



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

<http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.ojs.ccsa.ufrn.br/index.php/contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

ISSN 2176-9036

Artigo recebido em: 06.10.2013. Revisado por pares em: 12.11.2013. Reformulado em: 12.12.2013. Avaliado pelo sistema double blind review.

PROPRIEDADE FAMILIAR E REMUNERAÇÃO BASEADA EM AÇÕES DA DIRETORIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

FAMILY OWNERSHIP AND STOCK OPTIONS FOR DIRECTORSHIP OF BRAZILIAN COMPANIES

PROPIEDAD DE LA FAMILIA Y LA REMUNERACIÓN BASADA EN ACCIONES DE LA DIRECCIÓN DE EMPRESAS BRASILEÑAS

Autores

Leandro Politelo

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau – FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor Konder CEP 89012-900 – Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321 0565.

E-mail: leandro_politelo@yahoo.com.br

Itzhak David Simão Kaveski

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau – FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor Konder CEP 89012-900 – Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321 0565.

E-mail: itzhak.konoha@gmail.com

Tânia Cristina Chiarello

Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau – FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor Konder CEP 89012-900 – Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321 0565.

E-mail: taniacc@unochapeco.edu.br

Tarcísio Pedro da Silva

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo PPGCC FURB. Professor da Universidade Regional de Blumenau – FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor Konder - CEP 89012-900 – Blumenau/SC – Brasil - Telefone: (47) 3321 0565

E-mail: tarcisio@furb.br

[O artigo foi aprovado no 8th Iberoamerican Academy Conference - IAM 2013]

RESUMO

Este estudo objetiva verificar o efeito da propriedade familiar na remuneração baseada em ações dos membros da diretoria das empresas brasileiras. Utilizou-se uma amostra de 71 empresas que praticaram remuneração baseada em ações no exercício de 2010 e 71 em 2011, totalizando uma amostra de 142 observações. A pesquisa classifica-se como descritiva, documental e de caráter quantitativo. Os resultados apontam que as empresas não familiares possuem maior remuneração baseada em ações que as empresas familiares. Os resultados indicam, também, que as empresas familiares preferem manter as ações da empresa com a família, ainda que tal atitude possa limitar o desempenho da empresa. Contudo, não se pôde confirmar que o percentual de concentração de capital com a família influencia a remuneração baseada em ações da diretoria. Conclui-se que as empresas familiares privam pela conservação da propriedade familiar, bem como a remuneração baseada em ações nas empresas familiares não é influenciada pelo grau de concentração das ações da empresa em poder da família.

Palavras-chave: Propriedade familiar. Remuneração baseada em ações. Diretoria.

ABSTRACT

This study purpose to investigate the effect of family ownership on stock options for directorship of Brazilian companies. We used a sample of 71 companies that practiced stock options in 2010 and 71 in 2011, a total sample of 142 observations. The research is classified as descriptive, documentary and quantitative character. The results show that non-family firms have higher stock options practice that family business. The results also indicate that family businesses prefer to keep the company's shares with the family, even though such action may limit the company's performance. However, it could be demonstrated that the percentage of capital concentration with family influences the practice of stock options directorship. We conclude that family firms deprive the preservation of the family property, as well as stock options in family firms is not influenced by the degree of concentration of the company's shares held by the family.

Keywords: Family ownership. Stock options. Directorship.

RESUMEN

Este estudio tiene como objetivo investigar el efecto de la propiedad de la familia en la compensación basada en acciones de los ejecutivos de las empresas brasileñas. Se utilizó una muestra de 71 empresas que practican la compensación basada en 2010, y 71 en 2011, una muestra total de 142 observaciones. La investigación se clasifica como carácter descriptivo, documental y cuantitativo. Los resultados muestran que las empresas no tienen una mayor compensación basada en la familia que las empresas familiares. Los resultados también indican que las empresas familiares prefieren mantener las acciones de la empresa con la familia, a pesar de que tal acción puede limitar el rendimiento de la empresa. Sin embargo, se pudo demostrar que el porcentaje de concentración de capital con la familia influye en la compensación basada en acciones, la junta directiva. Llegamos a la conclusión de que las empresas familiares privan a la preservación de la propiedad de la familia, así como la compensación basada en acciones en las empresas familiares no se ve influida por el grado de concentración de las acciones de la compañía en manos de la familia.

Palabras clave: Propiedad de la familia. Compensación basada en acciones.

1 INTRODUÇÃO

A empresa familiar diferencia-se das demais organizações por contemplar dois ambientes distintos, o familiar e o empresarial, tornando necessária a busca do equilíbrio entre ambos. Para Munõz (2012) o ambiente empresarial e o ambiente familiar não apenas coexistem, mas são interdependentes, de modo que os conflitos podem ser mais frequentes, em especial os de natureza econômica.

Ainda que os conflitos possam ser eminentes nas empresas familiares e haja a dualidade dos ambientes (familiar e empresarial), a relevância destas empresas na economia dos países é evidente. Conforme Basco (2010) a presença das empresas familiares tem despertado interesse dos pesquisadores que têm produzido vários estudos envolvendo este tipo de empresa. Em países emergentes, as empresas familiares correspondem à elevada percentagem de participação na economia, sendo esta superior à verificada em países desenvolvidos (SILVA; MAJLUF, 2008).

As empresas familiares possuem como característica apresentar objetivos convergentes aos interesses da família, que compreendem principalmente a sobrevivência da empresa e a maximização de seu valor no longo prazo (SHYU, 2011). Diante destes interesses familiares, a busca por um melhor desempenho da empresa passa a ser também o objetivo da família. Neste aspecto pesquisas como as de Maury (2006), Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e Shyu (2011) têm apontado para um desempenho superior das empresas familiares quando comparadas as não familiares.

No que tange o desempenho como interesse dos acionistas, no caso das empresas familiares, a remuneração baseada em ações pode ser oportuna visto que, conforme Hall e Murphy (2003), o principal argumento em favor de planos de opção de ações é que eles proporcionam maior incentivo aos executivos para agirem em conformidade aos interesses dos acionistas e fornecem uma ligação direta entre a compensação realizada e o desempenho da empresa (HALL; MURPHY, 2003).

Pesquisas tem evidenciado que a prática da remuneração baseada em ações implica em um melhor desempenho da companhia. Estes resultados podem ser vistos nos estudos de Murphy (2000), Hall e Murphy (2003) e Sanders e Hambrick (2007). Entretanto, a prática das *stock options* pode levar a perdas significativas para a empresa, uma vez que o gestor passa a estar propenso a assumir maiores riscos (SANDERS; HAMBRICK, 2007).

Diante do contexto exposto, apresenta-se a questão problema que norteia este estudo: Qual o efeito da propriedade familiar na remuneração baseada em ações da diretoria das empresas brasileiras? Assim, o objetivo do estudo é verificar o efeito da propriedade familiar na remuneração baseada em ações dos membros da diretoria das empresas brasileiras.

A pesquisa se justifica pela relevância das empresas familiares no Brasil. Esta relevância é destacada ao passo que o Brasil é um país emergente, onde essas empresas têm elevada participação na economia, superior aos países desenvolvidos (SILVA; MAJLUF, 2008). Aponta-se também que a remuneração baseada em ações é prática ainda nova no Brasil quando comparada a outros países.

Esse tema já foi alvo de pesquisas internacionais que trataram da remuneração baseada em ações em empresas familiares, no entanto, no Brasil o tema de remuneração baseada em ações tem sido pouco investigado. Estudos internacionais como os de Elston e Goldberg (2003), Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003) e Combs et al. (2010), Croci, Gonenc e Ozkan

(2012), Palmberg (2012), apontam que as empresas familiares remuneram menos seus executivos baseados em ações quando comparadas às empresas não familiares. Os argumentos apresentados sobre a remuneração baseada em ações e os resultados apresentados pelos estudos já realizados no âmbito internacional apoiam a relevância da pesquisa bem como revelam a importância de se estudar tal questão nas empresas brasileiras.

Theiss (2012) identificou que, de uma amostra de 172 empresas brasileiras, 96 empresas, ou 56%, eram familiares. Beuren, Politelo e Martins (2013) verificaram que 61% das empresas não financeiras brasileiras listadas na bolsa de valores possuem característica familiar. O elevado número de empresas familiares no Brasil e sua importante participação na economia também justificam o estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta revisão de literatura são abordados temas que embasam conceitualmente as abordagens temáticas apresentadas ao longo da pesquisa de forma que as variáveis do estudo estejam amparadas por pesquisas anteriores ou abordagem conceitual. Primeiramente aborda-se o tema sobre empresas familiares apresentando suas definições e a relação da concentração de propriedade com o desempenho pondo em destaque os interesses familiares com seus investimentos em companhias. Posteriormente apresenta-se o tema de remuneração baseada em ações no mercado financeiro, sua relação com o desempenho e o possível interesse familiar quanto a esta prática. Também foram destacados os estudos relacionados a esta pesquisa para fins de fundamentação das hipóteses.

2.1 EMPRESAS FAMILIARES

Diversas pesquisas internacionais têm abordado assuntos relacionados às empresas familiares (PARRA; GARCÍA; VELASCO, 2010; ALBERTO; FAMÁ; JUNQUEIRA, 2013), contudo no Brasil o tema ainda recebeu uma abordagem de pesquisa mais acentuada na última década (MORAES FILHO; BARONE; PINTO, 2011). Entretanto, apesar de uma ampla literatura sobre empreendimentos familiares é difícil encontrar um consenso no que tange a definição exata do que vem a ser uma empresa familiar (ANDERSON; REEB, 2003).

Conforme Moraes Filho, Barone e Pinto (2011), Donnelley (1967) foi um dos precursores do tema e o primeiro a apresentar uma definição de empresa familiar. Segundo Donnelley (1967, p. 161) uma empresa pode ser considerada familiar quando estiver “ligada a uma família pelo menos durante duas gerações e com ligações familiares que exerçam influência sobre as diretrizes empresariais, os interesses e objetivos da família”. Nesta definição são destacadas as características de sucessão e influência familiar na companhia.

Mok, Lam e Cheung (1992) definem uma empresa familiar como uma instituição em que uma família detém 10 por cento ou mais das ações da empresa e que os membros da família ocupam acento no conselho. Nesta definição, percebe-se a característica da propriedade (minoritária ou majoritária) e da influência familiar na companhia por meio do conselho.

Definição semelhante é apresentada por Anderson e Reeb (2003) quando caracterizam as empresas familiares, em sua pesquisa, como aquelas que apresentam membros da família atuando como membros do conselho e/ou com parte das ações da empresa. Nesta abordagem, novamente fica evidente a característica da propriedade e da participação no conselho. Conjuntamente, as pesquisas de Ching, Firth e Rui (2006) e Abor e Biekpe (2007) caracterizam a empresa familiar pela participação no conselho e/ou detenção de capital.

Para Floriani (2005, p. 45), empresa familiar é “a extensão de uma grande família a partir do núcleo encabeçado pelo empreendedor-fundador e, a partir deste, pelos seus herdeiros e sucessores que irão dar continuidade a um sonho por ele concretizado”. Nesta definição, levanta-se novamente a questão da sucessão familiar.

Leone (2005) apresenta três vertentes conceituais a respeito de empresas familiares aceitas em âmbito internacional. A primeira, relacionada ao nível de propriedade, em que controle da empresa é detido por uma família; a segunda, ao nível de gestão, onde os lugares de topo (conselho, por exemplo) da empresa são ocupados por membros da família, sendo a gestão influenciada por esta; e, a terceira vertente, a sucessão, em que a segunda geração familiar assume os cargos deixados pelos parentes e assim sucessivamente.

Para Shyu (2011) as características necessárias para se definir uma empresa como familiar compreendem a detenção de ações da empresa pela família, em percentual igual ou superior a 10 por cento com membros da família compondo a diretoria da companhia ou com membros ocupando ao menos metade do conselho de administração.

Como visto, as pesquisas já realizadas com empresas familiares destacam como características mais evidentes a propriedade familiar, ou seja, ações da empresa em posse de uma família (MOK; LAM; CHEUNG, 1992; ANDERSON; REEB, 2003; LEONE, 2005; CHING; FIRTH; RUI, 2006; ABOR; BIEKPE, 2007; SHYU, 2011) e a participação ativa e influente da família no conselho de administração (MOK; LAM; CHEUNG, 1992; ANDERSON; REEB, 2003; LEONE, 2005; CHING; FIRTH; RUI, 2006; ABOR; BIEKPE, 2007; SHYU, 2011). Ainda, uma terceira característica menos evidente, mas ainda assim com destaque na literatura, é a sucessão dos cargos por membros da mesma família (DONNELLEY, 1967; FLORIANI, 2005; LEONE, 2005).

Em virtude da concentração de propriedade e da participação da família na gestão da empresa, Shyu (2011) afirma que a sobrevivência da empresa é a principal preocupação da família de modo que os membros da família buscam a maximização do valor da empresa em seu longo prazo. Conforme o autor, esta característica pode contribuir também com a redução dos custos de agência de forma mais eficaz que nas empresas não familiares.

A visão dos benefícios trazidos pela concentração de propriedade com a família (SILVA; MAJLUF, 2008), no que tange o interesse de investimentos em projetos de longo prazo também é observada em Bebchuk (1999). Ainda, as empresas familiares possuem maiores incentivos para investir em capital humano a fim de manter a rentabilidade do seu negócio (BURKART; GROMB; PANUNZI, 1997).

Silva e Majluf (2008) defendem que a presença de acionistas majoritários é benéfica à empresa, visto que esses acionistas tendem a concentrar mais esforços para aumentar o desempenho da companhia, em razão de que o efeito deste esforço reverte-se principalmente para os próprios acionistas, no caso das empresas familiares, para a própria família. Os autores destacam ainda que tal situação não acontece em empresas com muitos acionistas e com propriedade dispersa porque nenhum acionista tem claros incentivos de agir em prol da organização, já que os custos, geralmente, apresentam-se superiores aos benefícios que recebem.

Maury (2006) evidencia, em sua pesquisa, que o controle ativo de uma família está associado a alta rentabilidade pela empresa, superior às empresas não familiares. Resultado semelhante é verificado no estudo de Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) e de Shyu (2011) que evidenciam um desempenho superior das empresas familiares em comparação com as não familiares.

Demsetz e Lehn (1985) sugerem que os investidores com elevada concentração de propriedade possuem incentivos econômicos substanciais para reduzir os conflitos associados

com problemas de agência e de maximização do valor da empresa. Para Shyu (2011) a riqueza da família está intimamente ligada ao desempenho da empresa, assim, os membros da família têm um motivo significativo para fiscalizar os gestores em busca da melhora do desempenho da empresa.

Entretanto, a concentração de propriedade pode afetar negativamente o desempenho da empresa se os acionistas majoritários valerem-se de sua posição para expropriar os acionistas minoritários, em detrimento da eficiência da organização (SILVA; MAJLUF, 2008). Alguns exemplos de situações em que os acionistas majoritários podem prejudicar a empresa incluem a transferência de ativos para si com valores abaixo do valor de mercado; utilização dos ativos da empresa como garantia em empréstimos pessoais e o pagamento diferenciado de dividendos para si mesmos (MORK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; SHLEIFER; VISHNY, 1997; JOHNSON et al., 2000).

Demsetz (1983) argumenta que as empresas familiares podem optar por benefícios não monetários e, assim, retirar recursos de projetos rentáveis e, conseqüentemente, prejudicar o desempenho da empresa. DeAngelo e DeAngelo (2000) discorrem que, quando os membros da família tornam-se os principais acionistas da empresa, tendem a influenciar os gestores a executar políticas que favoreçam os interesses da família que não são, necessariamente, os da empresa.

A concentração de capital com a família e sua influência na gestão, são os principais elementos observadas no que tange a caracterização de uma empresa familiar e têm promovido resultados diversos em pesquisas que analisaram sua influência no desempenho da empresa. Os principais argumentos para os resultados controversos são a intenção da família em manter o bom desempenho da empresa vendo-a como um bem de longo prazo para a família, uma espécie de herança e, por outro lado, tem-se a descapitalização da empresa para atender aos interesses próprios da família.

O objetivo da família destacado pela literatura em relação ao desempenho da empresa pode estar relacionado à forma pela qual os gestores (CEO) da companhia são remunerados, já que pesquisas evidenciam que o desempenho pode estar relacionado com a remuneração dos gestores, principalmente a remuneração variável, na qual se inclui a remuneração baseada em ações. Este tema é tratado com maiores detalhes na próxima seção.

2.2 REMUNERAÇÃO BASEADA EM AÇÕES

Stock options ou opções de ações são contratos em que os colaboradores de uma determinada empresa têm como direito a aquisição de cotas de ações da companhia (HALL; MURPHY, 2003). Conforme Hall e Murphy (2003), o período para aquisição é determinado pela empresa e geralmente expiram em 10 anos. Ainda, é comum que, para que os colaboradores possam exercer a opção de ações, eles precisem atingir determinadas metas estipuladas pela companhia (HALL; MURPHY, 2003).

As opções de ações foram utilizadas na década de 1990 para atrair e manter colaboradores nas empresas, em especial as empresas de tecnologia. (KAHLE; SHASTRI, 2004). Conforme Yermack (1997), em grande proporção, as empresas caracterizam as *stock options* como mecanismos para auxiliar nos interesses dos gestores e acionistas no que tange suas perspectivas de longo prazo.

O uso das opções de ações como forma de remuneração segundo Nunes (2009, p. 53) “consiste em conceder em data específica (*grant date*) opções para compra de lotes de ações no futuro, a um preço de exercício fixo, que seja igual ou não ao preço de mercado corrente na época da concessão”. O incentivo concedido pela empresa serve de estímulo para que os colaboradores

desempenhem melhor seu trabalho na empresa, aumentando o preço da ação no mercado (Nunes, 2009).

Conforme Smith e Watts (1992), a remuneração dos executivos poderia ser baseada no desempenho da empresa do exercício anterior, entretanto, esta política poderia implicar em pequenas melhoras no desempenho, dependendo das perspectivas do gestor, e a baixa melhora no desempenho implicaria, conseqüentemente, em baixos aumentos salariais, o que poderia ocasionar a rotatividade da gestão. Frente a esta situação, os autores sugerem a adoção da remuneração baseada em ações, visto que traz perspectivas de rentabilidades futuras e vinculam a remuneração dos gestores ao desempenho e podem motivar os gestores a buscarem melhorias significativas no desempenho de mercado da companhia.

Conforme Deutsch, Keil e Laamanen (2007), os executivos estão, antes de tudo, preocupados com a sua segurança no emprego, ou seja, manterem-se empregados, assim, estariam menos propensos a assumir riscos e, por consequência, a empresa tenderia a apresentar menores desempenhos. Assumindo que os diretores, ao serem remunerados com ações (*stock options*), passam a ter parte de sua riqueza e renda vinculadas ao valor futuro da empresa, Deutsch Kiel e Laamanen (2007) afirmam que os executivos estariam mais propensos a assumirem riscos e, por fim, haveria maior alinhamento de interesses entre investidores e administradores.

Para Sanders e Hambrick (2007), são perceptíveis as evidências dos efeitos das *stock options* no desempenho das empresas. As opções de ações levam os executivos a assumirem riscos em grande proporção de modo que aqueles que são remunerados em grande escala com opção de ações tendem a empreender projetos de maior relevância para a companhia, impulsionando-a a um desempenho extremo (SANDERS; HAMBRICK, 2007).

Sander e Hambrik (2007) defendem que os executivos que são remunerados com opção de ações geram um desempenho elevado para a companhia. Por outro lado, os gestores que não contam com esses incentivos estão propensos a assumir menores riscos, serem mais cautelosos e, conseqüentemente, a empresa tende a obter desempenho neutro ou moderado (SANDERS; HAMBRICK, 2007).

Assim, o desempenho da companhia permeia a discussão da remuneração baseada em ações. Conforme Murphy (2000) a definição da política das *stock options* é efetuada em função do desempenho esperado pelos investidores da companhia. Murphy (2000) argumenta que os executivos conhecem quais de suas ações podem afetar o preço das ações e, assim, acabam por obter benefícios ao exercerem as opções de ações.

Apesar dos evidentes benefícios trazidos pelas *stock options*, Sanders e Hambrik (2007) declaram que a propensão que os administradores passam a ter em relação a assumir riscos pode levar a companhia a altos desempenhos como também a significativas perdas. Guedri e Hollandts (2008) não identificaram relação significativa entre a remuneração baseada em ações e o valor de mercado das empresas francesas. Ainda, Warner, Watts e Wruck (1988) verificaram uma relação negativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas norte americanas.

Estes aspectos destacados pela literatura devem ser considerados quando se levanta o tema da remuneração baseada em ações e sua influência no desempenho das empresas. Todavia, se destaca uma alta concentração de estudos realizados que aponta para uma relação positiva entre estas variáveis (*stock options* e desempenho). Assim, a remuneração baseada em ações pode se apresentar como alternativa para as empresas familiares no que tange a consecução dos interesses da família quanto aos seus investimentos empresariais.

2.3 REMUNERAÇÃO BASEADA EM AÇÕES E EMPRESAS FAMILIARES

Pesquisas têm sido desenvolvidas com destaque aos temas de empresas familiares e remuneração dos executivos baseada em ações. Conforme Croci, Gonenc e Ozkan (2012) o controle familiar é suscetível a afetar o nível e a estrutura de remuneração do CEO. Deste modo empresas familiares podem ter motivos para apresentarem menor nível de remuneração baseada em ações que as empresas não familiares (GOMEZ-MEJIA; LARRAZA-KINTANA; MAKRI, 2003).

Utilizando dados de 100 grandes empresas da Alemanha relativos ao período de 1970 a 1986, Elston e Goldberg (2003) analisaram quais seriam os determinantes para a remuneração dos membros dos órgãos de fiscalização e de gestão dessas empresas, a fim de satisfazer o interesse acrescido na remuneração dos executivos alemães. Um dos fatores determinados pelos autores foi a propriedade familiar, analisando se essa interfere na remuneração dos seus diretores executivos. Os achados demonstram um impacto negativo, ou seja, empresas familiares pagam uma remuneração menor aos seus diretores executivos, do que empresas não familiares.

A investigação de Barak, Cohen e Lauterbach (2011) verificou se o desempenho da empresa influenciava na remuneração dos executivos de empresas privadas em Israel. A amostra é composta por 122 empresas, no período de 1995 a 2001. Os achados demonstram que os executivos com laços familiares são bem recompensados independentemente do desempenho da empresa, seja ele ruim ou bom. Já a ocorrência da remuneração aos executivos sem laços familiares sucede apenas quando a empresa possui um bom desempenho.

A pesquisa de Croci, Gonenc e Ozkan (2012) investigou o impacto do controle familiar e dos investimentos institucionais sobre a remuneração dos executivos na Europa Continental. Os autores usaram um conjunto de dados de 754 empresas listadas na bolsa, com 3.731 observações durante o período de 2001 a 2008. Os resultados demonstram que empresas familiares apresentam um impacto negativo na remuneração baseada em ações e em dinheiro, ou seja, empresas familiares pagam uma remuneração menor aos seus executivos que as empresas não familiares.

O objetivo do estudo de Palmberg (2012) foi de analisar o efeito da propriedade e do controle familiar sobre a remuneração baseada em ações dos executivos das empresas listadas na bolsa de OMX. A amostra é composta por 86 empresas não financeiras listadas na bolsa da OMX durante o período 2003 a 2008, acarretando a 389 observações. As estatísticas descritivas mostram que os executivos de empresas não familiares possuem uma quota significativamente maior de remuneração variável do que executivos de empresas familiares, além de receberem uma remuneração baseada em ações relativamente com mais frequência.

Os resultados apresentados pelas pesquisas já realizadas sobre a remuneração baseada em ações em empresas familiares e não familiares denotam a primeira hipótese desta pesquisa:

H₁ – Empresas familiares possuem menor remuneração baseada em ações que empresas não familiares.

Noutro aspecto, tem-se que as empresas familiares possuem como interesse, ao investirem capital em uma empresa, conservar o investimento com perspectivas de retornos no longo prazo (BEBCHUK, 1999; SHYU, 2011). Ainda, conforme Shyu (2011), levanta-se a preocupação da família quanto à manutenção da sobrevivência da empresa. Este retorno do investimento e manutenção da sobrevivência da empresa pode ser entendido na perspectiva de um bom desempenho da empresa.

Nesta perspectiva tem-se que a remuneração baseada em ações pode contribuir significativamente para a melhora do desempenho das empresas, exercendo o papel de incentivo aos gestores para obterem resultados positivos para a companhia (MURPHY, 2000; HALL; MURPHY, 2003; SANDERS; HAMBRICK, 2007).

Tendo em vista que os acionistas majoritários tendem a fazer o que for necessário para obter um melhor desempenho da companhia visto que o esforço reverte-se principalmente para os próprios acionistas majoritários (SILVA; MAJLUF, 2008), denota-se que empresas familiares podem vir a apresentar remuneração baseada em ações superior às empresas não familiares. Assim, tem-se a segunda hipótese desta pesquisa:

H₂ – Empresas familiares possuem maior remuneração baseada em ações que empresas não familiares.

Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003) analisaram os determinantes da remuneração dos executivos de empresas estadunidenses. A amostra foi constituída por 253 empresas familiares com ações na bolsa de valores. Dentre as variáveis determinantes, os autores verificaram se quando o executivo pertence a família que controla a empresa, poderia impactar em sua remuneração. Os resultados indicam que os executivos com laços familiares recebem um salário inferior aos que não possuem laços. Segundo os autores, este pagamento relativo aumenta a desvantagem da posição que a gestão familiar possui na empresa, porém, aumenta os investimentos com pesquisa e desenvolvimentos. Contudo, os laços familiares com um dos executivos auxilia para a diminuição do risco do negócio.

Combs et al. (2010) estenderam o estudo de Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003), investigando os efeitos da remuneração em dinheiro e baseado em ações dos executivos entre as empresas públicas estadunidense. A amostra do estudo continha 389, 383, 381 e 389 empresas em 2002, 2003, 2004 e 2005, respectivamente, separados em empresas que possuem muitos membros executivos com laços familiares, poucos membros executivos com laços familiares e membros executivos sem laços familiares. Os resultados encontrados, não foram significativos nas empresas que não possuem laços familiares, ou seja, existem empresas que pagam altos valores aos seus executivos e empresas que pagam baixos valores. Já nas empresas com muitos membros familiares, foi encontrada uma significância negativa, ou seja, empresas com muitos membros no executivo com laços familiares possuem baixa remuneração baseada em ações e em dinheiro. Por sua vez, empresas com poucos membros executivos com laços familiares ganham maior remuneração baseada em ações e em dinheiro.

A influência do percentual de ações com membros da família e sua participação como membros executivos na remuneração baseada em ações implica na terceira hipótese deste estudo:

H₃ – Uma maior concentração de capital da companhia com membros de uma família influencia negativamente a remuneração de executivos baseados em ações.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo descritivo foi realizado por meio de pesquisa documental, com abordagem quantitativa do problema. A característica descritiva decorre do fato de que o estudo tem como finalidade verificar a relação entre a remuneração baseada em ações e a propriedade familiar das empresas pesquisadas. Segundo Vergara (2000, p. 47), “a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno”.

Quanto ao procedimento utilizado, o mesmo deu-se por meio de pesquisa documental, conforme proposto por Marconi e Lakatos (2010). Os dados foram extraídos dos formulários de referência apresentadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa, disponíveis no sítio da bolsa de valores. A abordagem é quantitativa devido ao uso de instrumentos estatísticos nas fases de coleta, tratamento e análise dos dados, conforme preconizado por Richardson (1999).

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população da pesquisa compreende as companhias abertas listadas na BM&FBovespa, exceto as classificadas, segundo a bolsa de valores brasileira, no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades. Identificou-se 71 empresas que praticaram remuneração baseada em ações no exercício de 2010 e 71 em 2011, totalizando 142 observações que compõe a amostra desta pesquisa. Como esta pesquisa tem como objetivo verificar se a remuneração baseada em ações é significativamente diferente entre empresas familiares e não familiares identificou-se as empresas da amostra que se caracterizam como familiares. As empresas classificadas em familiares e não familiares que praticaram a remuneração baseada em ações e compõem a amostra desta pesquisa são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 – População e amostra da pesquisa

Painel A – 2010					
Setor	População		Amostra		
	Nº Empresas	% da população	Empresas não familiares	Empresas familiares	% da amostra
Bens Industriais	35	8,00%	1	5	8,45%
Construção e Transporte	71	25,60%	5	11	22,54%
Consumo Cíclico	68	14,40%	5	9	19,72%
Consumo Não Cíclico	48	17,60%	5	5	14,08%
Materiais Básicos	41	6,40%	3	5	11,27%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	6	3,20%	1	3	5,63%
Tecnologia da Informação	8	3,20%	2	3	7,04%
Telecomunicações	10	0,80%	1	1	2,82%
Utilidade Pública	73	7,20%	4	2	8,45%
Total	360	100,00%	27	44	100,00%
Painel B – 2011					
Setor	População		Amostra		
	Nº Empresas	% da população	Empresas não familiares	Empresas familiares	% da amostra
Bens Industriais	36	9,78%	1	3	5,63%
Construção e Transporte	71	19,29%	5	13	25,35%
Consumo Cíclico	74	19,57%	6	10	22,54%
Consumo Não Cíclico	50	13,59%	7	5	16,90%
Materiais Básicos	41	11,14%	3	4	9,86%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	7	1,90%	1	3	5,63%
Tecnologia da Informação	8	2,17%	1	1	2,82%
Telecomunicações	10	2,72%	1	1	2,82%
Utilidade Pública	73	19,84%	4	2	8,45%
Total	370	100,00%	29	42	100,00%
Total Geral	730	100,00%	56	86	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nesta pesquisa, as características observadas para determinar uma companhia como familiar foram a concentração de propriedade com uma família e/ou a participação dos membros da família no conselho, por ser as características mais utilizadas pelos pesquisadores (MOK; LAM; CHEUNG, 1992; ANDERSON; REEB, 2003; LEONE, 2005; CHING; FIRTH; RUI, 2006; ABOR; BIEKPE, 2007; SHYU, 2011). O percentual de concentração mínimo de ações com uma família considerado para determinar a empresa como familiar é de 10 por cento, por ser o percentual mais utilizado pela literatura (ANDERSON; REEB, 2003; SHYU, 2011).

3.2 COLETA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os dados utilizados para a análise estatística foram retirados dos Formulários de Referência apresentados pelas empresas listadas na BM&FBovespa. Foram considerados os mesmos dados utilizados pelos estudos citados na seção 2.3. As variáveis são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Dados	Variável	Proxy
Dependente	Remuneração baseado em ações	R\$ em milhares da remuneração dos executivos baseado em ações
Independente	Estrutura de propriedade	Empresa familiar = 0 Empresa não familiar =1
	Participação dos executivos	Percentual da participação dos executivos nas ações de empresas familiares

Fonte: Dados da pesquisa.

A identificação das empresas familiares deu-se por meio do Formulário de Referência disponível no sítio da CVM, no item 15.1/2, para a participação familiar no capital, e nos itens 12.6/8 e 12.9 para a participação familiar no conselho de administração.

O marco regulatório da atual prática da remuneração baseada e ações no mercado brasileiro ocorreu em 2008, quando o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 10 – Pagamento baseado em ações. Entretanto, para a análise, foi considerado apenas o período de 2010 e 2011, visto que em 2010 foi o ano em que se padronizou o atual formulário de referência.

Na análise dos dados, primeiramente foi realizado a estatística descritiva afim de descrever os dados da pesquisa. Posteriormente foi aplicado o teste *t* independente para suporte das hipóteses H_1 e H_2 . Segundo Field (2009) este tipo de técnica é eficaz quando se é utilizada uma variável categórica como explicativa. No estudo, a técnica foi empregada na verificação do efeito da propriedade familiar na remuneração baseada em ações da diretoria a fim de identificar se as empresas familiares possuem maior ou menor remuneração baseada em ações quando comparadas as empresas não familiares.

Para verificar a relação entre a propriedade familiar e a remuneração baseada em ações, foi aplicada a correlação de *Pearson*. Por fim, foi aplicada a regressão simples com a finalidade de verificar se uma maior concentração de capital da companhia com membros de uma família influencia a remuneração baseada em ações da diretoria das empresas, nessa análise foram consideradas apenas as empresas que remuneraram seus executivos nos dois anos analisados.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresenta-se a descrição e análise dos resultados da pesquisa. Inicia-se pela análise descritiva. Segue-se a análise com a correlação bisserial por ponto. Em seguida apresenta-se a análise de Testes amostrais independentes. Posteriormente, a análise de correlação de *Pearson* e, por fim, aplica-se a regressão linear simples. A Tabela 2 mostra a análise descritiva dos dados anteriormente apresentados no Quadro 1, separados de acordo com a estrutura de propriedade.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis

Empresas	Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
Familiares	Remuneração baseada em ações	86	-1.803,10	65.365.000,00	4.739.550,72	10.284.854,34
	Propriedade familiar	72	0,1042	1	0,39	0,31
Não Familiares	Remuneração baseada em ações	56	29.125,00	86.648.568,00	9.853.969,49	14.497.629,26

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os dados apresentados pela Tabela 2, verifica-se que nas empresas não familiares ocorreu a maior remuneração baseada em ações dos executivos e em empresas familiares ocorreu a menor remuneração. Observa-se também que a média de pagamento foi maior nas empresas não familiares, ou seja, em uma primeira análise, as empresas não familiares pagam melhor os seus executivos com ações do que as empresas familiares. Entretanto, para validação destes achados foi aplicado o teste *t* independente para verificar se a estrutura de propriedade impacta na remuneração baseada em ações dos executivos.

A amostra quanto a propriedade diminuiu para 72 observações devido 14 empresas terem sido caracterizadas como familiares pela participação de membros de uma família na gestão da empresa e não pela detenção de ações ordinárias da empresa. Isso posto, existem empresas em que a família não possui ações da mesma, em contraponto, há empresas em que a família possui 100% das ações. A Tabela 3 apresenta a correlação bisserial por ponto, demonstrando a relação entre a caracterização da empresa como familiar ou não familiar e a remuneração baseada em ações.

Tabela 3 – Correlação bisserial por ponto

		Caracterização da empresa (familiar/não familiar)
Remuneração baseada em ações	Correlação bisserial por ponto	0,231
	Sig. (2 extremidades)	0,007
	N	136

Fonte: Dados da pesquisa.

A correlação bisserial por ponto, conforme a Tabela 3, apresentou um coeficiente significativamente positivo ao nível de 1% para a amostra e o período da pesquisa. Portanto, pode-se concluir que a característica da empresa como familiar ou não familiar contribui em 23,10% da variação da remuneração baseada em ações da diretoria das empresas analisadas. Este resultado proporciona, preliminarmente, apoio, aos achados de Gomez-Mejia, Larrazza-Kintana e

Makri (2003), Elston e Goldberg (2003), Barak, Cohen e Lauerbach (2011), Croci, Gonenc e Ozkan (2012) e Palmberg (2012) de que há diferença significativa na remuneração baseada em ações da diretoria entre empresas familiares e não familiares. A Tabela 4 apresenta os Testes amostrais independentes.

Tabela 4 – Testes amostrais independentes

	Teste-T para igualdade de médias			Teste de Levene para igualdade de variâncias	
	t	df	Sig. (2 extremidades)	F	Sig.
Variâncias iguais assumidas	-2,754	134	0,007	7,367	0,008
Variâncias iguais não assumidas	-2,498	79,911	0,015		

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta o Teste de Levene e o Teste-T, além de conter duas linhas, as variâncias iguais assumidas e variâncias iguais não assumidas, apresentando os valores resultantes do teste *T*. O teste de Levene, testa a hipótese de que as variâncias nos dois grupos são iguais, assim se o teste for significativo, aceita-se que as variâncias são significativamente diferentes, deve-se então utilizar os dados da variâncias iguais não assumidas. Porém, se o teste de Levene não for significativo, aceita-se que as variâncias são praticamente iguais, deve-se então utilizar os dados das variâncias iguais assumidas (FIELD, 2009).

De acordo com a Tabela 4, o teste de Levene foi significativo ao nível de 1%, ou seja, as variâncias são significativamente diferentes. Dessa forma, o teste *T* foi significativo ao nível de 1%, confirmando a H_1 de que empresas familiares possuem menor remuneração baseada em ações que empresas não familiares, visto que a média de remuneração das empresas não familiares foi maior que a das empresas familiares. Para descobrir se o efeito é importante, foi calculado o tamanho do efeito, convertendo o valor *t* em um valor *r* conforme salientado por Field (2009). O tamanho do efeito apresentou um efeito médio de 0,27, assim além do efeito ter sido significativo, ele apresenta um efeito médio substancial.

Os achados da pesquisa se relacionam com os estudos, Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003), Elston e Goldberg (2003), Barak, Cohen e Lauerbach (2011), Croci, Gonenc e Ozkan (2012) e Palmberg (2012) de que empresas não familiares pagam melhor os seus executivos com remuneração baseada em ações. Contudo, a H_2 foi rejeitada, ou seja, para a amostra e período desta pesquisa, não se confirmou o relato de Bebchuk, (1999), Silva e Majluf (2008) e Shyu (2011) de que empresas familiares remuneram melhor seus executivos com base em ações.

A partir destes resultados, ainda que a literatura aponte que a remuneração baseada em ações pode contribuir para a melhora do desempenho da empresa e, ainda que a família tenha significativo interesse para que a empresa obtenha bom desempenho, pode-se afirmar que a empresa familiar não remunera de forma tão significativa seus executivos baseados em ações tendo como perspectiva manter a propriedade da empresa concentrada em poder da família.

A Tabela 5 apresenta a relação entre a remuneração baseada em ações e a participação familiar nas empresas. Observa-se que a correlação não sugere necessariamente uma relação de causa e efeito, mas na associação entre as variáveis.

Tabela 5 – Correlação de Pearson

		Participação familiar
Remuneração baseado em ações	Correlação de <i>Pearson</i>	-0,032
	Sig. (2 extremidades)	0,789
	N	72

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os achados da Tabela 5, não foi encontrada uma relação significativa entre as variáveis para apoiar a ideia de que uma maior concentração de capital da companhia com membros de uma família interfere na remuneração baseada em ações da diretoria. Entretanto, para validar esta afirmação foi aplicada a regressão linear simples, para verificar se a remuneração baseada em ações é impactada pela concentração de capital com a família. A Tabela 6 demonstra a regressão linear simples.

Tabela 6 – Regressão linear simples

Variável	Coefficiente B	Erro padrão	Estatística T	Sig.
Constante	5.619.590	2.122.109	2,648	0,010
Participação familiar	-1.142.613	4.261.018	-0,268	0,789
R quadrado	0,001	Média da variável dependente		5.170.905
R quadrado ajustado	-0,013	S.D. da variável dependente		11.002.685
Erro padrão da regressão	11.075.310	Critério de informação de <i>Akaike</i>		35,306
Soma dos quadrados dos resíduos	8,591	Critério de <i>Schwarz</i>		35,369
Log probabilidade	-1.269,006	Critério de <i>Hannan-Quinn</i>		35,331
Estatística <i>F</i>	0,072	<i>Durbin-Watson</i>		0,262
Probabilidade da estatística <i>F</i>	0,789			

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados apresentados, pela Tabela 6, apontam para a inexistência da relação entre a concentração de ações com a família e a remuneração baseada em ações da diretoria. A estatística *Durbin-Watson* de 0,262 destacam problemas de autocorrelação, inviabilizam, assim, a aceitação de H_3 para esta pesquisa, de que uma maior concentração de capital da companhia com membros de uma família influencia negativamente a remuneração de executivos baseados em ações.

Assim, para o período e a amostra da pesquisa, não se confirmou o relato de Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003) e Combs et al. (2010), ou seja, no Brasil a remuneração baseada em ações da diretoria não é impactada pelo grau de concentração de capital que a família possui da companhia. Possível explicação pode ser o fato de que esta prática ainda é nova no Brasil, se comparada ao cenário internacional e, assim, a remuneração baseada em ações pode estar sendo experiências primárias nas empresas analisadas.

Acrescenta-se que nesta pesquisa não foram diferenciadas as empresas familiares cuja gestão está profissionalizada daquelas em que a gestão está concentrada com os membros da família, assim, é possível que as empresas com gestão familiar não promovam a remuneração

baseada em ações devido o natural alinhamento de interesses entre gestão e proprietários.

5 CONCLUSÕES

Este estudo investigou o efeito da propriedade familiar na remuneração baseada em ações dos membros da diretoria das empresas brasileiras. Para consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. De um total de 730 observações selecionou-se uma amostra de 142 observações composta por 71 empresas em 2010 e 2011 das quais 44 eram familiares em 2010 e 42 em 2011.

Para a análise dos resultados foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) estatística descritiva para descrição dos dados da pesquisa; (ii) correlação bisserial e teste *t* independente para verificar quais empresas remuneram mais seus diretores baseados em ações, se as familiares ou as não familiares e; (iii) regressão linear simples para verificar se a concentração de capital com a família influencia no montante da remuneração baseada em ações da diretoria.

Os primeiros resultados obtidos por meio da estatística descritiva forneceram indícios de que as empresas não familiares remuneram seus executivos baseados em ações com maior intensidade que as empresas não familiares, confirmando a H_1 e rejeitando, conseqüentemente a H_2 . Os resultados apresentados pelo teste *t* independente confirmaram estes resultados. Os resultados confirmam aqueles já obtidos por Gomez-Mejia, Larraza-Kintana e Makri (2003), Elston e Goldberg (2003), Barak, Cohen e Lauterbach (2011), Croci, Gonenc e Ozkan (2012) e Palmberg (2012) de que empresas não familiares pagam melhor os seus executivos com remuneração baseada em ações.

Frente a estes resultados conclui-se que a remuneração baseada em ações é mais disseminada entre as empresas não familiares que as empresas familiares. Estes resultados indicam que as empresas familiares preferem manter as ações concentradas com a família, detendo maior parte da propriedade da companhia em poder da família, ainda que tal decisão implique em desempenho inferior ao que seria obtido caso a remuneração baseada em ações fosse praticada com maior intensidade.

Por fim, a correlação bisserial apresentou indicativo de que o grau de concentração de propriedade familiar contribui em 23,10% da variação da remuneração baseada em ações, entretanto, a regressão linear não permitiu confirmar que o percentual de concentração de ações em poder da família influencia a remuneração baseada em ações em empresas familiares como apresentado na H_3 e destacado pela literatura (GOMEZ-MEJIA; LARRAZA-KINTANA; MAKRI, 2003; COMBS, et al., 2010). Um motivo possível para que o Brasil apresente resultado contrário ao verificado na literatura está no fato de que a remuneração baseada em ações é prática mais comum e disseminada no âmbito internacional que no Brasil.

Mediante os resultados obtidos nesta pesquisa conclui-se que as empresas não familiares remuneram mais seus diretores baseados em ações que as empresas familiares. No que concerne a concentração de capital e a remuneração baseada em ações nas empresas familiares, conclui-se que no contexto brasileiro atual, o percentual de concentração de capital com a família não influencia no montante da remuneração baseada em ações dos diretores das empresas analisadas.

Estes resultados contribuem à pesquisa ao indicar que as empresas familiares podem estar utilizando outros meios de incentivo para alinhamento dos interesses dos gestores e acionistas que não seja a remuneração baseada em ações. Assim, recomenda-se que pesquisas sejam realizadas a fim ampliar a compreensão quando as políticas de remuneração da diretoria das

empresas familiares brasileiras.

Recomenda-se também, para estudos futuros, que se aborde um período maior para análise a fim de se obter uma visão mais ampla desta prática que ainda é recente no cenário nacional. Recomenda-se ainda, investigar se as empresas familiares que remuneram seus executivos baseados em ações possuem melhor desempenho que aquelas que não apresentam tal prática a fim de verificar se os argumentos levantados pela literatura se confirmam dentro do contexto das empresas familiares brasileiras.

REFERÊNCIAS

ABOR, J.; BIEKPE, N. Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance*, v. 7, n. 3, p. 288-300, 2007.

ALBERTO, G. S.; FAMÁ, R.; JUNQUEIRA, L. A. P. Governança corporativa em empresas familiares: um estudo bibliométrico e análise de redes sociais. *Revista Eletrônica de Administração (online)*, v. 12, n. 2, p. 96-111, jul./dez. 2013.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-Family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.

BARAK, R.; COHEN, S.; LAUERBACH, B. The effect of CEO pay on firm valuation in closely held firms. *Advances in Financial Economics*, v. 14, n. 1, p. 19-42, 2011.

BASCO, R. Tipo de orientación familiar y prácticas de dirección y gobierno: Un estudio aplicado a las empresas familiares españolas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, v. 19, n. 2, p. 129-114, 2010.

BEBCHUK, L. A. A rent-protection theory of corporate ownership and control. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper, n. 7203, 1999.

BEUREN, I. M.; POLITELO, L.; MARTINS, J. A. S. Influência da propriedade familiar no desempenho das empresas familiares da BM&FBovespa. In: Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 7, 2013. *Anais...* Fortaleza: ANPCONT, 2013.

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 112, n. 1, p. 693-728, 1997.

CHING, F. M. L.; FIRTH, M.; RUI, O. M. Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings in Hong Kong. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, v. 2, n. 1, p. 73-98, 2006.

COMBS, J. G.; PENNEY, C. R.; CROOK, T. R.; SHORT, J. C. The impact of family representation on CEO compensation. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 34, n. 6, p. 1125-1144, 2010.

CROCI, E.; GONENC, H.; OZKAN, N. CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3318-3335, 2012.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. **Journal of Financial Economics**, v. 56, n. 2, p. 153-207, 2000.

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

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. Decision making in acquisitions: The effect of outside directors' compensation on acquisition patterns. **Journal of Management**, v. 33, n.1, p. 30-56, 2007.

DONNELLEY, R. G. A empresa familiar. **Revista de Administração de Empresas**, v. 7, n. 23, p. 161-198, 1967.

ELSTON, J. A.; GOLDBERG, L. G. Executive compensation and agency costs in Germany. **Journal of Banking & Finance**, v. 27, n. 7, p. 1391-1410, 2003.

FLORIANI, O. P. **Perpetuação das sociedades à luz do direito civil**. Curitiba: Juruá, 2005.

GOMEZ-MEIJA, L. R.; LARRAZA-KINTANA, M.; MAKRI, M. The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. **The Academy of Management Journal**, v. 46, n. 2, p. 226-337, 2003.

HALL, B. J.; MURPHY, K. J. Optimal exercise prices for executive stock options. **National Bureau of Economic Research**, v. 90, n. 2, p. 209-214, 2000.

HALL, B. J.; MURPHY, K. J. The trouble with stock options. **National Bureau of Economic Research**, v. 17, n. 3, p. 49-70, 2003.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. **The American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000.

KAHLE, K.; SHASTRI, K. Firm performance, capital structure and the tax benefits of employee stock options. **Berlin Meetings Presented Paper**, 2002.

LEONE, N. G. **Sucessão na empresa familiar: preparando as mudanças para garantir sobrevivência no mercado globalizado**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTÍNEZ, J. I.; STÖHR, B. S.; QUIROGA, B. F. Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. **Family Business Review**, v. 20, n. 2, p. 83-94, 2007.

MAURY, B. Family ownership and firm performance: empirical evidence from western European corporations. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 1, p. 321-341, 2006.

MOK, H. M. K.; LAM, K.; CHEUNG, I. Family control and return covariation in Hong Kong's common stocks. **Journal of Business & Accounting**, v. 19, n. 2, p. 277-293, 1992.

MORAES FILHO, A. C. T. de; BARONE, F. M.; PINTO, M. de O. A produção científica em empresas familiares: um enfoque conceitual. **Revista de Administração Pública**, v. 45, n. 6, p. 1971-1991, 2011.

MORK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, 1988.

MUNÓZ, V. L. Política de dividendos y conflicto en la empresa familiar: el protocolo. **Revista de Empresa Familiar**, v. 2, n. 1, p. 55-63, 2012.

NUNES, A. de A. Informações contábeis disponibilizadas por empresas brasileiras, a respeito da concessão de opções de ações a funcionários. **Revista Latinoamericana de Administración**, n. 42, p. 49-64, 2009.

PALMBERG, J. K. Family control and executive compensation. **Ratio Working Papers**, n. 186, 2012.

PARRA, V. F. G.; GARCÍA, C. Q.; VELASCO, C. A. B. Tendencias en la investigación sobre empresa familiar: um estudo bibliométrico. **Boletín de Estudios Economicos**, v. 65, n. 200, p. 381-392, ago. 2010.

SANDERS, W. G.; HAMBRICK, D. C. Swinging for the fences: the effects of CEO stock options on company risk taking and performance. **Academy of Management Journal**, v. 50, n. 5, p. 1055-1078, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHYU, J. Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 4, p. 397-411, 2011.

SILVA, F.; MAJLUF, N. Does family ownership shape performance outcomes? **Journal of Business Research**, v. 61, n. 1, p. 609-614, 2008.

SMITH, C. W.; WATTS, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. **Journal of financial Economics**, v. 32, n. 3, p. 263-292, 1992.

THEISS, V. **Relação da estrutura de propriedade com a remuneração dos executivos de empresas listadas na BM&FBovespa**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Regional de Blumenau: Blumenau, 2012.

WARNER, J. B.; WATTS, R. L.; WRUCK, K. H. Stock Prices and Top Management Changes. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, 1998.

YERMACK, D. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 449-476, 1997.