1912	Rimet2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1913	Rio Gde Ener2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1914	Rio Gde Ener2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1915	Rio Gde Ener2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1916	Rio Gde Ener2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1917	Rio Gde Ener2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1918	Rio Gde Ener2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1919	Rio Gde Ener2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1920	Rio Gde Ener2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1921	Riosulense2005	Fam	Fam	Fam	GFF
1922	Riosulense2006	Fam	Fam	Fam	GFF
1923	Riosulense2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1924	Riosulense2008	Fam	Fam	Fam	GFF
1925	Riosulense2009	Fam	Fam	Fam	GFF
1926	Riosulense2010	Fam	Fam	Fam	GFF
1927	Riosulense2011	Fam	Fam	Fam	GFF
1928	Riosulense2012	Fam	Fam	Fam	GFF
1929	Rodobensimob2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1930	Rodobensimob2008	Fam	Fam	Fam	GF
1931	Rodobensimob2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1932	Rodobensimob2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1933	Rodobensimob2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1934	Rodobensimob2012	Fam	Fam	Fam	GF
1935	Rossi Resid2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1936	Rossi Resid2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1937	Rossi Resid2007	Fam	Fam	Fam	GFF
1938	Rossi Resid2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1939	Rossi Resid2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1940	Rossi Resid2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1941	Rossi Resid2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1942	Rossi Resid2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
1943	Sabesp2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1944	Sabesp2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1945	Sabesp2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1946	Sabesp2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1947	Sabesp2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1948	Sabesp2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1949	Sabesp2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1950	Sabesp2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1951	Sadia S/A2005	Fam	Fam	Fam	GF
1952	Sadia S/A2006	Fam	Fam	Fam	GF
1953	Sadia S/A2007	Fam	Fam	Fam	GF
1954	Sanepar2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1955	Sanepar2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	

1956	Sanepar2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1957	Sanepar2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1958	Sanepar2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1959	Sanepar2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1960	Sanepar2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1961	Sanepar2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
1962	Santanense2005	Fam	Fam	Fam	GF
1963	Santanense2006	Fam	Fam	Fam	GF
1964	Santanense2007	Fam	Fam	Fam	GF
1965	Santanense2008	Fam	Fam	Fam	GF
1966	Santanense2009	Fam	Fam	Fam	GF
1967	Santanense2010	Fam	Fam	Fam	GF
1968	Santanense2011	Fam	Fam	Fam	GF
1969	Santanense2012	Fam	Fam	Fam	GF
1970	Santistextil2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1971	Santistextil2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
1972	Santos Bras2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1973	Santos Bras2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1974	Santos Bras2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1975	Santos Bras2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1976	Santos Bras2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
1977	Sao Carlos2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1978	Sao Carlos2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1979	Sao Carlos2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1980	Sao Carlos2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1981	Sao Carlos2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1982	Sao Carlos2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1983	Sao Carlos2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1984	Sao Carlos2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GP
1985	Sao Martinho2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1986	Sao Martinho2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1987	Sao Martinho2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1988	Sao Martinho2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1989	Sao Martinho2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1990	Sao Martinho2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
1991	Saraiva Livr2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1992	Saraiva Livr2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1993	Saraiva Livr2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1994	Saraiva Livr2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1995	Saraiva Livr2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1996	Saraiva Livr2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1997	Saraiva Livr2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1998	Saraiva Livr2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
1999	Sauipe2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2000	Sauipe2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2001	Sauipe2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2002	Sauipe2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2003	Sauipe2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2004	Sauipe2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2005	Sauipe2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2006	Savarg2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2007	Schlosser2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2008	Schlosser2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF

2009	Schlosser2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2010	Schlosser2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2011	Schlosser2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2012	Schlosser2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2013	Schlosser2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2014	Schulz2005	Fam	Fam	Fam	GFF
2015	Schulz2006	Fam	Fam	Fam	GFF
2016	Schulz2007	Fam	Fam	Fam	GFF
2017	Schulz2008	Fam	Fam	Fam	GFF
2018	Schulz2009	Fam	Fam	Fam	GF
2019	Schulz2010	Fam	Fam	Fam	GF
2020	Schulz2011	Fam	Fam	Fam	GF
2021	Schulz2012	Fam	Fam	Fam	GF
2022	Seb2007	Fam	Fam	Fam	GFF
2023	Seb2008	Fam	Fam	Fam	GFF
2024	Seb2009	Fam	Fam	Fam	GFF
2025	Semp2005	Fam	Fam	Fam	GFF
2026	Semp2006	Fam	Fam	Fam	GFF
2027	Semp2007	Fam	Fam	Fam	GFF
2028	Senior Sol2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2029	Sergen2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2030	Sergen2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2031	Sergen2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2032	Sergen2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2033	Sergen2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2034	Sergen2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2035	Sid Nacional2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2036	Sid Nacional2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2037	Sid Nacional2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2038	Sid Nacional2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2039	Sid Nacional2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2040	Sid Nacional2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2041	Sid Nacional2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2042	Sid Nacional2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2043	Sierrabrasil2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2044	Sierrabrasil2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2045	Sierrabrasil2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2046	SLC Agricola2006	Fam	Fam	Fam	GF
2047	SLC Agricola2007	Fam	Fam	Fam	GF
2048	SLC Agricola2008	Fam	Fam	Fam	GF
2049	SLC Agricola2009	Fam	Fam	Fam	GF
2050	SLC Agricola2010	Fam	Fam	Fam	GF
2051	SLC Agricola2011	Fam	Fam	Fam	GF
2052	SLC Agricola2012	Fam	Fam	Fam	GF
2053	Sondotecnica2005	Fam	Fam	Fam	GFF
2054	Sondotecnica2006	Fam	Fam	Fam	GFF
2055	Sondotecnica2007	Fam	Fam	Fam	GFF
2056	Sondotecnica2008	Fam	Fam	Fam	GFF
2057	Sondotecnica2009	Fam	Fam	Fam	GFF
2058	Sondotecnica2010	Fam	Fam	Fam	GFF
2059	Sondotecnica2011	Fam	Fam	Fam	GFF
2060	Souza Cruz2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2061	Souza Cruz2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

2062	Souza Cruz2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2063	Souza Cruz2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2064	Souza Cruz2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2065	Souza Cruz2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2066	Souza Cruz2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2067	Souza Cruz2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2068	Springer2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2069	Springer2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2070	Springer2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2071	Springer2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2072	Springer2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2073	Springer2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2074	Springer2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2075	Springer2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2076	Springs2006	Fam	Fam	Fam	GF
2077	Springs2007	Fam	Fam	Fam	GF
2078	Springs2008	Fam	Fam	Fam	GF
2079	Springs2009	Fam	Fam	Fam	GF
2080	Springs2010	Fam	Fam	Fam	GF
2081	Springs2011	Fam	Fam	Fam	GF
2082	Springs2012	Fam	Fam	Fam	GF
2083	SPTuris2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2084	SPTuris2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2085	SPTuris2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2086	SPTuris2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2087	SPTuris2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2088	SPTuris2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2089	SPTuris2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2090	SPTuris2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2091	Submarino2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2092	Sultepa2005	Fam	Fam	Fam	GF
2093	Sultepa2006	Fam	Fam	Fam	GF
2094	Sultepa2007	Fam	Fam	Fam	GF
2095	Sultepa2008	Fam	Fam	Fam	GF
2096	Sultepa2009	Fam	Fam	Fam	GF
2097	Sultepa2010	Fam	Fam	Fam	GF
2098	Sultepa2011	Fam	Fam	Fam	GF
2099	Sultepa2012	Fam	Fam	Fam	GF
2100	Suzano Hold2005	Fam	Fam	Fam	GF
2101	Suzano Hold2006	Fam	Fam	Fam	GF
2102	Suzano Hold2007	Fam	Fam	Fam	GF
2103	Suzano Hold2008	Fam	Fam	Fam	GF
2104	Suzano Hold2009	Fam	Fam	Fam	GF
2105	Suzano Hold2010	Fam	Fam	Fam	GF
2106	Suzano Hold2011	Fam	Fam	Fam	GF
2107	Suzano Hold2012	Fam	Fam	Fam	GF
2108	Suzano Papel2005	Fam	Fam	Fam	GF
2109	Suzano Papel2006	Fam	Fam	Fam	GF
2110	Suzano Papel2007	Fam	Fam	Fam	GF
2111	Suzano Papel2008	Fam	Fam	Fam	GF
2112	Suzano Papel2009	Fam	Fam	Fam	GF
2113	Suzano Papel2010	Fam	Fam	Fam	GF
2114	Suzano Papel2011	Fam	Fam	Fam	GF



2115	Suzano Papel2012	Fam	Fam	Fam	GF
2116	Taesa2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2117	Taesa2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2118	Taesa2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2119	Taesa2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2120	Taesa2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2121	Taesa2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2122	Taesa2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2123	Tam S/A2005	Fam	Fam	Fam	GF
2124	Tam S/A2006	Fam	Fam	Fam	GF
2125	Tam S/A2007	Fam	Fam	Fam	GF
2126	Tam S/A2009	Fam	Fam	Fam	GF
2127	Tam S/A2010	Fam	Fam	Fam	GF
2128	Tam S/A2011	Fam	Fam	Fam	GF
2129	Tecel S Jose2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2130	Tecel S Jose2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2131	Tecel S Jose2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2132	Tecel S Jose2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2133	Tecel S Jose2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2134	Tecel S Jose2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2135	Tecel S Jose2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2136	Technos2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2137	Technos2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2138	Tecnisa2007	Fam	Fam	Fam	GFF
2139	Tecnisa2008	Fam	Fam	Fam	GFF
2140	Tecnisa2009	Fam	Fam	Fam	GFF
2141	Tecnisa2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2142	Tecnisa2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2143	Tecnisa2012	Fam	Fam	Fam	GFF
2144	Tecnosolo2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2145	Tecnosolo2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2146	Tecnosolo2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2147	Tecnosolo2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2148	Tecnosolo2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2149	Tecnosolo2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2150	Tecnosolo2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2151	Tectoy2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2152	Tectoy2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2153	Tectoy2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2154	Tectoy2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2155	Tectoy2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2156	Tectoy2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2157	Tegma2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2158	Tegma2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2159	Tegma2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2160	Tegma2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2161	Tegma2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2162	Tegma2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2163	Teka2005	Fam	Fam	Fam	GF
2164	Teka2006	Fam	Fam	Fam	GF
2165	Teka2007	Fam	Fam	Fam	GF
2166	Teka2008	Fam	Fam	Fam	GF
2167	Teka2009	Fam	Fam	Fam	GF

2168	Teka2010	Fam	Fam	Fam	GF
2169	Teka2011	Fam	Fam	Fam	GF
2170	Teka2012	Fam	Fam	Fam	GF
2171	Tekno2005	Fam	Fam	Fam	GFF
2172	Tekno2006	Fam	Fam	Fam	GFF
2173	Tekno2007	Fam	Fam	Fam	GFF
2174	Tekno2008	Fam	Fam	Fam	GFF
2175	Tekno2009	Fam	Fam	Fam	GF
2176	Tekno2010	Fam	Fam	Fam	GF
2177	Tekno2011	Fam	Fam	Fam	GF
2178	Tekno2012	Fam	Fam	Fam	GF
2179	Tele Nort CI2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2180	Tele Nort CI2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2181	Tele Nort CI2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2182	Tele Nort CI2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2183	Tele Nort CI2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2184	Tele Nort CI2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2185	Telebras2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2186	Telebras2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2187	Telebras2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2188	Telebras2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2189	Telebras2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2190	Telebras2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2191	Telef Brasil2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2192	Telef Brasil2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2193	Telef Brasil2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2194	Telef Brasil2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2195	Telef Brasil2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2196	Telef Brasil2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2197	Telef Brasil2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2198	Telefonica Data Hld2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2199	Telemar2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2200	Telemar2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2201	Telemar2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2202	Telemar2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2203	Telemar2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2204	Telemar2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2205	Telemar N L2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2206	Telemar N L2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2207	Telemar N L2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2208	Telemar N L2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2209	Telemar N L2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2210	Telemar N L2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2211	Telemar N L2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2212	Telemig CI2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2213	Telemig CI2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2214	Telemig CI2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2215	Telemig CI2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2216	Telemig Part2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2217	Telemig Part2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2218	Telemig Part2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2219	Telemig Part2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2220	Telet2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

2221	Tempo Part2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2222	Tempo Part2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2223	Tempo Part2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2224	Tempo Part2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2225	Tempo Part2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2226	Tempo Part2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2227	Tenda2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2228	Tenda2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2229	Tenda2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2230	Tenda2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2231	Tenda2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2232	Tenda2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2233	Tereos2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2234	Tereos2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2235	Tex Renaux2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2236	Tex Renaux2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2237	Tex Renaux2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
2238	Tex Renaux2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
2239	Tex Renaux2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
2240	Tex Renaux2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
2241	Tex Renaux2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
2242	Tim Part S/A2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2243	Tim Part S/A2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2244	Tim Part S/A2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2245	Tim Part S/A2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2246	Tim Part S/A2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2247	Tim Part S/A2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2248	Tim Part S/A2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2249	Time For Fun2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2250	Time For Fun2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2251	Totvs2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2252	Totvs2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2253	Totvs2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2254	Totvs2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2255	Totvs2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2256	Totvs2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2257	Tractebel2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2258	Tractebel2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2259	Tractebel2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2260	Tractebel2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2261	Tractebel2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2262	Tractebel2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2263	Tractebel2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2264	Tractebel2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2265	Trafo2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2266	Trafo2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2267	Trafo2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2268	Trafo2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2269	Tran Paulist2005	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2270	Tran Paulist2006	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2271	Tran Paulist2007	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2272	Tran Paulist2008	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2273	Tran Paulist2009	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	

2274	Tran Paulist2010	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2275	Tran Paulist2011	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2276	Tran Paulist2012	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	N_Fam Estatal	
2277	Trevisa2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2278	Trevisa2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2279	Trevisa2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2280	Trevisa2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2281	Trevisa2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2282	Trevisa2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2283	Trevisa2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2284	Trevisa2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2285	Trisul2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2286	Trisul2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2287	Trisul2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2288	Trisul2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GFF
2289	Trisul2011	Fam	Fam	Fam	GFF
2290	Trisul2012	Fam	Fam	Fam	GFF
2291	Triunfo Part2005	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2292	Triunfo Part2006	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2293	Triunfo Part2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2294	Triunfo Part2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2295	Triunfo Part2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2296	Triunfo Part2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2297	Triunfo Part2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2298	Tupy2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2299	Tupy2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2300	Tupy2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2301	Tupy2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2302	Tupy2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2303	Tupy2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2304	Tupy2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2305	Tupy2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2306	Ultrapar2005	Fam	Fam	Fam	GF
2307	Ultrapar2006	Fam	Fam	Fam	GF
2308	Ultrapar2008	Fam	Fam	Fam	GF
2309	Ultrapar2009	Fam	Fam	Fam	GF
2310	Ultrapar2010	Fam	Fam	Fam	GF
2311	Ultrapar2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2312	Ultrapar2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2313	Unicasa2012	Fam	Fam	Fam	GFF
2314	Unipar2005	Fam	Fam	Fam	GF
2315	Unipar2006	Fam	Fam	Fam	GF
2316	Unipar2007	Fam	Fam	Fam	GF
2317	Unipar2009	Fam	Fam	Fam	GF
2318	Unipar2010	Fam	Fam	Fam	GF
2319	Unipar2011	Fam	Fam	Fam	GF
2320	Unipar2012	Fam	Fam	Fam	GF
2321	Uol2005	Fam	Fam	Fam	GF
2322	Uol2006	Fam	Fam	Fam	GF
2323	Uol2007	Fam	Fam	Fam	GF
2324	Uol2008	Fam	Fam	Fam	GF
2325	Uol2009	Fam	Fam	Fam	GF
2326	Uol2010	Fam	Fam	Fam	GF

2327	Usiminas2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2328	Usiminas2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2329	Usiminas2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2330	Usiminas2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2331	Usiminas2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2332	Usiminas2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2333	Usiminas2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2334	Usiminas2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2335	Usin C Pinto2009	Fam	Fam	Fam	GF
2336	Usin C Pinto2010	Fam	Fam	Fam	GF
2337	Usin C Pinto2011	Fam	Fam	Fam	GF
2338	Usin C Pinto2012	Fam	Fam	Fam	GF
2339	V-Agro2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2340	V-Agro2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2341	V-Agro2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2342	V-Agro2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2343	V-Agro2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2344	V-Agro2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2345	Vale2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2346	Vale2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2347	Vale2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2348	Vale2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2349	Vale2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2350	Vale2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2351	Vale2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2352	Valefert2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2353	Valefert2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2354	Valefert2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2355	Valefert2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2356	Valefert2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2357	Valid2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2358	Valid2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2359	Valid2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2360	Valid2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2361	Valid2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2362	Valid2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2363	Valid2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2364	Valid2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2365	Varig Serv2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2366	Varig Serv2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2367	Varig Serv2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2368	Varig Transp2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2369	VBC Energia2005	Fam	Fam	Fam	GP
2370	VBC Energia2006	Fam	Fam	Fam	GP
2371	VBC Energia2007	Fam	Fam	Fam	GP
2372	VBC Energia2008	Fam	Fam	Fam	GP
2373	VBC Energia2009	Fam	Fam	Fam	GP
2374	VBC Energia2010	Fam	Fam	Fam	GP
2375	Viavarejo2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2376	Viavarejo2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2377	Viavarejo2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2378	Viavarejo2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2379	Viavarejo2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

2380	Viavarejo2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2381	Viavarejo2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2382	Vicunha Text2005	Fam	Fam	Fam	GF
2383	Vicunha Text2006	Fam	Fam	Fam	GF
2384	Vicunha Text2007	Fam	Fam	Fam	GF
2385	Vicunha Text2008	Fam	Fam	Fam	GF
2386	Vicunha Text2009	Fam	Fam	Fam	GF
2387	Vicunha Text2010	Fam	Fam	Fam	GF
2388	Vicunha Text2011	Fam	Fam	Fam	GF
2389	Vicunha Text2012	Fam	Fam	Fam	GF
2390	Vigor2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2391	Vigor2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2392	Vigor2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GP
2393	Vivax2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2394	Vivax2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2395	Viver2007	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2396	Viver2008	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2397	Viver2009	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2398	Viver2010	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2399	Viver2011	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2400	Viver2012	Fam	N_Fam Privada	N_Fam Privada	GF
2401	Vivo2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2402	Vivo2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2403	Vivo2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2404	Vivo2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2405	Vivo2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2406	Vivo2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2407	Vulcabras2005	Fam	Fam	Fam	GF
2408	Vulcabras2006	Fam	Fam	Fam	GF
2409	Vulcabras2008	Fam	Fam	Fam	GF
2410	Vulcabras2009	Fam	Fam	Fam	GF
2411	Vulcabras2010	Fam	Fam	Fam	GF
2412	Vulcabras2011	Fam	Fam	Fam	GF
2413	Weg2005	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2414	Weg2006	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2415	Weg2007	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2416	Weg2008	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2417	Weg2009	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2418	Weg2010	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2419	Weg2011	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2420	Weg2012	Fam	N_Fam Privada	Fam	GF
2421	Wembley2005	Fam	Fam	Fam	GF
2422	Wembley2006	Fam	Fam	Fam	GF
2423	Wembley2007	Fam	Fam	Fam	GF
2424	Wembley2008	Fam	Fam	Fam	GF
2425	Wembley2009	Fam	Fam	Fam	GF
2426	Wembley2010	Fam	Fam	Fam	GF
2427	Wembley2011	Fam	Fam	Fam	GF
2428	Wembley2012	Fam	Fam	Fam	GF
2429	Wetzel S/A2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2430	Wetzel S/A2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2431	Wetzel S/A2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2432	Wetzel S/A2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF

2433	Wetzel S/A2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2434	Wetzel S/A2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2435	Wetzel S/A2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2436	Wetzel S/A2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2437	Whirlpool2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2438	Whirlpool2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2439	Whirlpool2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2440	Whirlpool2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2441	Whirlpool2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2442	Whirlpool2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2443	Whirlpool2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2444	Whirlpool2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2445	Wiest2005	Fam	Fam	Fam	GF
2446	Wiest2006	Fam	Fam	Fam	GF
2447	Wiest2007	Fam	Fam	Fam	GF
2448	Wiest2008	Fam	Fam	Fam	GF
2449	Wiest2009	Fam	Fam	Fam	GF
2450	Wlm Ind Com2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2451	Wlm Ind Com2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2452	Wlm Ind Com2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2453	Wlm Ind Com2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2454	Wlm Ind Com2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2455	Wlm Ind Com2010	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2456	Wlm Ind Com2011	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2457	Wlm Ind Com2012	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2458	Yara Brasil2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2459	Yara Brasil2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2460	Yara Brasil2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2461	Yara Brasil2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2462	Yara Brasil2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2463	521 Particip2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2464	521 Particip2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2465	521 Particip2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2466	521 Particip2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2467	521 Particip2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2468	521 Particip2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2469	521 Particip2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2470	521 Particip2012	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2471	Aco Altona2005	Fam	Fam	Fam	GF
2472	Aco Altona2006	Fam	Fam	Fam	GF
2473	Aco Altona2007	Fam	Fam	Fam	GF
2474	Aco Altona2008	Fam	Fam	Fam	GF
2475	Aco Altona2009	Fam	Fam	Fam	GF
2476	Aco Altona2010	Fam	Fam	Fam	GF
2477	Aco Altona2011	Fam	Fam	Fam	GF
2478	Aco Altona2012	Fam	Fam	Fam	GF
2479	BR Propert2007	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2480	BR Propert2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2481	BR Propert2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2482	BR Propert2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2483	Cbcc Contact Center2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2484	Cbcc Contact Center2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2485	Cbcc Contact Center2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF

2486	Cbcc Contact Center2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2487	Cbcc Contact Center2009	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2488	Company2008	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2489	Company2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2490	Company2010	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2491	Company2011	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2492	Geodex2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2493	Geodex2006	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2494	Tec Blumenau2005	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2495	Tec Blumenau2006	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2496	Tec Blumenau2007	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2497	Tec Blumenau2008	Fam	Fam	N_Fam Privada	GF
2498	Tele Centroeste Cel2005	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	
2499	Tivit2009	N_Fam Privada	N_Fam Privada	N_Fam Privada	

### Apêndice B - Teste de Correlação de Pearson

Variáveis	cao	dfc	exc	idade	ngc	tam	al_2	q	roa	roe	da_at	dp_roa	rol_var
cao	1.00												
dfc	<b>0.68</b>	1.00											
exc	0.05	-0.55	1.00										
idade	0.00	-0.13	0.25	1.00									
ngc	-0.36	-0.35	0.02	-0.28	1.00								
tam	-0.08	-0.01	-0.07	-0.11	0.39	1.00							
al_2	-0.03	-0.03	0.11	0.03	-0.09	-0.13	1.00						
q	-0.05	0.04	-0.14	-0.16	0.11	-0.09	0.34	1.00					
roa	0.00	0.03	-0.04	0.02	0.06	0.25	-0.10	0.20	1.00				
roe	-0.01	0.01	-0.03	0.00	-0.01	0.03	0.00	0.20	0.13	1.00			
da_at	0.00	0.00	0.00	0.03	-0.12	-0.38	0.08	0.20	-0.37	0.01	1.00		
dp_roa	0.10	0.04	0.06	-0.01	-0.14	-0.30	0.09	0.08	-0.22	0.13	0.26	1.00	
rol_var	-0.09	-0.01	-0.06	-0.18	0.12	0.04	-0.05	0.03	0.00	0.00	-0.01	-0.05	1.00

### Apêndice C - Teste VIF (*Variance Inflation Factors*)

Variável	VIF	1/VIF
cao	<b>11.19</b>	0.089
exc	7.34	0.136
dfc	6.56	0.152
tam	1.63	0.614
ngc	1.51	0.664
cfl_priv	1.27	0.787
idade	1.22	0.821
cfl_est	1.21	0.827
dp_roa	1.19	0.839
al_2	1.07	0.930
rol_var	1.06	0.947
roe	1.01	0.994
<b>Média</b>	<b>3.02</b>	