

Influência do Controle e da Gestão Familiar no Endividamento das Empresas Abertas Brasileiras: um Estudo Quantitativo

Liliane Cristina Segura[†]

Universidade Presbiteriana Mackenzie

Henrique Formigoni^Ω

Universidade Presbiteriana Mackenzie

RESUMO

Esta pesquisa investigou a influência da família no endividamento das empresas abertas brasileiras. Embora exista uma vasta literatura nacional e estrangeira sobre estrutura de capital, ainda restam dúvidas sobre a importância da família na gestão das empresas. No Brasil, devido ao grande número de empresas familiares, é ainda mais evidente a necessidade de se investigar o tema. A população estudada foram as empresas listadas na BMF&Bovespa, no ano de 2010, e a amostra final constituiu-se de 356 empresas. Foram analisados seis anos (de 2004 a 2009), num total de 2.136 observações. Os resultados mostram que as empresas estudadas que são familiares ou que possuem gestão familiar apresentam-se menos endividadas do que as outras. Esse resultado está de acordo com estudos nacionais e internacionais, segundo os quais as empresas familiares tendem a ser mais conservadoras em seus investimentos, procurando utilizar mais capital próprio do que de terceiros.

Palavras-chave: Empresa familiar. Gestão familiar. Estrutura de capital. Endividamento.

Recebido em 25/02/2013; revisado em 03/03/2013; aceito em 26/08/2013; divulgado em 27/11/2014

**Autor para correspondência:*

[†] Doutora em Administração pelo Centro de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Vínculo: Professora do Curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Endereço: Rua da Consolação, 896, São Paulo – SP - Brasil
E-mail: Liliane.segura@mackenzie.br
Telefone: (11) 2114-8292

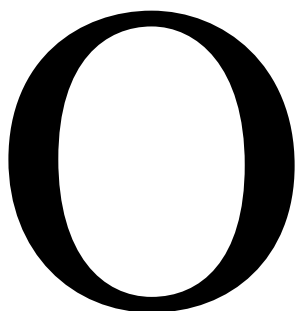
^Ω Doutor em Ciências Contábeis e Controladoria pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo
Vínculo: Professor do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu, Mestrado Profissional em Controladoria, da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Endereço: Rua da Consolação, 896, São Paulo – SP - Brasil
E-mail: henrique.formigoni@mackenzie.br
Telefone: (11) 2114-8292

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Emerson Mainardes



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

1 INTRODUÇÃO



papel exercido pelas famílias na administração das empresas tem sido estudado largamente por várias áreas da administração (FILATOTCHEV *et al.*, 2005; DEDOUSSIS; PAPADAKI, 2010; MCCONAUGHY, 1994; MOSEBACH, 2007; BOUBAKARI; FEUDJO, 2010). Muitos desses estudos, no entanto, têm sido realizados apenas em pequenas e médias empresas, que representam, em sua grande maioria, organizações com controle privado e familiar (LEAVELL; MANIAM, 2009; LANDSTROM; WINBERG, 2000).

Nesses estudos, a família e os gestores membros da família vêm obtendo grande destaque. Anderson e Reeb (2003), v.g., afirmam que 35% das 500 maiores empresas dos Estados Unidos apresentaram, de alguma forma, influência familiar. No Brasil, Oro *et al.* (2008) descobriram que 253 empresas, entre as 500 maiores segundo a *Revista Exame* em 2005, possuíam como característica o controle acionário totalmente brasileiro e, dessas, 20%, aproximadamente, operavam sob interferência familiar. Diferentemente do que afirma a teoria sobre separação entre controle e propriedade (JENSEN; MECKLING, 1976; BERLE; MEANS, 1932), encontra-se, hoje, uma extensa lista de empresas de capital aberto que apresentam o controle da família por meio da diretoria ou do conselho de administração.

Outros estudos apontam que membros de empresas familiares (quase sempre) concentram sua riqueza em uma ou poucas empresas (AGRAWAL; NAGARAJAN, 1990; ANDERSON; REEB, 2004; GÓMEZ-MEJÍA *et al.*, 2007). Todavia o capital pulverizado, implícito ou explícito nas teorias de finanças (SOARES; KLOECKNER, 2008), não é a forma dominante de estrutura de propriedade no Brasil (LA PORTA *et al.*, 1999).

Na literatura pesquisada, não foi possível, entretanto, encontrar: i) trabalhos com foco nas decisões financeiras de gestores membros da família controladora da empresa, e ii) a influência da família na tomada de decisões.

No Brasil, ainda que diversos estudos tenham sido desenvolvidos acerca das empresas familiares e do controle das famílias nas empresas abertas, faltam estudos que relacionem a gestão de membros da família e a estrutura de capital das empresas.

De forma a contribuir com as pesquisas já existentes em finanças sobre estrutura de capital e também sobre a gestão de empresas familiares, pretende-se responder à seguinte questão: *Existe relação entre a influência da família, da gestão e do controle familiares sobre*

o endividamento das empresas abertas brasileiras? O objetivo geral deste trabalho é verificar se o nível do endividamento das empresas sob influência da gestão e controle familiar é diferente daquelas que possuem gestão profissional.

A literatura não é unânime a respeito desses resultados, o que justifica a realização deste estudo. Dessa forma, esta pesquisa contribui para identificar, no Brasil, qual é a tendência do endividamento das empresas abertas familiares.

Este estudo contempla, além desta introdução, o referencial teórico, seguido da metodologia, da análise dos resultados e das considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Longenecker (2007, p. 82), empresa familiar é aquela em que dois ou mais membros de uma mesma família são proprietários de um negócio ou fazem a gestão em conjunto ou por sucessão. A empresa é reconhecida como familiar se passar de uma geração para outra.

Oro *et al.* (2008, p. 3), a propósito, fizeram uma revisão teórica sobre as principais classificações de empresa familiar e concluíram que duas características são fundamentais: participação majoritária da família no capital da empresa e membros da família na gestão do negócio.

Sobre esse tema, Harris e Raviv (1991) apresentaram um estudo destacando a Teoria da Agência, que analisa o conflito existente entre a separação de propriedade e gestão, tratados por Jensen e Meckling (1976). Devido à importância dos custos de agência – custos existentes por causa do conflito entre gestores e proprietários –, surgiram outros estudos, como o de Stulz (1990), que trata dos conflitos entre gestores e proprietários; o de Diamond (1989) e o de Hirshleifer e Thakor (1993) que tratam dos conflitos entre proprietários e credores. Esses conflitos traduzem uma série de alterações na estrutura de capital e também explicam a avaliação da empresa por parte de seus acionistas.

Desses trabalhos, ressalta-se o fato de que a estrutura de capital pode vir a modificar o valor da empresa e também o seu desempenho econômico-financeiro. Assim, entende-se que os responsáveis pelas decisões referentes à estrutura de capital, os gestores, influenciam de forma contundente como tal estrutura irá constituir-se.

Os estudos sobre empresas familiares possuem várias vertentes, tais como: estratégia (SIRMON; HITT, 2003; SIRMON *et al.*, 2008), conflitos de gestão (BORNHOLDT, 2005), comportamento e cultura organizacionais (KOTEY; MEREDITH, 1997; BERSON *et al.*,

2005), decisões financeiras e operacionais (ANDERSON; REEB, 2003; 2004; ORO *et al.*, 2008; BERTUCCI *et al.*, 2009).

2.1 ENDIVIDAMENTO E FAMÍLIA

O principal aspecto desta pesquisa, que obviamente não esgota as possíveis discussões, diz respeito à relação consequente da atuação de elementos familiares e não familiares numa empresa: o endividamento.

Se, por um lado, alguns autores afirmam não haver relação entre dívidas e controle familiar, por outro há, na literatura, tanto defensores de que a relação é positiva quanto de que é negativa. Consideram-se, assim, *grosso modo*, três pontos de vista: (a) há relação positiva; (b) há relação negativa; (c) não há relação.

Dois dos autores a receber destaque por suas pesquisas nesse sentido são Schulze e Dino (2004). Eles identificaram, em uma amostra com 1.000 observações, que as empresas familiares possuem tendência de menor alavancagem, ou seja, apresentam um endividamento menor do que seus pares não familiares.

López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007) também afirmam haver diferenças entre as decisões financeiras das empresas familiares e não-familiares. Eles encontraram menor nível de dívida nas empresas geridas por membros familiares do que nas empresas não familiares.

Pindado e La Torre (2008) encontraram que os gestores de empresas familiares são mais avessos ao risco do que aqueles de empresas não familiares. Dessa forma, o nível de dívida das empresas familiares tende a ser menor do que das não familiares.

Também nessa linha, Al-Ajmi *et al.* (2009) concluíram, a partir de uma amostra de 53 empresas sauditas, que a estrutura de capital é positivamente influenciada pela propriedade concentrada de fundos de pensões e bancos, mas negativamente relacionada com a propriedade familiar. Firth (1995) também encontrou altos níveis de dívida nas empresas de capital concentrado, resultado que mostra haver diferenças entre empresa administrada por membros da família e empresas em que a família é acionista majoritária.

Boubakari e Feudjo (2010) apontam para o fato de que, quando o gestor é membro da família acionista ou controladora, a empresa tende a evitar a dívida, numa relação negativa entre dívidas e gestor familiar, isso indica a contribuição do gestor familiar além da propriedade familiar. Corrobora essas pesquisas o mais recente trabalho de Lee (2011), que também identifica baixo nível de alavancagem nas empresas que são subsidiárias de empresas familiares.

Como contraposição aos trabalhos acima descritos, encontram-se as pesquisas que mostram que existe relação positiva entre endividamento e controle ou gestão familiar. Andres (2009) estudou uma amostra de 264 empresas alemãs e apurou que as empresas familiares são mais alavancadas por resistirem a buscar financiamento por meio de emissão de ações. King e Santor (2008) encontraram, também, maior alavancagem nas empresas familiares canadenses, numa avaliação de 613 empresas familiares e não familiares. Leavell e Maniam (2009) mostram que, em pequenas empresas do Texas, os donos preferem aumentar o nível de dívida para financiar suas operações, em detrimento de utilizar o capital próprio, aumentando assim, o nível de alavancagem das empresas.

Existem ainda outros estudos, como o de Anderson e Reeb (2003), que examinaram 319 empresas num período de 6 (seis) anos e não encontraram diferenças entre os níveis de dívida das empresas familiares e não familiares. Da mesma forma, no Brasil, o estudo de Machado *et al.* (2012), com empresas listadas na BM&FBovespa, indica que não existe relação entre a gestão familiar e o endividamento.

Como se verifica, a literatura ainda não conseguiu identificar a influência da família, gestor familiar e controle familiar, bem como dos fundadores no endividamento da empresa.

3 METODOLOGIA

Este é um estudo hipotético-dedutivo, de acordo com os fundamentos propostos por Popper (1975), pois se caracteriza pelo estabelecimento de hipóteses que devem ser testadas por meio de pesquisa empírica, ou seja, a observação da realidade. O tratamento dos dados utilizado para o teste de hipóteses foi a análise econométrica por regressões múltiplas.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

O conjunto das empresas observadas foi obtido entre aquelas que estavam ativas, no ano de 2010, na lista da BM&FBovespa, bem como o tipo de controle da empresa e a classificação de governança corporativa, totalizando-se uma população de 488 empresas financeiras e não financeiras. Foram excluídas aquelas que não apresentavam dados contábeis necessários e também as empresas financeiras, por sua característica de endividamento peculiar à pesquisa e, assim, no total, foram analisadas 356 empresas, que constituíram a amostra final deste estudo, num total de 2.136 observações.

3.2 COLETA DOS DADOS

Os dados sobre controle e gestão foram retirados do DIVEXT, Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da CVM. Os nomes de acionistas e diretores foram coletados das informações

anuais (IAN), que são de preenchimento obrigatório pelas companhias abertas brasileiras que negociam as ações na BM&FBovespa. Foram coletados todos os nomes dos principais acionistas (até o 5º maior acionista), a porcentagem de ações ordinárias e preferenciais, os nomes do Presidente do Conselho de Administração, Diretor Presidente e Diretor Financeiro no período de 2004 a 2009. Havia muitas empresas que não possuíam dados em todos os anos observados, portanto, optou-se por utilizar um painel desbalanceado.

3.3 HIPÓTESES DA PESQUISA

Esta pesquisa correlacionou diferentes níveis de endividamento com empresas com características familiares, de controle familiar e gerenciadas por familiares, separadamente.

3.3.1 Empresa familiar, controle da família e endividamento

Do ponto de vista do controle da família nas empresas, a presença de um acionista controlador diminui os custos de monitoramento e o conflito de agência, principalmente em ambientes com menor proteção legal e institucional aos investidores (OKIMURA, 2003; LA PORTA *et al.*, 1999; DAMI *et al.*, 2007).

O trabalho de Gomes-Mejía *et al.* (2007), por exemplo, mostra evidências de que o gestor familiar está disposto a aumentar o risco da empresa para preservar a sua riqueza socioemocional, mesmo que isso signifique maior endividamento e menor performance da empresa. Por outro lado, para Siqueira (1998, pág. 11), as empresas com controle familiar possuem uma tendência a fazer investimentos com o capital próprio, diminuindo o endividamento com terceiros. Isso pode ocorrer porque as famílias são mais conservadoras nos seus investimentos.

Alguns autores afirmam haver relação negativa entre família e endividamento (SCHULZE; DINO, 2004; LÓPEZ-GRACIA; SÁNCHEZ-ANDÚJAR, 2007; PINDADO; LA TORRE, 2008; AL-AJMI *et al.*, 2009; BOUBAKARI; FEUDJO, 2010; LEE, 2011); outros indicam que existe relação positiva entre família e endividamento (ANDRES; 2009, KING; SANTOR, 2008; LEAVELL; MANIAN, 2009) e, por fim, há autores que indicam não existir relação entre família e endividamento (MACHADO *et al.*, 2012; ANDERSON; REEB; 2003).

Nota-se, assim, que os estudos que envolvem as empresas familiares são diversos e controversos. Ao mesmo tempo, esses estudos, ora tratam o controle familiar, ora apenas a descrição de empresa familiar e, por outras vezes, a família na gestão ou nas ações da empresa. Por esse motivo, neste artigo, as empresas foram classificadas como: empresas familiares (dois ou mais diretores de uma mesma família na administração da empresa ou dois

ou mais diretores de uma mesma família que possuem ações da empresa – independentemente do número de ações) e também empresas de controle familiar (empresas classificadas como familiares, e também aquelas em que os acionistas familiares possuem mais de 50% das ações da companhia).

De forma a testar de maneira mais completa essa relação da família com o endividamento foram formuladas as seguintes hipóteses:

H₁: Existe relação entre a empresa familiar e o endividamento das empresas abertas brasileiras.

H₂: Existe relação entre o controle familiar e o endividamento das empresas abertas brasileiras.

3.3.2 Gestão da família controladora e endividamento

Em consistência com as hipóteses anteriormente apresentadas, é de se esperar que haja tomada de decisões diferentes, caso existam membros da família nos cargos de gestão.

Shleifer e Vishny (1986) apontam como um dos maiores custos de uma gestão familiar a não diversificação dos investimentos, em decorrência da aversão ao risco. Anderson e Reeb (2003) corroboram essa afirmação, indicando que a família pode evitar o risco de duas formas: por meio da diversificação de seus projetos ou do apoio no financiamento próprio, já que isso diminuiria o endividamento das empresas.

Barros (2005, p. 41) relaciona uma série de pesquisas que foram aplicadas aos gestores e demonstra os vieses comportamentais do excesso de confiança e otimismo. É possível compreender que, não havendo o risco da perda de emprego, o gestor, membro da família proprietária, assuma maiores riscos e, portanto, endivide-se mais. Também é possível que, por medo da perda do poder da família na empresa, o gestor utilize estratégias mais arriscadas, por exemplo, aumento do endividamento (GOMES-MEJÍA *et al.*, 2007).

Condizente com as teorias desenvolvidas para evidenciar o conflito de agência, Friend e Hasbrouck (1987) afirmam que a estrutura de capital da empresa é determinada, em grande parte das vezes, pelo interesse dos gestores, mesmo que este seja conflitante com os desejos dos acionistas. Isso ajuda a explicar a necessidade que os acionistas possuem de controlar os gestores principais das empresas.

No entanto, como explica Friend e Lang (1988), aumentar a dívida com terceiros ajuda a disciplinar a gestão e diminuir o conflito de agência. Dessa forma, espera-se que empresas

com gestores profissionais possuam maior nível de dívida com terceiros do que empresas com gestores membros da família fundadora. Para gestão de família, foram consideradas todas as empresas familiares que possuíam também pessoas da família nos cargos de comando da empresa, independentemente de haver controle acionário. Em face disso, uma nova hipótese deve ser considerada:

H₃: Existe relação entre a gestão familiar e o endividamento das empresas abertas brasileiras.

3.4 Definições das variáveis de estudo

As variáveis utilizadas neste estudo foram retiradas de estudos sobre estrutura de capital tanto nacional quanto internacional. Os trabalhos de Forte (2005), Brito *et al.* (2007), Soares e Kloeckner (2008), Perobeli *et al.* (2005), Barros (2005), Anderson e Reeb (2003) foram base para se buscarem as variáveis necessárias, uma vez que são trabalhos desenvolvidos com empresas brasileiras.

3.4.1 Variáveis Dependentes ou Explicadas

A variável dependente consiste no endividamento ($End_{i,t}$) da empresa nas suas várias modalidades. Para isso, foram testadas quatro variáveis dependentes: Endividamento Total, Endividamento Financeiro, Endividamento de Curto Prazo e Endividamento de Longo Prazo, como estão descritas a seguir:

3.4.2 Endividamento Total (ET)

A variável utilizada para endividamento total foi composta por:

$$ET_{i,t} = \frac{PC_{i,t} + PNC_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (1)$$

Sendo: $ET_{i,t}$ = Endividamento total da empresa i , no ano t ; $PC_{i,t}$ = Passivos circulantes da empresa i , no ano t ; $PNC_{i,t}$ = Passivos não circulantes da empresa i , no ano t e $AT_{i,t}$ = Ativo total da empresa i , no ano t .

3.4.3 Endividamento Financeiro (Efin)

O endividamento financeiro foi tratado por diversos autores como medida para alavancagem da empresa (BARROS, 2005; FORTE, 2005; ANDERSON; REEB, 2003). O cálculo representado foi o seguinte:

$$Efin_{i,t} = \frac{FCP_{i,t} + FLP_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (2)$$

Sendo: $Efin_{i,t}$ = Endividamento financeiro da empresa i (incluídos *commercial papers* e *bonds*, excluindo-se debêntures), no ano t ; $FCP_{i,t}$ = Financiamento com instituições

financeiras de curto prazo da empresa i , no ano t ; $FLP_{i,t}$ = Financiamento com instituições financeiras de longo prazo da empresa i , no ano t e $AT_{i,t}$ = Ativo total da empresa i , no ano t .

3.4.4 Endividamento de Curto Prazo (ECP)

O endividamento de curto prazo mede as dívidas assumidas pela empresa, seja quanto a seus *accruals*, seja por conta de financiamentos de curto prazo.

$$ECP_{i,t} = PC_{i,t}/AT_{i,t} \quad (3)$$

Sendo: $ECP_{i,t}$ = Endividamento de curto prazo da empresa i , no ano t ; $PC_{i,t}$ = Passivo circulante da empresa i , no ano t ; $AT_{i,t}$ = Ativo total da empresa i , no ano t .

3.4.5 Endividamento de Longo Prazo (ELPAT)

Foi composto por:

$$ELPAT_{i,t} = \frac{PNC_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (4)$$

Sendo: $ELPAT_{i,t}$ = Endividamento de longo prazo da empresa i , no ano t .

3.5 VARIÁVEIS INDEPENDENTES OU EXPLICATIVAS

Essas variáveis foram obtidas do relatório de informações anuais das empresas (IAN), divulgado por meio da CVM, no sistema DIVEXT.

3.5.1 Variável para definição de empresa familiar (FAM)

Consideraram-se, para o envolvimento da família nos negócios, as seguintes características: a) dois ou mais membros de uma mesma família estão na diretoria ou no conselho da empresa; b) dois ou mais membros de uma mesma família possuem ações da empresa, entre os cinco maiores acionistas; e/ou c) a empresa é controlada por uma *holding* familiar, variável *dummy*, em que $Fam = 1$ se a empresa for familiar; e $Fam = 0$, caso contrário.

3.5.2 Variável para definição do controle familiar (Cfam)

Empresas de controle familiar são aquelas classificadas como empresas familiares, conforme item 3.5.1 e que também possuem mais de 50% das ações ordinárias da empresa. Não necessariamente essas empresas apresentam gestão familiar. A família pode ser controladora da empresa, mas não se envolver com a gestão, ou seja, não há familiares nos cargos de CEO, CFO ou PCA. Variável *dummy*, em que $Cfam = 1$, se a empresa apresenta controle familiar; e $Cfam=0$, caso contrário.

3.5.3 Variável para definição de gestão familiar (Gfam)

É uma combinação de empresas classificadas como familiares e que possuem acionistas familiares em um dos cargos de Diretor Presidente, Presidente do Conselho de Administração e/ou Diretor Financeiro. Variável *dummy*, onde $Gfam = 1$, caso haja gestão familiar; e $Gfam = 0$, caso contrário.

3.6 VARIÁVEIS DE CONTROLE

3.6.1 Lucratividade ($LUCR_{i,t}$)

A *lucratividade* de uma empresa é bastante discutida nos trabalhos sobre estrutura de capital como um fator importante para buscar ou não novos financiamentos. Uma lucratividade maior pode indicar menor nível de endividamento com terceiros (MYERS, 1984; MOREIRA; PUGA, 2000; BRITO *et al.*, 2007; SOARES; KLOECKNER, 2008; PEROBELI *et al.*, 2005).

$$LUCR_{i,t} = \frac{LO_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (5)$$

Sendo: $LUCR_{i,t}$ = Lucratividade da empresa i , no ano t ; $LO_{i,t}$ = Lucro operacional antes do Resultado Financeiro (e antes dos impostos) da empresa i , apurado no ano t .

3.6.2 Oportunidade de crescimento ($OPCR_{i,t}$)

Pode ser um dos motivos pelos quais a empresa toma mais dinheiro emprestado, fazendo com que aumente o endividamento (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; PEROBELI *et al.*, 2005; SOARES; KLOECKNER, 2008). Foi utilizada por Barros (2005) como uma *proxy* alternativa para oportunidade de crescimento.

$$VAT_{i,t} = AT_{i,t}/AT_{i,t-1} \quad (6)$$

Sendo: $VAT_{i,t}$ = variação do Ativo total da empresa i , no ano t ; $AT_{i,t-1}$ = Ativo total da empresa i , no ano $t-1$.

3.6.3 Tamanho da empresa

Essa variável foi utilizada em diversos estudos (ZAHA, 2010; MINICHILINI *et al.*, 2010; SOARES; KLOECKNER, 2008, PEROBELI *et al.*, 2005). Quanto maior for o tamanho da empresa, maior o seu endividamento. O tamanho da empresa é medido pela variável $LNAT_{i,t}$ = logaritmo neperiano do Ativo total da empresa i , no ano t .

3.6.4 Risco ($Risk_{i,t}$)

Foi utilizado em diversos estudos (SOARES; KLOECKNER, 2008; PEROBELI *et al.*, 2008; GOMES-MEJÍA *et al.*, 2008). O risco não diversificado dos gestores é definido por

Friend e Lang (1988) como o *desvio padrão do resultado operacional* (antes dos juros e impostos), dividido pelo total do ativo o qual é usado como *proxy* para o risco.

$$Risk_{i,t} = \text{desvio padrão} \frac{LO_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (7)$$

Sendo: $Risk_{i,t}$ = risco da empresa i , no ano t ; $LO_{i,t}$ = lucro operacional da empresa i , no ano t ; e Desvio-Padrão = desvio-padrão das variáveis LO e AT nos últimos 5 anos.

3.6.5 Tangibilidade ($Tangi_{i,t}$)

A *tangibilidade* é outro fator que causa o endividamento das empresas (BREALEY *et al.*, 2008).

$$Tang_{it} = \frac{I_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (8)$$

Sendo: $Tang_{i,t}$ = tangibilidade da empresa i , no ano t ; $I_{i,t}$ = imobilizado líquido da empresa i , no ano t .

3.6.6 Fluxo de caixa livre ($FLCL_{i,t}$)

É um fator que pode reduzir o endividamento das empresas (JENSEN, 1986; SOARES; KLOECKNER, 2008; PEROBELLI *et al.*, 2005), ou seja, as empresas com maior fluxo de caixa livre se endividam menos. Isso acontece porque empresas que dispõem de dinheiro para investimentos não possuem a tendência de captar financiamentos.

$$FLCL_{i,t} = LL_{i,t} - \text{AumentoCGL}_{i,t} + \text{Depr}_{i,t} - \text{Invest}_{i,t} \quad (9)$$

Sendo: $FLCL_{i,t}$ = fluxo de caixa livre da empresa i , no ano t ; $LL_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i , no ano t ; $\text{AumentoCGL}_{i,t}$ = aumento do capital de giro líquido da empresa i , calculado pela diferença do CCL (capital circulante líquido) do ano $t-1$ e o ano t ; $\text{Depr}_{i,t}$ = depreciação da empresa i , no ano t e $\text{Invest}_{i,t}$ = investimentos da empresa (composto pela variação do imobilizado) i , no ano t .

3.6.7 Outros benefícios fiscais extra dívida ($OBEN_{i,t}$)

Como medida de controle será utilizado o *benefício fiscal extra dívida*, que capta todas as despesas não relacionadas com as dívidas da empresa, mas que podem influenciar no endividamento (BARROS, 2005).

$$OBEN_{it} = \frac{\text{Deprac}_{i,t} + \text{Amort}_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (10)$$

Sendo: $OBEN_{i,t}$ = outros benefícios fiscais da empresa i , no ano t ; $\text{Deprac}_{i,t}$ = despesa de Depreciação da empresa i , no ano t ; $\text{Amort}_{i,t}$ = despesa de amortização da empresa i , no ano t .

3.6.8 Crescimento de vendas ($CVEN_{i,t}$)

Indica o aumento de financiamentos por necessidade de crescimento (BRITO *ET AL.*, 2007). Fazer uma comparação entre crescimento de vendas para empresas familiares e não familiares indica, de alguma forma, que há decisões de buscar dinheiro de formas diferentes (FAMA; FRENCH, 2002).

$$CVEN_{i,t} = \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \times 100 \quad (11)$$

Sendo: $CVEN_{i,t}$ = crescimento de vendas da empresa i , no ano t ; $RLV_{i,t}$ = receita líquida de vendas da empresa i , no ano t ; $RLV_{i,t-1}$ = receita líquida de vendas da empresa i , no ano $t-1$.

3.6.9 Governança (GovI)

O *nível de governança* foi utilizado como medida de influência na estrutura de capital por diversos autores (PEROBELLI *et al.*, 2002; PEROBELLI *et al.*, 2005; SILVEIRA, 2004). É uma variável *dummy* para identificação do nível de governança estabelecido pela BM&FBovespa. Considerou-se que empresas com maior nível de governança corporativa são aquelas classificadas apenas como Nível 2 ou Novo Mercado pela BM&FBovespa. (Nível 2 e Novo Mercado =1, outros níveis =0).

3.6.10 Debêntures ($Deb_{i,t}$)

Foram coletados os *valores emitidos de debêntures* no período analisado, pois o montante emitido poderia influenciar de alguma forma no endividamento da empresa. Essa variável representa o exato valor constante na conta debêntures de longo prazo da empresa analisada.

3.6.11 Setor de Atividade

A atividade da empresa foi identificada por uma *dummy* de acordo com o **setor** em que atua (1=sim, atua no setor, 0= não, não atua no setor).

3.6.12 Ano

O *ano* foi identificado por *dummies* para captar eventuais choques macroeconômicos e eventuais efeitos temporais que podem afetar todas as empresas (BARROS, 2005). As *dummies* de ano são variáveis binárias representadas por 0, 1, sendo $t=1$ no ano observado para a empresa i , e, caso contrário, $t=0$.

É importante salientar que não houve controle específico em relação às mudanças nas normas contábeis (IFRSs) que se iniciaram em 2008, por alguns motivos específicos: a) as empresas só foram obrigadas a apresentar os demonstrativos contábeis a partir de 2010 – apesar de se ter conhecimento que muitas as publicaram antes da data prevista; b) de acordo

com os estudos de Martins e Paulo (2010) e Tonetto Filho e Fregonessi (2010) não apresentaram alterações significativas nos níveis de endividamento das empresas brasileiras.

3.7 MODELOS ECONOMÉTRICOS

3.7.1 Empresa familiar e endividamento

O modelo que foi utilizado para avaliar a hipótese H1, de empresa familiar e endividamento está especificado na equação:

$$End_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fam_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Onde: End_{it} é o endividamento da empresa; Fam_{it} representa a gestão ou não de controladores; VC_{jit} serão as variáveis de controle e ε_{it} é o erro.

3.7.2 Controle da família e endividamento

O modelo que avaliou a hipótese H2, de controle familiar e endividamento está especificado na equação:

$$End_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cfam_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Onde: End_{it} é o endividamento da empresa; $Cfam_{it}$ representa a gestão ou não de controladores; VC_{jit} serão as variáveis de controle e ε_{it} é o erro.

3.7.3 Gestão familiar e endividamento

O modelo que avaliou a hipótese H3, de gestão familiar e endividamento, está especificado na equação:

$$End_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gfam_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Onde: End_{it} é o endividamento da empresa; $Gfam_{it}$ representa a gestão ou não de controladores; VC_{jit} serão as variáveis de controle e ε_{it} é o erro.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Foram analisadas 356 empresas durante seis anos (2004 a 2009). As empresas analisadas foram classificadas por setores, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Distribuição das empresas da amostra por setores

Setor	Quantidade	Percentual
Petróleo e Gas	5	1,40%
Energia elétrica	45	12,64%
Transportes	18	5,06%
Construção	30	8,43%
Agropecuária	5	1,40%
Mineração	8	2,25%
Alimentos e Bebidas	20	5,62%
Têxtil	29	8,15%
Comércio	18	5,06%
Máquinas Industriais	5	1,40%
Fundos de Investimento	1	0,28%
Telecomunicações	14	3,93%
Eletroeletrônico	7	1,97%
Veículos e Peças	18	5,06%
Minerais não Metálicos	4	1,12%
Papel e Celulose	5	1,40%
Outras	81	22,75%
Industria química	14	3,93%
Siderurgia e Metalurgia	25	7,02%
Software e Dados	4	1,12%
Total	356	100,00%

Fonte: dados da pesquisa.

A amostra está distribuída em 20 setores. Utilizou-se a classificação da Bovespa. O setor mais representativo é o de energia elétrica (12,64%), seguido do de Construção (8,43%), têxtil (8,15%) e de siderurgia e metalurgia (7,02%).

A análise dos dados observados identifica na amostra que 29,54% das empresas possuem características familiares, conforme apresentado na Tabela 2. É importante notar que algumas empresas que foram classificadas em anos anteriores como familiares, deixaram de sê-lo durante o período observado. Isso também é importante para os dados observados, pois as características de endividamento podem ter sofrido mudanças quando da troca do tipo de empresa.

Tabela 2 - Empresas familiares

Tipo de empresa	Total obs	% obs
Empresas Familiares	631	29,54%
Empresas não familiares	1505	70,46%
Total	2136	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre as empresas familiares, foi observado que 64,98% delas são controladas por uma família, conforme Tabela 3. Isso significa que a família também possui mais de 50% das ações da empresa.

Tabela 3 - Tipo de controle nas empresas familiares

Tipo de Controle	Total obs	% obs
Controle familiar	410	64,98%
Sem controle familiar	221	35,02%
Total	631	100,00%

Fonte: dados da pesquisa.

Apesar de que uma parte (35,02%) das empresas familiares não é controlada pela família por meio das ações, observa-se, na Tabela 4, que 93,19% das empresas familiares são gerenciadas por familiares. Isso indica a grande influência da família na gestão das empresas, mesmo que não possua controle acionário.

Tabela 4 - Tipo de gestão nas empresas familiares

Tipo de Gestão	Total obs	% obs
Gestão familiar	588	93,19%
Gestão profissional	43	6,81%
Total familiares	631	100,00%

Fonte: dados da pesquisa.

Uma vez analisadas as variáveis para todas as empresas da amostra (familiares e não familiares), optou-se por analisar a média e desvio-padrão do conjunto de empresas observado. A **Erro! Fonte de referência não encontrada.**5 indica as estatísticas descritivas, a média, o desvio-padrão e a mediana para todas as variáveis observadas neste estudo. As variáveis já estão *winsorizadas* para que os *outliers* não influenciem nos resultados apresentados.

Tabela 5 - Estatística descritiva das empresas familiares e não familiares

Empresas Variável	Não familiares			Familiares		
	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana
Endividamento de Longo prazo	0,39	0,40	0,30	0,37	0,36	0,29
Endividamento Financeiro	0,34	0,25	0,27	0,37	0,25	0,30
Endividamento de Curto Prazo	0,20	0,17	0,19	0,23	0,17	0,22
Endividamento Total	0,15	0,11	0,13	0,12	0,10	0,10
Lucratividade	0,14	0,17	0,08	0,11	0,13	0,07
Tamanho (LNREC)	13,26	2,00	13,59	12,72	1,87	12,77
Risco (RISK)	0,09	0,12	0,05	0,08	0,11	0,04
Tangibilidade (TANG)	0,33	0,24	0,33	0,32	0,23	0,33
Op de Crescimento (OPCR)	1,63	1,93	0,99	1,52	1,83	0,90
Cresc das Vendas (CVEN)	0,15	0,32	0,10	0,15	0,32	0,08
Fluxo de Caixa Livre (FLCL)**	103,71	384,46	15,55	55,1	290,95	10,85
Outros Ben Fiscais (OBEN)	0,32	0,58	0,00	0,33	0,60	-
Valor das Debêntures (Deb)**	144,78	309,03	-	102,94	249,84	-

*Variáveis Winsorizadas ao nível de 10%. **Valores em milhões de reais.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na tabela 5, é possível observar uma leve tendência de que o endividamento total e de longo prazo nas empresas familiares sejam menores. Também é possível identificar uma média menor de fluxo de caixa livre e menor emissão de debêntures.

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

Para se decidir entre o melhor método de regressão a ser aplicado ao painel de dados, utilizou-se o teste de Hausman. O teste de Hausman verifica qual dos dois modelos (efeitos fixos ou aleatórios) é mais apropriado à amostra estudada. Este teste deu um resultado de $\text{Prob} > \text{Chi}^2$ de 0,000, o que significa que existem diferenças de estimação entre os dois testes aplicados e o melhor a ser utilizado é o de Efeitos Fixos. Dessa forma, utilizou-se o tratamento por efeitos fixos para os resultados apresentados.

Conforme se observa na Tabela 6, o endividamento total e também o endividamento de curto prazo possuem relação negativa e significativa com a empresa familiar. Isso significa que existe relação entre empresas familiares e endividamento e as empresas familiares, na amostra selecionada, apresentaram endividamento total e endividamento de curto prazo menor do que as empresas não familiares. Não se pode dizer, no entanto, que existe relação entre endividamento de longo prazo ou endividamento financeiro com as empresas familiares observadas na amostra.

Tabela 6 - Regressão para empresas familiares

Variáveis Independentes		Variável Dependente			
		ET	ELPAT	ECP	Efin
Empresa Familiar	Fam	-0,408**	0,077	-0,346***	0,020
	Erro	0,185	0,124	0,092	0,082
Governança	GOV	0,479	-0,131	0,041	0,041
	erro	0,238	0,160	0,117	0,107
Lucratividade	LUCR	0,295**	0,144*	0,025	-0,060
	Erro	0,127	0,0856	0,063	0,057
Tamanho da empresa	LNAT	-0,156***	-0,015	-0,100***	0,036**
	erro	0,036	0,024	0,019	0,016
Risco	RISK	1,121***	0,544***	0,304***	-0,0127
	erro	0,204	0,137	0,101	0,092
Tangibilidade	TANG	0,454***	0,301***	-0,089	0,261***
	erro	0,134	0,089	0,069	0,060
Oportunidade de Crescimento	OPCR	-0,014**	-0,007	-0,001	0,003
	erro	0,006	0,004	0,003	0,002
Crescimento de vendas	CVEN	0,139***	0,0396	0,063***	-0,0145
	erro	0,415	0,0279	0,021	0,0186
Fluxo de Caixa Livre	FLCL	0,000	0,000***	0,000***	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros Benefícios Fiscais	OBEN	0,022	0,030**	-0,020*	0,004
	erro	0,024	0,016	0,012	0,0109
Payout	Pout	0,000	-0,0003	0,0003**	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
Debêntures	Deb	0,000	0,000	0,000	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Dummy de ano</i>		SIM	SIM	SIM	SIM
R-quadrado	R ²	0,342	0,216	0,257	0,02

Os valores em negrito significam o coeficiente (estimador) obtido pela regressão e o erro padrão é apresentado na linha seguinte. Em termos de significância estatística apresentou-se: *** ao nível de 1%; ** ao nível de 5% e * ao nível de 10%.

Também foi observada relação positiva e significativa entre lucratividade, risco, tangibilidade, crescimento das vendas e o endividamento da empresa. Isso significa que essas variáveis estão relacionadas com o aumento do endividamento. Foi encontrada também relação negativa e significativa entre oportunidade de crescimento, tamanho da empresa e endividamento, indicando que elas contribuíram para a diminuição do endividamento das empresas observadas.

Não foram encontradas relações significantes entre controle familiar e endividamento. Dessa forma, optou-se por suprimir esta tabela deste estudo.

Com relação à gestão familiar, as relações também foram identificadas por meio da regressão. É possível afirmar que existe uma relação negativa e significativa entre os níveis de

endividamento total, endividamento de longo prazo e endividamento de curto prazo das empresas familiares. Isso significa que as empresas geridas por familiares apresentam, no geral, um endividamento menor do que as empresas não familiares, conforme se observa na Tabela 7.

Tabela 7 - Regressão para gestão familiar

Variáveis Independentes		Variável Dependente			
		ET	ELPAT	ECP	Efin
Gestão Familiar	Gfam	-0,267**	-0,246***	-0119*	0,046
	Erro	0,138	0,091	0,069	0,061
Governança	GOV	0,0442	-0,011	0,038	0,041
	erro	0,239	0,159	0,119	0,107
Lucratividade	LUCR	0,269**	0,091	0,026	-0,052
	Erro	0,130	0,086	0,065	0,058
Tamanho da empresa	LNAT	-0,157***	-0,019	-0,098***	0,036**
	erro	0,036	0,024	0,019	0,016
Risco	RISK	1,206***	0,435***	0,407***	-0,006
	erro	0,194	0,129	0,097	0,087
Tangibilidade	TANG	0,433***	0,262***	-0,096	0,267***
	erro	0,135	0,090	0,070	0,060
Oportunidade de Crescimento	OPCR	-0,013**	-0,007	-0,001	0,002
	erro	0,007	0,004	0,003	0,003
Crescimento de vendas	CVEN	0,138***	0,037	0,063***	-0,014
	erro	0,041	0,027	0,022	0,018
Fluxo de Caixa Livre	FLCL	0,000	0,000***	0,000***	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
Outros Benefícios Fiscais	OBEN	0,021	0,029*	-0,020*	0,000
	erro	0,024	0,016	0,012	0,000
Payout	Pout	0,000	-0,000	0,000	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
Debêntures	Deb	0,000	0,000	0,000	0,000
	erro	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Dummy de ano</i>		SIM	SIM	SIM	SIM
R-quadrado	R ²	0,359	0,224	0,381	0,186

Em termos de significância estatística, apresentou-se: *** ao nível de 1%; ** ao nível de 5% e * ao nível de 10%.

A regressão possui erros-padrão robustos, agrupados por empresa (*clustered*).

Esses resultados são compatíveis com os estudos de Zurich (2005), Lee (2011), Oro *et al.* (2009) e também com os de Burkart *et al.* (2003) que, em linhas gerais, afirmam que o monitoramento da família faz com que os gestores busquem menor endividamento nas empresas. Os resultados estão também de acordo com os trabalhos de Schulze e Dino (2004), López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007), Pindado e La Torre (2007), Al-Ajmi *et al.* (2009), Boubakari e Feudjo (2010) e Lee (2011). Mas esses resultados não são compatíveis com os

estudos de Fiegenbaum e Thomas (1988), Landstrom e Winberg (2000), Leavel e Maniam (2009), Andres (2009), King e Santor (2008) que mostram que as empresas familiares buscam maior endividamento externo do que as demais, por causa do receio da perda de seus negócios quando da emissão de ações. Os estudos de Anderson e Reeb (2003) também não encontraram relação entre empresa familiar e endividamento.

De todos os resultados apresentados, a única variável independente que não apresentou significância estatística foi a de controle familiar. As outras relações propostas apresentam significância estatística, ou seja, existem indícios de que há uma relação entre endividamento e empresa familiar e gestão familiar.

No que tange ao aspecto comportamental, tratado por muitos trabalhos pesquisados, entre eles o de Barros (2005), Malmendier e Tate (2004), Thaler e Barberis (2003), o tratamento estatístico utilizado na amostra observada não apontou aumento de endividamento para os gestores fundadores, como evidenciado no trabalho de Barros (2005), com empresas brasileiras. Esse resultado não é necessariamente uma surpresa, porquanto já se sabe que há ampla gama de variáveis a se considerar numa análise sobre esse tipo particular de empresa.

A pesquisa revelou também que alguns dos comportamentos descritos pela literatura podem ser observados nos resultados obtidos, mas não necessariamente todos. O fato de o gestor membro da família com concentração de ações tender ao endividamento poderia ser explicado pela autoconfiança excessiva (BARROS, 2005). Ao mesmo tempo, o gestor membro da família com ações dispersas também poderia tender à fuga ao endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diversos estudos evidenciam os vieses cognitivos de gestores nas empresas ao redor do mundo. Esses estudos também têm mostrado uma série de classificações e resultados que diferem entre si e tornam difícil a interpretação da relação entre família, gestores e controladores com o endividamento da empresa.

Tais resultados implicam, *grosso modo*, o fato de que o controle das variáveis que envolvem o estudo sobre a participação do gestor e sua natureza – participante da família ou não, controle concentrado ou disperso etc. – é complexo e, frequentemente, leva a resultados nem sempre condizentes com os já encontrados na literatura específica. Implicam, também, é claro, a necessidade de mais estudos, sob condições diversas das utilizadas nesta pesquisa, já que o tema é rico e amplo.

Este estudo contribui para a literatura de Finanças por meio da investigação empírica nas empresas listadas na BM&FBovespa. Buscou-se estudar a relação entre empresa familiar, controle e gestão da família com o endividamento da empresa. Foram elaboradas, conforme a literatura disponível, três hipóteses que, uma vez testadas, propuseram o relacionamento entre endividamento e cada um dos controladores ou gestores possíveis para cada uma das empresas.

Para a aplicação do método, uma amostra de 356 empresas com dados contábeis disponíveis na base de dados Economatica foi utilizada, a partir da qual se deu a classificação de gestores, controladores e familiares, para que se pudesse avançar nos estudos sobre esse tema.

Para o teste de hipóteses, analisaram-se diversos métodos de investigação, sendo escolhido o método de Efeitos Fixos por meio do teste de Hausman. Todos os resultados foram apresentados ao longo deste trabalho.

Os principais resultados desta pesquisa indicam que existe relação entre empresas familiares e gestores familiares e o endividamento da empresa. Não apresentou significância estatística a relação da variável de controle familiar no endividamento.

Quanto às empresas familiares, foi possível observar que existe também relação entre o endividamento e as empresas familiares e geridas por familiares. Todas as relações são estatisticamente significativas, portanto não se pode rejeitar as hipóteses H_1 e H_3 . Essa relação se apresentou negativa nos dois casos, mostrando uma tendência de as empresas familiares ou geridas por familiares serem menos endividadas do que as demais, na amostra selecionada. Essas evidências confirmam os estudos de Siqueira (1998), IBGC (2007), Anderson e Reeb (2003), Shleifer e Vishny (1986) entre outros, que apontam para uma diminuição dos custos de investimentos nas empresas familiares, bem como a preferência pela utilização do capital próprio.

Não se pode afirmar, entretanto, que as empresas que possuem controle familiar apresentem uma estrutura de capital diferente daquelas de controle não familiar, portanto não se pode confirmar a hipótese H_2 .

Dessa forma, essa pesquisa indica que as empresas familiares brasileiras apresentam, na amostra estudada, um endividamento menor do que aquelas que não possuem influência familiar.

5.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Sabe-se que o perfil do gestor e a cultura da empresa podem influenciar nas decisões de endividamento. Eventuais erros de classificação podem ocorrer na definição de controle familiar e gestão familiar, uma vez que são estabelecidos pelo pesquisador, podendo ser levantados outros métodos em pesquisas futuras. A ambiguidade dessas classificações sempre vai existir, porque as definições operacionais são argumentos estabelecidos para esta pesquisa.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N. Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms. **Jornal of Finance**, v. 45, p. 1325-31, set. 1990.
- AL-AJMI; J.; HUSSAIN, H.A.; AL-SALEH, N. Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of riba: the case of Saudi Arabia. **The Journal of Risk Finance**, vol. 10, n. 5, p. 460-76, 2009.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. **Administrative Science Quarterly**, v. 49, n. 2, p. 209-7, jun. 2004.
- 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. 1301-28, jun. 2003.
- ANDRES, C. **Family ownership, financing constraints and investment decisions**. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1101453>>. Acesso em: 22 ago. 2011.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, feb. 2002.
- BARROS, L. A. B. de C. **Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica dos gestores otimistas e excessivamente confiantes**. Tese de Doutorado (Doutorado em Administração) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2005.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BERSON, Y.; OREG, S. e DVIR, T., Organizational culture as a mediator of CEO values and organizational performance. **Academy of Management Proceedings**, 2005.
- BERTUCCI, J. L. D. O.; CAMPOS, E. A. S.; PIMENTEL, T. D.; PEREIRA, R. D.; Mecanismos de Governança e Processos de Sucessão: um estudo sobre a influência dos elementos de governança corporativa na orientação do processo sucessório em uma empresa familiar. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 11, p. 152-67, abr/jun. 2009.
- BORNHOLDT, W. **Governança na empresa familiar**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

BOUBAKARI, A.; FEUDJO, J. R. Corporate governance for the best financing choices: An empirical study from family firms in northern cameroon. **International Journal of Economics and Finance**, v. 2, n. 2, p. 70-7, 2010.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, vol. 18, p. 9-19, 2007.

BURKART, M.; PANUNZI, F.; SHLEIFER, A. Family firms. **Journal of Finance**, v. 58, n. 9, p. 2167–201, set. 2003

CARLOCK, R. S; WARD, J. L., **Strategic Planning for the Family Business**: parallel planning to unify the family and business. Londres: Palgrave, 2000.

COMBS, J.G. Commentary: the servant, the parasite, and the enigma: a tale of three ownership structures and their affiliate directors. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, no. 6, p. 1027-33, nov. 2008.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. de S.; SOUSA, A. F.. Corporate governance and ownership structure in Brazil: causes and consequences. **Corporate Ownership & Control**. Ukraine, v. 5, n. 2, p. 1-15, 2007.

DEDOUSSIS, E.; PAPADAKI, A. Investment spending and corporate governance. **Managerial Finance**, v. 36, no. 3, p. 201-24, 2010.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**. v. 26, p. 375–94, 1983.

DIAMOND, D. Reputation acquisition in debt markets. **Journal of Political Economy**. v. 4, n.97, p. 828-62, 1989.

FAMA, E. & FRENCH, K. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1–33, 2002.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. n. 26, p. 301-25, jun. 1983.

FIGENBAUM, A.; THOMAS, H. Attitudes toward risk and the risk-return paradox: Prospect theory explanations. **Academy of Management Journal**, n. 31, p. 85-109, 1988.

FIGENER, M. K. Locus of ownership and family involvement in small private firms. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 2, p. 1467, 2010.

FILATOTCHEV, I.; LIEN, Y.; PIESSE, J. Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan. **Asia Pacific Journal of Management**, v.22, n.3, p. 257-283, 2005.

FIRTH, M. The impact of institutional stockholders and managerial interest on the capital structure of firms. **Managerial and Decision Economics**, v. 16, p. 167-75, 1995.

FORTE, D. **Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995-2005)**. Tese de Doutorado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2005.

FRIEND, I.; HASBROUCK, J. Determinants of capital structure. **Research in Finance**. New York, v. 7, p. 1-19, 1987.

FRIEND, I.; LANG, L. An Empirical test of the impact of managerial self- interest on corporate capital structure. **Journal of Finance**, New York, v. 43, p. 271-81, 1988.

GÓMEZ-MEJÍA, L. R.; HAYNES, K.T.; NÚÑES-NICKEL, M. et al. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. **Administrative Science Quarterly**, v. 53, n.1, p. 106-37, dez. 2007.

HADANI, M. Family Matters: Founding family firms and corporate political activity. **Business & Society**, Sage Publications, v., 46, n. 4, p. 395-498, dez. 2007.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, p. 297–355, 1991.

HEINEBERG, R; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3, 2003.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–60, 1976.

JENSEN, M. Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323–29, 1986.

JUNAID-UL-HAQ, NASIR, R. U., WASIMULLAH. Pecking order and trade-off model: theory vs practice. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, v. 2, n.12, p. 346-57, apr. 2011

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria da agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 2, n. 5, p. 2-8, 2º. sem. 1997.

KING, M. R.; SANTOR, E. Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, p. 2423-32, 2008.

KOTEY, B.; MEREDITH, G. G., Relationships among owner/manager personal values, business strategies, and enterprise performance. **Journal of Small Business Management**, v. 35, n. 2, p. 12-35, apr. 1997.

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

LANDSTROM, H.; WINBERG, J. Financial bootstrapping in small businesses: examining

managers' resource acquisition behaviors. **Journal of Business Venturing**, n.16, p. 235–54, 2000.

LEAVELL, H.; MANIAM, B. A survey of small business debt financing practices. **The Business Review**, Cambridge, v. 1, n.1, p. 37-42, 2009.

LEE, J. **Corporate finance in family business groups**. (Doutorado em Finanças) - New York University, 2011.

LONGENECKER, J. G., MOORE, C. W., PETTY, J. W. et al. **Administração de pequenas empresas**. 13 ed. New York: Thomson, 2007.

LÓPEZ-GRACIA, J.; SÁNCHEZ-ANDÚJAR, S. Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. **Family Business Review**, v. 20, n. 4, p. 269-87, dec. 2007.

MACHADO, D.G.; ALMEIDA, D.M.; SCARPIN, J.E. Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares que compõem o índice IBRX-100 da BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, v. 4, n. 3, 2012.

MALMENDIER, U.; TATE, G. A. Who makes acquisitions? A test of the overconfidence hypothesis. **Working Paper**, set. 2004. Disponível em: <<http://www.stybelpeabody.com/overconfidence.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2009.

MARTINS, O; PAULO, E. Reflexo da adoção Das IFRS na análise de desempenho das companhias de capital aberto no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 4, n. 9, p. 30-54, maio-ago. 2010.

MCCONAUGHY, D.L. **Founding-Family-Controlled corporations**: An agency-theoretic analysis of corporate ownership structure and its impact upon corporate efficiency, value, and capital structure. 1994. (Doutorado em Finanças) - Universidade de Cincinnati, 1994.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. **American Economic Review**, v. 53, p. 433–43, 1963.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, p. 261–97, 1958.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento - uma análise do Brasil pós-real. **Revista de Economia Contemporânea**, ed. especial, v. 5, p. 35-67, 2000.

MOSEBACH, J. E. **Founding family firms**: effective tax rates and dividend payout policies. 2007. (Doutorado em Finanças) - University of Arkansas, 2007.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, p. 575–92, 1984.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 220 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, Universidade de São Paulo, 2003.

ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, p. 15-7, jun. 2008. Disponível em: <http://www.furb.br/congressocont/_files/CCG029.pdf>. Acesso em: 12 ago. 2009.

PEROBELLI, F., FAMA, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 37, p. 52-85, 2002.

PEROBELLI, F.F.C.; SILVEIRA, A.M.; BARROS, L.A.B.C. Fatores determinantes da estrutura de capital: novas evidências no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS (SBFIN), 5, São Paulo, 2005.

PINDADO, J.; LA TORRE, C. Financial decisions as determinants of ownership structure: evidence from Spanish family controlled firms. **Managerial Finance**, v. 34, n. 12, p. 868-85, 2008.

POPPER, K. R. **A lógica da pesquisa científica**. 2. ed. São Paulo: Cultrix, 1975.

ROSSATO NETO, F. J.; CAVEDON, N. R. Empresas familiares: desfilando seus processos sucessórios. **Cadernos EBAPE**, v. 2, n. 3, dez. 2004.

RUBINSTEIN, M. E. A Mean-Variance Synthesis of corporate financial theory. **Journal of Finance**, v. 28, n. 1, p. 15-22, 1973.

SHLEIFER, A. VISHNY, R. A Survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-83, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control, 94 J. **Journal of Economics**, Massachusetts Institute of Technology, p. 461-89, 1986.

SCHULZE, W. A.; DINO, R. N. The impact of distribution of ownership on the use of financial leverage in family firms. In: **US ASSOCIATION FOR SMALL BUSINESS**, 2004.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 37-62, dez. 1998.

SIRMON, D. G.; HITT, M. A. Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 4, n. 27, p. 339-58, 2003.

SIRMON, D. G.; ARREGLE, J.; HITT, M. A.; WEBB, J. W. The role of family influence in firms' strategic responses to threat of imitation. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 30, n. 10, p. 979-994, nov. 2008.

SOARES, R. O., KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v. 48, n. 4, p. 73-96, out.-dez. 2008.

STIGLITZ, J. E. A Re-examination of the Modigliani-Miller theorem. **American Economic Review**, v. 59, n. 5, p. 368, 1968.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v, 26, p. 3–27, 1990.

THALER, R.; BARBERIS, N. A survey of behavioral finance. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Orgs.). **Handbook of the economics of finance**. New York: North Holland, 2003.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T. European ownership concentration: causes and consequences. **Institute of International Economics and Management**. Copenhagen: Copenhagen Business School, 1997.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.

TONNETO FILHO, V.; FREGONESI, M. S. F. A. Análise da variação nos índices de Endividamento e liquidez e Do nível de divulgação das empresas do setor de alimentos processados com a adoção das normas internacionais. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, São Paulo, 2010.

ZAHA, S. A. *et al.*. Culture of family commitment and strategic flexibility: the moderating effect of stewardship. **Entrepreneurship Theory and Practice**, p. 1035-54, nov. 2008.