

## **CUE361 - INFLUÊNCIA DA GESTÃO FAMILIAR NA RENTABILIDADE E NA COMPOSIÇÃO DE ENDIVIDAMENTO: UM ESTUDO DAS COMPANHIAS LISTADAS NA B3**

### **Autoria**

Natália Fontenele Tibério

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE

Hellen Bomfim Gomes

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE

Felipe Anderson Smith de Medeiros

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE

Yuri Gomes Paiva Azevedo

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE

### **Resumo**

O presente estudo tem por objetivo analisar o impacto da gestão familiar na rentabilidade e na composição do endividamento das empresas listadas na B3, partindo das premissas de que as companhias que são geridas por familiares apresentam maior rentabilidade e menor endividamento. Para atingir o objetivo proposto, foram coletados dados dos formulários de referência no que concerne à gestão familiar, sendo esses obtidos por meio do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A amostra da pesquisa compreende 192 companhias de uma população de 412, uma vez que foram excluídas da amostra companhias que não apresentaram todas as informações necessárias ao estudo, além das companhias do setor financeiro, por configurar um setor com características próprias e de não interesse nessa investigação. Para realização das análises foram estimados dois modelos com dados dispostos em cross-sectional, uma vez que os dados coletados compreendem o ano de 2016, tendo como variáveis dependentes o Retorno sobre o Ativo (ROA) e Composição de Endividamento (CE). Com base nos resultados encontrados, foi observado que a administração familiar não influencia de forma significativa na rentabilidade e na composição de endividamento das companhias presentes na amostra, devendo-se, assim, rejeitar as hipóteses de pesquisa. Nessa perspectiva, verifica-se que esses achados podem contribuir para a literatura na área, tendo em vista que apesar de notoriamente a gestão familiar ser singular, essas diferenças não correspondem em aumento estatisticamente significativo de lucratividade e endividamento de curto prazo, sugerindo, assim, que na construção de um portfólio, os investidores não necessitam importar-se em classificar as empresas como sendo familiares ou não.

## INFLUÊNCIA DA GESTÃO FAMILIAR NA RENTABILIDADE E NA COMPOSIÇÃO DE ENDIVIDAMENTO: UM ESTUDO DAS COMPANHIAS LISTADAS NA B3

### RESUMO

O presente estudo tem por objetivo analisar o impacto da gestão familiar na rentabilidade e na composição do endividamento das empresas listadas na B3, partindo das premissas de que as companhias que são geridas por familiares apresentam maior rentabilidade e menor endividamento. Para atingir o objetivo proposto, foram coletados dados dos formulários de referência no que concerne à gestão familiar, sendo esses obtidos por meio do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A amostra da pesquisa compreende 192 companhias de uma população de 412, uma vez que foram excluídas da amostra companhias que não apresentaram todas as informações necessárias ao estudo, além das companhias do setor financeiro, por configurar um setor com características próprias e de não interesse nessa investigação. Para realização das análises foram estimados dois modelos com dados dispostos em *cross-sectional*, uma vez que os dados coletados compreendem o ano de 2016, tendo como variáveis dependentes o Retorno sobre o Ativo (ROA) e Composição de Endividamento (CE). Com base nos resultados encontrados, foi observado que a administração familiar não influencia de forma significativa na rentabilidade e na composição de endividamento das companhias presentes na amostra, devendo-se, assim, rejeitar as hipóteses de pesquisa. Nessa perspectiva, verifica-se que esses achados podem contribuir para a literatura na área, tendo em vista que apesar de notoriamente a gestão familiar ser singular, essas diferenças não correspondem em aumento estatisticamente significativo de lucratividade e endividamento de curto prazo, sugerindo, assim, que na construção de um portfólio, os investidores não necessitam importar-se em classificar as empresas como sendo familiares ou não.

**Palavras-chave:** Gestão Familiar; Rentabilidade; Composição de Endividamento.

### 1 INTRODUÇÃO

O interesse pela compreensão das particularidades dos negócios familiares tem aumentado significativamente nas últimas décadas (Borges, Lescura, & Oliveira, 2012), pois representam empresas que dominam diferentes setores de atividade, contribuindo consideravelmente para questões econômicas e sociais, em especial no Brasil (Gonçalves, 2000).

Scarpin, Almeida e Machado (2012) ressaltam a importância das empresas familiares para o desenvolvimento da economia brasileira, tendo em vista sua relevante contribuição para o Produto Interno Bruto (PIB). No entanto, apesar da relevância econômica, Donnelley (1964) evidencia que a empresa familiar é permeada por antagonismos que podem comprometer seu desempenho, como conflitos de interesse, morosidade na reação de novas condições impostas pelo mercado e desenvolvimento de nepotismo, ao passo que Petry e Nascimento (2009) ressaltam, também, o processo sucessório como uma das fraquezas das empresas familiares.

Por outro lado, Demsetz e Lehn (1985) sugerem que nessas empresas há redução substancial dos conflitos associados a problemas de agência, ou seja, o risco a que o proprietário da empresa (principal), ou quem venha assumir esse papel, e os administradores e gestores (agentes) estão submetidos, isto é, o agente pode assumir um comportamento oportunista nas suas ações ou omissões, visando sua satisfação pessoal, sem pensar nos objetivos do principal. No caso, o conflito de agência significa conflito de interesses entre os vários interessados nas atividades da companhia devido à assimetria informacional (Rocha, Pereira, Bezerra, & Nascimento, 2012).

Conforme Ceretta e Niederauer (2001), o acirramento da concorrência em todos os setores da economia mundial, assim como no Brasil, exige muito mais esforços das companhias, de maneira que apenas as organizações mais fortes sobrevivam. Destarte, os gestores devem estar constantemente perseguindo a eficiência do negócio, observando aspectos financeiros básicos, rentabilidade e endividamento.

Dessa forma, segundo Andrade, Grzybovski e Lima (2005), empresas familiares são organizações singulares que merecem uma discussão teórica sob diferentes abordagens. Oro, Beuren e Hein (2009) afirmam que as empresas familiares possuem estrutura de capital própria, que financia os ativos e permite investir no desenvolvimento de suas atividades. É nesse sentido que consiste a importância de observar os atributos e determinantes da rentabilidade e endividamento dessas empresas.

Estudos realizados anteriormente, tanto no âmbito nacional, quanto no internacional, apontam para as singularidades das empresas familiares, chegando a conclusão de que essa característica, ser familiar, impacta positivamente na rentabilidade (Allouche, Amann, Jaussaud, & Kurashina, 2008; Laffranchini & Braun, 2014; Shyu, 2011), assim como negativamente no endividamento (Allouche et al., 2008; Segura & Formigoni, 2014).

No entanto, pode-se considerar que as pesquisas realizadas no âmbito nacional ainda são incipientes e apresentam resultados divergentes, uma vez que Scarpin et al. (2012) sugerem que a gestão familiar não exerce influência no endividamento e na lucratividade da empresa, ao passo que Segura e Formigoni (2014), apesar de não investigarem aspectos relacionados à rentabilidade, demonstram as empresas com alguma influência familiar são menos endividadas.

Neste sentido, o presente estudo tem por objetivo analisar o impacto da gestão familiar na rentabilidade e na composição do endividamento das empresas listadas na B3, partindo das premissas de que as companhias que são geridas por familiares apresentam maior rentabilidade e menor endividamento.

A relevância da pesquisa parte do princípio de que a literatura ainda não é unânime a respeito da influência da gestão familiar na rentabilidade e na composição de endividamento das companhias abertas brasileiras, bem como pela demanda de estudos na área que possam trazer novas evidências sobre esse campo de pesquisa ainda pouco explorado, conforme descrevem Segura e Formigoni (2014).

O trabalho está estruturado iniciando com essa Introdução. Na sequência, serão abordados os conceitos que permeiam a empresa familiar, lucratividade e endividamento. Em seguida, evidencia-se os procedimentos metodológicos da pesquisa. Depois, descreve-se e analisa-se os dados obtidos, enfatizando a correlação das empresas familiares com a lucratividade e o endividamento. Por fim, apresenta-se as conclusões às quais o estudo chegou, bem como as considerações finais.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Empresas Familiares**

As empresas familiares brasileiras vêm sofrendo grandes impactos da crise econômica e política que o país enfrenta, que configura-se como um fator limitante para o crescimento dessas entidades. Essa situação é revelada pela pesquisa global sobre empresas familiares desenvolvida pela *PricewaterhouseCoopers* Brasil (2016), que evidencia que apenas 42% das companhias brasileiras entrevistadas apresentaram crescimento, enquanto que, a nível global 64%, das empresas cresceram no ano de 2016.

Ainda assim, esse tipo de empresa é responsável pela geração em massa de empregos e movimentação da economia nacional, desde micro e pequenas empresas até grandes companhias de capital aberto. Segundo Flores e Grisci (2012), 80% das empresas brasileiras legalmente constituídas podem ser classificadas como familiares e, quando se considera o

total das empresas privadas brasileiras, as organizações familiares são responsáveis por mais de 61% da receita delas e por pelo menos dois terços dos empregos oferecidos.

Segundo Allouche et al. (2008), há inúmeros pontos de vista acerca da classificação de uma empresa como familiar, porém sem um consenso. Donnelley (1964) traz a primeira concepção desse modelo particular de empresa, caracterizando-a como aquela em que há ligação com uma família por duas ou mais gerações, cujas diretrizes empresariais sejam influenciadas pelos interesses dessa família, ao passo que outros autores defendem que essa classificação independe do número de gerações às quais a empresa está ligada (Bernhoeft, 1991; Upton, Teal, & Felan, 2001; Rapozo, Aquino, & Pagliarussi, 2007). No entanto, apesar das diferentes perspectivas, verifica-se que o que existe em comum é que esses estudos consideram a influência da família em relação às decisões de gestão da empresa

Oro et al. (2009) salientam que na literatura que aborda temas relacionados às empresas familiares e suas dimensões, grande parte dela destaca o envolvimento da família com a gestão da organização, algumas vezes gerando conflitos por poder, de relacionamento, financeiros, entre outros. No entanto, Shyu (2011) afirma que o controle familiar pode reduzir ou eliminar de maneira significativa os problemas de agência decorrentes desses tipos de conflito.

Em relação às pesquisas empíricas que investigaram aspectos relacionados às empresas familiares, verifica-se que diversos deles analisam se existe influência sobre a rentabilidade e o endividamento. Nesse sentido, tem-se na Tabela 1 alguns estudos recentes realizados tanto no âmbito nacional, quanto no internacional.

Tabela 1 - Estudos Anteriores Realizados na Área

Autores	Amostra	Principais resultados
Allouche et al. (2008)	A amostra é composta por 1271 empresas listadas na Bolsa de Valores do Japão, no período entre 1998-2003.	Os resultados evidenciam que, no Japão, as companhias com controle familiar apresentam melhor rentabilidade e menor endividamento que as companhias que não tem controle familiar.
Shyu (2011)	A amostra foi montada usando os dados do painel de 465 empresas listadas na Bolsa Taiwan, em um período de 5 anos.	Os resultados empíricos mostram que a propriedade familiar afeta positivamente o desempenho da empresa.
Scarpin et al. (2012)	A amostra é composta de 74 empresas presentes no Índice Brasil 100 (IBrX-100) e a análise dos dados compreendeu o período de 3 anos, de 2007 a 2009.	Os principais resultados demonstram que a gestão familiar não influencia o endividamento e a lucratividade da empresa.
Laffranchini e Braun (2014)	Foram analisadas 583 empresas listadas na Bolsa Italiana no período de 2006 a 2010.	Os resultados sugerem que uma abordagem equilibrada de supervisão e administração ajuda as famílias a fazer uma melhor alocação de recursos, em benefício dos acionistas externos também.

Segura e Formigoni (2014)	A amostra estudada constituiu-se de 356 empresas listadas na BMF&Bovespa. O período investigado foi de 6 (seis) anos (2004 a 2009).	Os resultados demonstram que as empresas com alguma influência familiar são menos endividadas.
Pamplona, Silva e Nakamura (2016)	O período temporal de estudo é de 19 anos (1996 a 2014), sendo a amostra composta por 137 empresas familiares e 131 empresas não familiares.	Empresas familiares atingem melhor desempenho com níveis mais elevados de folga comparativamente a empresas não familiares.

Fonte: Elaborado pelos autores

Nesse sentido, observa-se que os estudos nacionais, em sua maioria, revelam que as empresas familiares são menos endividadas que as não familiares e apresentam melhor desempenho, à exceção de Scarpin et al. (2012) que afirma que a gestão familiar não influencia a lucratividade e o endividamento da empresa. No caso das análises internacionais, estas evidenciam que as empresas familiares são mais lucrativas e menos endividadas que as não familiares.

## 2.2 Rentabilidade

A sistemática dos mercados evidencia a necessidade de conhecer os resultados obtidos por uma companhia, bem como as condições e os fatores que o influenciaram. Para isso, as demonstrações contábeis servem como fonte de dados e informações, a partir dos quais é possível se obter um diagnóstico do desempenho e da saúde financeira de uma empresa (Silva, 2013).

Nesse sentido, verifica-se que diversos indicadores são utilizados na análise das demonstrações contábeis, como a Composição do Endividamento, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, a Participação de Capital de Terceiros, o Retorno sobre vendas, o Retorno sobre o ativo, dentre outros, objetivando avaliar o endividamento, a estrutura de capital e a lucratividade das companhias.

Segundo Assaf (2014), a análise da lucratividade de uma empresa é fortemente utilizada na tomada de decisão, tanto no ambiente interno, quanto nos segmentos externos às empresas, uma vez que essa análise visa avaliar os resultados auferidos por ela em relação a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões, tendo o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas de vendas como as bases de comparação com os resultados obtidos em certo período.

A análise relativa à rentabilidade, para Martins, Diniz e Miranda (2012), revela a capacidade da empresa de efetivamente remunerar os capitais nela investidos, com enfoque no capital próprio, já que a remuneração de capital de terceiros já evidenciada claramente nas demonstrações.

Considerando que as empresas familiares conseguem diminuir ou eliminar os problemas de agência, pode-se considerar que a redução de custos de agência decorrentes desses conflitos propicia aumentar a rentabilidade da empresa, conforme descrevem Harvey (1999) e Allouche et al. (2008). Nessa perspectiva, tem-se a Hipótese  $H_1$ :

**$H_1$ :** A administração familiar influencia positivamente na rentabilidade das companhias listadas na B3.



### 2.3 Composição Endividamento

O endividamento de uma empresa é determinado pela sua estrutura de capital. Ou seja, para avaliar o nível de endividamento da companhia, parte-se da análise da composição do seu capital (Scarpin et al., 2012).

Modigliani e Miller (1958), com um dos clássicos trabalhos acerca do tema, considerado como base da teoria de Estrutura de Capital, afirmam que é possível alavancar a rentabilidade a partir da utilização do capital de terceiros, ou seja, aumentando o endividamento, de maneira que a mescla entre capital próprio e de terceiros origine um menor custo de capital.

Titman e Wessels (1988) e Agrawal e Nagarajan (1990) corroboram com esse entendimento, evidenciando a consistência da visão de que a escolha gerencial pela estrutura de capital destina-se a reduzir o risco e aumentar a geração de riqueza. Já Harris e Raviv (1991), tratam das diferentes teorias que buscam definir os potenciais determinantes da estrutura de capital, reconhecendo que, apesar de diferentes, em sua maioria, são complementares, sendo os fatores importantes em variados contextos e continua sendo uma questão empírica em grande parte não respondida.

A utilização de capital de terceiros deve estar condicionada ao custo desse financiamento ser menor que o retorno obtido pela sua aplicação na empresa. Assim, Silva (2013) descreve que é conveniente o uso de capitais de terceiros para a empresa quando o lucro gerado pelos ativos for superior ao custo da dívida.

Para avaliar o nível de endividamento de uma companhia, assim como na avaliação da lucratividade, são utilizados índices. Nesse sentido, tem-se os indicadores de endividamento e estrutura de capital que, segundo Assaf (2014), aferem a composição das fontes passivas de recursos de uma empresa, demonstrando a utilização do capital de terceiros e sua participação em relação ao capital próprio, o grau de comprometimento financeiro e sua capacidade de sanar as dívidas de longo prazo.

No caso das companhias familiares, Schulze, Lubatkin e Dino (2003) identificaram que as empresas familiares possuem tendência de menor alavancagem, ou seja, apresentam um endividamento menor do que as não familiares. Corroborando com esse resultado, Gracia e Andújar (2007) afirmam existir diferença entre as decisões financeiras das empresas familiares e não familiares, tendo em vista que os resultados do estudo evidenciaram menor nível de dívida nas empresas geridas por membros familiares do que nas demais. Assim, tem-se a Hipótese H<sub>2</sub>:

**H<sub>2</sub>:** A administração familiar influencia negativamente na composição de endividamento das companhias listadas na B3.

### 3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva quanto ao objetivo, bibliográfica e documental em relação aos procedimentos, e como pesquisa quantitativa quanto à abordagem do problema.

Para atingir o objetivo proposto, foram coletados dados dos formulários de referência no que concerne à gestão familiar, sendo esses obtidos por meio do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ademais, os dados necessários para cálculo da rentabilidade e da composição de endividamento, bem como das variáveis de controle inseridas no modelo econométrico, foram obtidos por meio da base de dados Bloomberg®.

O universo da pesquisa é constituído por 412 companhias listadas na B3, das quais foram excluídas as companhias financeiras e as que não possuíam todos os informes necessários à realização do estudo. Sendo assim, 192 companhias formam a amostra.

No tocante à classificação da companhia como familiar, neste estudo, considerou-se a premissa de que uma empresa configura-se como familiar pela presença de familiares no conselho de administração ou em cargos que afetam diretamente as decisões tomadas por esse conselho, conforme Silva, Souza e Klann (2016), ainda que em sua primeira geração (Petry & Nascimento, 2009).

Para a caracterização das empresas, entre familiar e não familiar, primeiramente, foi verificado se existem membros listados na seção de composição dos comitês dos formulários de referência que possuem o mesmo sobrenome, como sugerido por Scarpin et al. (2012).

Como forma de confirmação, foi verificado, na seção de posição acionária dos formulários de referência, se existem membros integrantes de uma mesma família com posse de pelo menos 10% do capital social por parte de algum integrante da família, conforme proposto por Shyu (2011).

Por fim, além dos dois critérios citados anteriormente, também foi verificada a existência conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau relacionadas a administradores do emissor e controladores. Com isso, foi considerada como familiar as empresas que apresentassem resposta positiva para qualquer um destes três quesitos.

Nesse estudo, utilizou-se a Rentabilidade do Ativo (ROA) como *proxy* para rentabilidade, com base na métrica proposta por Martins et al. (2012). Para estimar esse índice de lucratividade, os autores ressaltam que a utilização do lucro operacional no lugar do lucro líquido é justificada pelo fato de que aquele independe da forma de financiamento da empresa e não é afetado pelo efeito do resultado financeiro, uma vez que o ativo produz o lucro derivado apenas das atividades operacionais da entidade.

Além disso, a Composição do Endividamento (CE) foi utilizada como *proxy* para mensuração de endividamento, também tendo como base a métrica proposta por Martins et al. (2012), cujo resultado revela o percentual de dívidas de curto prazo da companhia.

Nesse sentido, a fim de verificar a influência da administração familiar na rentabilidade e na composição de endividamento das companhias, foram estimados os modelos (1) e (2), sendo esses dispostos em *cross-sectional*, uma vez que os dados coletados compreendem o ano de 2016.

$$ROA = \beta_1 FAM + \beta_2 TAM + \beta_3 Tempo + \beta_4 P\&D/Vendas + \beta_5 DívidasLP + \beta_6 IndCA \quad (1)$$

$$CE = \beta_1 FAM + \beta_2 TAM + \beta_3 MTB + \beta_4 TANG + \beta_5 GovCorp + \beta_6 DualCEO \quad (2)$$

Tabela 2 – Resumo das variáveis utilizadas na estimação dos modelos econométricos

Variável	Forma de Mensuração	Estudos Anteriores
ROA	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total Médio}}$	Martins et al. (2012)
CE	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Participação de Capital de Terceiros}}$	Martins et al. (2012)
FAM	1 para empresas em que a administração é familiar, 0 caso contrário	Scarpin et al. (2012), Segura e Formigoni (2014)
TAM*	Logaritmo natural do ativo total	Majumdar, (1997), Almajali, Alamro e Al-Soub (2012), Segura e Formigoni (2014)
Tempo	Quantidade de anos em que a empresa encontra-se listada na B3	Almajali et al. (2012)

<i>P&amp;D/Vendas</i>	$\frac{\text{Despesas com Pesquisa e Desenvolvimento}}{\text{Receita de Vendas}}$	Chen e Steiner, (1999), Shyu (2011)
<i>DívidasLP</i>	$\frac{\text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	Abor (2007), Shyu (2011)
<i>IndCA</i>	$\frac{\text{Membros independentes do CA}}{\text{Total de membros do CA}}$	Vogt, Kaveski, Degehart e Monje (2017)
<i>MTB</i>	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Patrimonial}}$	Segura e Formigoni (2014)
<i>TANG</i>	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$	Bressan, Lima, Bressan e Braga (2009), Segura e Formigoni (2014)
<i>GovCorp</i>	1 para empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), 0 caso contrário	Segura e Formigoni (2014)
<i>DualCEO</i>	1 para empresas em que o CEO também é presidente do CA, 0 caso contrário	Bokpin e Arko (2009), Vogt et al. (2017)

Fonte: Elaborado pelos autores.

No tocante as variáveis de controle inseridas no modelo (1), pode-se considerar que a variável TAM foi incluída no modelo tendo em vista que estudos anteriores comprovam a existência dessa relação (Almajali et al., 2012; Majumdar, 1997).

Entretanto, não tem-se sinal esperado para essa relação, uma vez que as evidências empíricas sugerem a ocorrência de dois efeitos. Por um lado, pode-se considerar que, devido a imperfeição do mercado de capitais, as empresas mais rentáveis, normalmente, são as maiores por conseguirem investir em atividades não acessíveis às menores, ao passo que uma outra perspectiva sugere que o tamanho pode associar-se negativamente à rentabilidade devido à possível ocorrência de retornos decrescentes na medida em que a empresa vai fixando-se no mercado, em comparação com o início de suas operações (Braga & Mascolo, 1980).

Em relação a variável Tempo, também inserida no modelo (1), pode-se considerar que quanto mais antiga for a companhia, mais experiente ela se apresenta, podendo, assim, desfrutar de benefícios como uma melhor reputação, e assim, maiores margens de vendas (Almajali et al., 2012).

No entanto, também não espera-se sinal para essa relação, pois há indícios de que, quanto mais antiga a companhia for, mais inflexível ela pode ser em relação às mudanças no mercado, apresentando assim uma relação inversa entre a lucratividade e a idade (Liargovas e Skandalis, 2008).

A variável P&D/Vendas também é utilizada por estudos empíricos tendo em vista sua relação com a rentabilidade (Chen & Steiner, 1999; Shyu, 2011). Nesse sentido, espera-se que essa variável impacte negativamente na rentabilidade, tendo em vista que elevados gastos de pesquisa e desenvolvimento implicam em maiores custos para que investidores externos monitorem essas despesas a fim de reduzir a assimetria informacional, o que pode impactar uma redução da performance da companhia (Chen & Steiner, 1999).

Ainda no modelo (1), acerca da relação entre as variáveis DívidasLP e ROA, espera-se uma relação negativa entre as dívidas de longo prazo e a lucratividade, tendo como base os resultados do estudo de Abor (2007).

Por fim, em relação a variável IndCA, também presente no modelo (1), verifica-se que a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) sugere que uma maior proporção de diretores independentes irá promover uma melhor performance da companhia. De acordo com Ramdani e Witteloostuijn (2010), essa Teoria considera que os gestores são individualistas e



oportunistas. Assim, o monitoramento efetivo por conselheiros independentes propicia efetivamente assegurar que os executivos tomem decisões visando os interesses dos acionistas, em detrimento dos interesses próprios.

No que tange às variáveis presentes no modelo (2), pode-se considerar que a variável TAM impacta a composição do endividamento, na perspectiva de que a Teoria dos Custos de Falência considera que as empresas de maior porte tendem a ser mais diversificadas do que as de menor porte, e com isso, podendo, assim, apresentar menos dificuldades financeiras por possuírem custos de falência menor. Com isso, sua capacidade de endividamento se torna maior do que a de empresas pequenas (Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

Além disso, Brito et al. (2007) descrevem que grandes empresas possuem maior acessibilidade a créditos de longo prazo. Assim, como essas operações geralmente possuem um custo financeiro inferior as linhas de curto prazo, que são utilizadas por empresas menores. Assim, pode-se considerar isso como um aspecto que incentive as grandes empresas a se endividarem mais. Com base nessa perspectiva espera-se que o tamanho influencie positivamente na sua composição de endividamento.

No tocante ao MTB, *proxy* para oportunidade de crescimento, Segura e Formigoni (2014) explicam que essa variável relaciona-se com a composição de endividamento da empresa, na medida em que a empresa em crescimento visa a busca por recursos de capitais de terceiros, o que impacta diretamente no aumento desse endividamento.

A variável TANG também é utilizada por estudos empíricos, tendo em vista sua relação com o endividamento. Nessa perspectiva acredita-se que essa variável impacte negativamente na composição de endividamento, tendo em vista que empresas com altos níveis de ativos tangíveis normalmente apresentam maiores índices de endividamento, por motivos destes ativos serem utilizados como garantia para empréstimos (Medeiros & Daher, 2008; Segura & Formigoni, 2014).

Em relação a variável GovCorp, também aplicada ao modelo (2), pode-se considerar que a qualidade da governança corporativa normalmente influencia nas decisões financeiras, de maneira que as empresas que possuem melhores níveis de governança, seja no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos.

Por fim, a variável DualCEO representa o acúmulo de função por parte do CEO. Além de exercer a função de diretor presidente da empresa, o indivíduo que tem a responsabilidade executiva de gerenciar os negócios da empresa e lidar com os assuntos do conselho também possui o cargo de presidente do conselho de administração (Sheikh & Wang, 2012; Vogt, 2017).

Visto isso, espera-se que a dualidade do CEO impacte no endividamento de maneira positiva, haja vista que o CEO, enquanto presidente do conselho, tende a contrair mais dívidas, conforme evidenciado no estudo de Abor (2007).

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise Descritiva

No tocante à análise descritiva, a Tabela 1 demonstra que as empresas analisadas apresentaram, no ano base 2016, um ROA médio de 40,03%, indicando um nível positivo de rentabilidade. Observando-se a CE, a média é de 49,53% de dívidas de curto prazo, representando um endividamento mediano.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Obs	Média	Des. Padrão	Min.	Max.
ROA	192	0,4003	4,7920	-0,4969	66,4223
CE	192	0,4953	0,2332	0,0170	1
FAM	192	0,6093	0,4891	0	1
TAM*	192	7,9266	1,9279	2,1310	13,5985
Tempo	192	23,8697	15,9629	1	78
P&D/Vendas	192	0,0038	0,0160	0	0,1495
DívidasLP	192	0,5919	2,9395	0	39,99
IndCA	192	0,3152	0,2278	0	1
MTB	192	2,0939	3,3314	-14,9141	18,4839
TANG	192	0,2595	0,2234	0	0,8637
GovCorp	192	0,5208	0,5008	0	1
DualCEO	192	0,0729	0,2606	0	1

Nota: \* Variável logaritimizada

Fonte: Dados da pesquisa

A estatística descritiva também revelou que a maioria das companhias abertas presentes na amostra são familiares, tendo em vista que a média da variável FAM é 60,93%. No que diz respeito ao tempo em que essas empresas estão listadas na B3, a média é de 23,86 anos.

Verifica-se, também, que a relação entre as despesas com desenvolvimento (P&D) e as vendas apresentou um valor médio de 0,0038, e, em média, 59,19% das dívidas das companhias estudadas são de longo prazo.

Além disso, observa-se que a média de membros independentes no conselho de administração das empresas é de 31,52%, bem como que as empresas, de forma geral, apresentam perspectivas de crescimento, tendo em vista o market-to-book médio das companhias de 2,09, ao passo que a tangibilidade média de seus ativos é estimada em 25,95%.

Por fim, as variáveis relacionadas à governança corporativa apontam que 52,08% das empresas analisadas estão listadas nos níveis diferenciados de governança da B3, e que 7,29% das companhias têm o CEO também como presidente do conselho de administração.

#### 4.2 Análise Econométrica

Anteriormente à estimação dos modelos econométricos (1) e (2), foram realizados os testes de especificação referentes aos dados dispostos em *cross-sectional*, tendo em vista os pressupostos de Gauss-Markov.

Nesse sentido, em relação ao modelo (1), que tem como variável dependente o ROA, primeiramente foi realizado o teste de Shapiro-Wilk para verificar normalidade dos resíduos, que apresentou um *p-value* de 0,0021. Assim, com base nesse resultado, deve-se rejeitar a hipótese nula de que os resíduos apresentam uma distribuição normal.

Considerando que o *p-value* do teste de Shapiro-Wilk apresentou-se significativo ao nível de 5%, foi realizado o teste de White para heterocedasticidade. Em relação ao resultado desse teste, observa-se que os dados são homocedásticos, ou seja, há uma variância constante dos erros, tendo em vista que o *p-value* foi de 0,9999. Dessa forma, não deve-se rejeitar a hipótese nula de que os dados são homocedásticos.

No tocante ao teste de Ramsey Reset, verifica-se que o *p-value* foi de 0,5605, devendo-se, assim, não rejeitar a hipótese nula de que a especificação do modelo é adequada. Assim, pode-se considerar que não há omissão de variáveis no modelo estimado.

Por fim, a fim de identificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis, foram identificadas as estimativas do *Variance Inflation Factor* (VIF) e tolerância. Segundo Fávero e Belfiore (2017), o VIF é uma medida de quanto a variância de cada coeficiente de

regressão estimado aumenta devido à multicolinearidade, enquanto que a Tolerância evidencia a proporção da variação de uma variável que independe das outras variáveis.

Tabela 4 - Análise de multicolinearidade das variáveis independentes

Variável	Modelo (1)	
	VIF	Tolerância (1/VIF)
FAM	1,02	0,9784
TAM	1,19	0,8417
Tempo	1,07	0,9360
<i>P&amp;D/Vendas</i>	1,00	0,9957
<i>DívidasLP</i>	1,07	0,9388
<i>IndCA</i>	1,10	0,9054

Fonte: Dados da pesquisa

Nessa perspectiva, pode-se considerar que o modelo (1) possui parâmetros estimados não viesados, tendo em vista que não foram encontrados problemas de multicolinearidade entre as variáveis inputadas no modelo. Além disso, também observa-se que foram atendidos os pressupostos de média condicional zero e da variância constante dos erros.

Tabela 5 - Resultados da estimação do modelo (1)

Variáveis	(1) ROA
<i>FAM</i>	0,4753 (0,7252)
<i>TAM</i>	-0,1123 (0,1983)
<i>Tempo</i>	0,0130 (0,0227)
<i>P&amp;D/Vendas</i>	-5,8314 (21,9004)
<i>DívidasLP</i>	-0,0247 (0,1232)
<i>IndCA</i>	-0,1659 (1,6188)
<i>Constante</i>	0,7799 (2,0621)
R2	0,0224
Observações	192
<i>Shapiro-Wilk test</i>	0,0021
<i>White test</i>	0,9999
<i>Ramsey Reset test</i>	0,5605

Fonte: Dados da pesquisa

Notas: Erro padrão entre parênteses.

\*\*\* Estatisticamente significativa a 1%.

\*\* Estatisticamente significativa a 5%.

\* Estatisticamente significativa a 10%.

Partindo do pressuposto de que a literatura estudada (Scarpin, et al., 2012) afirma que empresas familiares são mais lucrativas, pode-se observar que os resultados da estimação sugerem que a variável FAM impacta positivamente na rentabilidade da empresa. Porém, não

pode-se confirmar essa relação, tendo em vista que a variável FAM não apresenta-se estatisticamente significativa.

Nessa perspectiva, tendo em vista que os resultados sugerem que a variável FAM não influencia na variável ROA, deve-se rejeitar a hipótese  $H_1$ , que sugere que a administração familiar influencia positivamente na rentabilidade das companhias listadas na B3.

Com base neste resultado, verifica-se que o presente estudo corrobora com o achado de Scarpin et al. (2012), também desenvolvido no âmbito nacional, que demonstra que o fato da empresa ser classificada como familiar não impacta na sua rentabilidade.

Nesse sentido, percebe-se que os resultados no âmbito nacional contrapõem evidências do contexto internacional, uma vez que Allouche et al. (2008) e Shyu (2011) demonstram que a administração/controlar familiar impacta positiva e de forma significativa na rentabilidade da companhia.

No caso da variável TAM, pode-se observar que os resultados sugerem que o tamanho não impacta significativamente na rentabilidade. Assim, não é possível inferir que maiores empresas apresentam melhor rentabilidade, em comparação com empresas menores.

Dessa forma, os resultados obtidos contrapõem evidências internacionais que sugerem que o tamanho influencia positivamente na rentabilidade da empresa (Majumdar, 1997; Almajali et al., 2012). Ademais, também percebe-se que esse resultado não encontra-se em consonância com os achados da pesquisa de Braga e Mascolo (1980), também realizada no âmbito nacional.

No entanto, essa divergência pode ser proveniente, além do hiato temporal entre os dois estudos, do aumento da qualidade das informações contábeis, após o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade (Vieira, 2010).

Em relação à variável Tempo, a literatura consultada apresenta divergências quanto a sua relação com a rentabilidade, haja vista que, para Almajali et al. (2012), o tempo de atuação da companhia impactaria positivamente no ROA, enquanto que para Liargovas e Skandalis (2008) essa relação seria negativa.

Contudo, o presente estudo não corrobora com nenhuma das vertentes supracitadas, tendo em vista que não há relação estatisticamente significativa entre as variáveis tempo e rentabilidade.

Chen e Steiner (1999) e Shyu (2011) apontam que a variável P&D/Vendas apresenta impacto negativo na rentabilidade das empresas, considerando que o investimento em pesquisa e desenvolvimento resulta em maiores gastos.

Todavia, tem-se que a variável P&D/Vendas não se apresentou como significativa no modelo (1), demonstrando que o aumento dos gastos incorridos com P&D não se traduz em redução da rentabilidade.

No que diz respeito à variável DívidasLP, os resultados apontam que esta não impacta significativamente na rentabilidade, contrapondo os resultados encontrados por Abor (2007) em que foi evidenciada uma relação negativa entre as variáveis.

Por fim, com referência à IndCA, Jensen e Meckling (1976) e Ramdani e Witteloostuijn (2010) ratificam a relação significativamente positiva entre a proporção de conselheiros independentes e uma performance rentável das firmas, isso porque o monitoramento efetivo assegurado pela independência propiciaria a tomada de decisão visando o interesse dos acionistas, em detrimento dos interesses próprios dos executivos.

Apesar disso, o resultado evidenciado pelo modelo (1) sugere que não há relação estatisticamente significativa entre a independência do conselho de administração e a rentabilidade, não sendo possível afirmar que o aumento da independência implicará em maior eficiência.

No tocante à estimação do modelo (2), que tem como variável dependente a CE, verifica-se que há normalidade dos resíduos no presente modelo, tendo em vista que o  $\text{Prob} > z$

do teste de Shapiro-Wilk é significativa ao nível de 5%. Nesse sentido, tendo em vista que não foi rejeitada a hipótese nula de que os resíduos apresentam uma distribuição normal, realizou-se o teste de Breusch-Pagan para heterocedasticidade.

Com base nos resultados do teste de Breusch-Pagan, percebe-se que há uma variância constante dos erros, tendo em vista que o  $p$ -value do teste é de 0,1345, ou seja, não deve-se rejeitar a hipótese nula de que os dados são homocedásticos.

Em relação ao teste de Ramsey Reset para identificar possíveis variáveis omitidas, pode-se considerar que o modelo não encontra-se mal especificado, tendo em vista que o  $p$ -value do teste foi de 0,2474.

Por fim, verifica-se também que não existe sinal de multicolinearidade entre as variáveis imputadas no modelo, tendo em vista que todas elas apresentaram VIF menor que 5, conforme descrito na Tabela 6.

Tabela 6 - Análise de multicolinearidade das variáveis independentes

Variável	Modelo (2)	
	VIF	Tolerância (1/VIF)
<i>FAM</i>	1,05	0,9507
<i>TAM</i>	1,27	0,7893
<i>MTB</i>	1,06	0,9432
<i>TANG</i>	1,04	0,9592
<i>GovCorp</i>	1,23	0,8156
<i>DualCEO</i>	1,12	0,8946

Fonte: Dados da pesquisa

No tocante modelo (2) também foram realizados os testes de especificação a fim de confirmar que as estimativas também não são viesadas. Assim, pode-se considerar que, no presente modelo, não foram encontrados problemas de multicolinearidade. De forma complementar, verifica-se que os pressupostos de variância constante dos erros e da média condicional zero foram atendidos.

Tabela 7 - Resultados da estimação do modelo (2)

Variáveis	(2) CE
<i>FAM</i>	0,0456 (-0,0338)
<i>TAM</i>	-0,0338*** (0093)
<i>MTB</i>	-0,0003 (0,0049)
<i>TANG</i>	-0,1541** (0,0733)
<i>GovCorp</i>	-0,0276 (0,0354)
<i>DualCEO</i>	-0,0961 (0,0651)
<i>Constante</i>	0,7981*** (0,0781)



R2	0,1235
Observações	192
<i>Shapiro-Wilk test</i>	0,0673
<i>Breusch-Pagan test</i>	0,1345
<i>Ramsey Reset test</i>	0,2474

Fonte: Dados da pesquisa

Notas: Erro padrão entre parênteses.

\*\*\* Estatisticamente significativa a 1%.

\*\* Estatisticamente significativa a 5%.

\* Estatisticamente significativa a 10%.

No que tange à composição do endividamento, a hipótese  $H_2$  deste estudo sugere que a administração familiar influencia de forma negativa a composição de endividamento das companhias. Entretanto, com base nos resultados estimados pelo modelo (2), deve-se rejeitar essa hipótese de pesquisa, uma vez que a variável FAM não apresenta-se estatisticamente significativa.

Nesse sentido, verifica-se que o presente estudo corrobora com os achados de Scarpin et al. (2012) e Segura e Formigoni (2014), similarmente desenvolvidos com empresas brasileiras, que demonstram que o fato da empresa ser classificada como familiar não impacta na composição do endividamento.

Em relação à variável TAM, verifica-se que esta impacta negativamente, e de maneira significativa, na composição do endividamento, corroborando, assim, os resultados do estudo de Segura e Formigoni (2014), que mesmo utilizando outras métricas para endividamento, também encontram relações negativas entre endividamento e tamanho da empresa.

No que diz respeito à variável MTB, também aplicada ao modelo (2), os resultados do presente estudo corroboram com Segura e Formigoni (2014), uma vez que os resultados sugerem que a oportunidade de crescimento não relaciona-se de forma estatisticamente significativa com a variável composição de endividamento. Com base nisso, não pode-se inferir que empresas em crescimento tendem a ser mais endividadas.

Ainda com base nos resultados do modelo (2), observa-se que a variável TANG impacta de maneira negativa, e significativa, na composição do endividamento. Nessa perspectiva, supõe-se que, quanto maior a tangibilidade, menor seria o nível de endividamento das empresas. Assim, verifica-se que esse achado diverge das evidências do estudo realizado por Segura e Formigoni (2014), uma vez que esses demonstram um impacto positivo da tangibilidade no endividamento.

No tocante à variável GovCorp, os resultados obtidos sinalizam que o nível de governança não impacta significativamente na rentabilidade. Assim, não pode-se inferir que companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa têm uma maior tendência para aumentarem o nível de endividamento.

Assim, identifica-se que o presente achado corrobora com o estudo de Segura e Formigoni (2014), que também não encontraram relação estatisticamente significativa entre a governança corporativa e o endividamento de empresas brasileiras.

Por fim, esperava-se que a variável DualCEO apresentasse uma relação positiva com a composição do endividamento. Entretanto, não foi encontrada uma relação estatisticamente significativa, não podendo-se, assim, inferir que empresas nas quais o diretor presidente exerce também a função de presidente do conselho de administração seriam mais endividadas, o que corrobora as evidências de Bokpin e Arko (2009).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Levando em consideração que não há um consenso na literatura acerca da influência da gestão familiar na rentabilidade e na composição de endividamento das companhias abertas brasileiras, bem como pela demanda de estudos na área que possam trazer novas evidências sobre esse campo de pesquisa ainda pouco explorado, o presente estudo objetivou analisar o impacto que as empresas familiares teriam sobre as variáveis lucratividade e endividamento.

Com base nisso, foram testadas duas hipóteses de pesquisa, tendo como perspectiva que a administração familiar influencia positivamente na rentabilidade das companhias listadas na B3, bem como negativamente no que tange à composição do endividamento.

Dentre os principais resultados, foi observado que a administração familiar não influencia de forma significativa na rentabilidade das companhias presentes na amostra, devendo-se, assim, rejeitar a hipótese  $H_1$ , que sugere que a administração familiar influencia positivamente na rentabilidade das companhias listadas na B3.

Nessa perspectiva, verifica-se que este artigo traz um novo contributo para sanar o conflito entre as conclusões de estudos anteriores no que tange a existência da relação entre empresas familiares e a rentabilidade. Apesar de notoriamente a gestão familiar ser singular, essas diferenças não correspondem em aumento estatisticamente significativa da lucratividade. A implicação das descobertas é que, na construção de um portfólio, os investidores não necessitam importar-se em classificar as empresas como sendo familiares ou não, tendo em vista o resultado encontrado.

No tocante à relação entre a administração familiar e a composição do endividamento, não foi possível inferir que a administração familiar influencia negativamente na composição do endividamento das companhias listadas na B3, devendo-se, assim, rejeitar a hipótese  $H_2$ .

Em relação às variáveis de controle que, de acordo com a literatura na área, têm relação com a composição do endividamento, verificou-se que o tamanho e a tangibilidade apresentaram relação negativa e estatisticamente significativa para explicar a composição do endividamento. No entanto, as variáveis MTB, GovCorp e DualCEO não apresentaram significância estatística, contradizendo os pressupostos teóricos de que essas variáveis deveriam ter sido incluídas no modelo econométrico.

No que tange às contribuições no presente estudo, ressalta-se que além de demonstrar que, no contexto nacional, a administração familiar parece não influenciar na rentabilidade e na composição do endividamento das empresas, também demonstra-se que 117 empresas investigadas são familiares, o que compreende, aproximadamente, 61% da amostra.

Como limitação do estudo, tem-se o fato de que as análises baseiam-se em dados que compreendem apenas o período de 2016. Nesse sentido, considera-se importante que pesquisas futuras investiguem uma janela temporal que permita verificar se esses resultados são robustos quando da estimação com dados dispostos em painel.

Além disso, também considera-se importante expandir a amostra investigada, incluindo, por exemplo, companhias listadas em bolsas de valores de países emergentes (*emerging markets*).

## REFERÊNCIAS

- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms. *The Journal of Risk Finance*. 8(4), 364-379.
- Andrade, D. M., Grzybovski, & D., Lima, J. B. (2005). Aplicabilidade do “Modelo dos Três Círculos” em empresas familiares brasileiras: um estudo de caso. *Revista Eletrônica de Administração*. 11(5). 1-25

- Agrawal, A., & Nagarajan, N. J. (1990). Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms. *The Journal of Finance*, 45, 1325-1331.
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review*, 21(4), 315-319.
- Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 4(2), 266-289.
- Assaf, A. Neto. (2014). *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas.
- Bernhoeft, R. (1991). *Empresa família: sucessão profissionalizada ou sobrevivência comprometida*. São Paulo: Nobel.
- Bokpin, G. A., Arko, A. C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256.
- Borges, A. F., Lescura, C., & Oliveira, J. L. (2012). O Campo de Pesquisas sobre Empresas Familiares no Brasil: Análise da produção científica no período 1997-2009. *Revista Organizações e Sociedade*, 19(61), 315-332.
- Braga, H. C., & Mascolo, J. L. (1980). A influência do tamanho sobre a rentabilidade na indústria brasileira. *Revista Brasileira de Economia*, 34(2), 251-278.
- Bressan, V. G. F., Lima, J. E. D., Bressan, A. A., & Braga, M. J. (2009). Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 47(1), 89-122.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.
- Ceretta, P. S., Niederauer, C. A. P. (2001). Rentabilidade e Eficiência no Setor Bancário Brasileiro, *Revista de Administração Contemporânea*, 5(3), 7-26.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *The Financial Review*, 34, 119-36.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: cause and consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-77.
- Donnelley, R. G. (1964). The Family business. *Havard Business Review*, 42(4), 94-105.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel, SPSS e Stata*. Rio de Janeiro: Elsevier.

- Flores, J. E. Jr., & Grisci, C. L. I. (2012). Dilemas de Pais e Filhos no Processo Sucessório de Empresas Familiares. *Revista de Administração*, 47(2), 325-337.
- Gonçalves, J. S. R. C. (2000). As Empresas Familiares no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 7(1), 7-12.
- Gracia, J. L., Andújar, S. S. (2007). Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Harvey, S. J. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Laffranchini, G., & Braun, M. (2014). Slack in family firms: evidence from Italy (2006-2010). *Journal of Family Business Management*, 4(2), 171-193.
- Liargovas, P., & Skandalis, K. (2008). *Factor affecting firms financial performance The Case of Greece*, University of Peloponnese.
- Martins, E., Diniz, J. A., & Miranda, G. J. (2012) *Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas.
- Medeiros, O. R., & Daher, C. E. (2008). Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. *RAC*, 12(1), 177-199.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Oro, I. M., Beuren, I. M., & Hein, N. (2008). Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Lucro Operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 20(1), 67-94.
- Pamplona, E., Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2016, junho). Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. *Congresso Anpcont*, Ribeirão Preto, SP, Brasil, 10.
- Petry, L. I., & Nascimento, A. M. (2009). Um estudo sobre o modelo de gestão e o processo sucessório em empresas familiares. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 20(49), 109-125.
- PricewaterhouseCoopers Brasil (2016). *Pesquisa Global sobre Empresas Familiares 2016*. Recuperado em 20 fevereiro, 2018, de <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/pcs/2017/pesquisa-global-empresas-familiares-2016.html>



- Ramdani, D., & Witteloostuijn, A. (2010). The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British Journal of Management*, 21, 607-626.
- Rapozo, F. O., & Aquino, A.C.B.; & Pagliarussi, M. S. (2007). Estrutura de propriedade, custos de agência e desempenho da empresa familiar: um estudo de caso em uma holding sediada no Espírito Santo – Brasil. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 7.
- Rocha, I., Pereira, A. M., Bezerra, F. A., & Nascimento, S. (2012). Análise da Produção Científica sobre Teoria da Agência e Assimetria da Informação. *Revista de Gestão*, 19(2), 329-341.
- Scarpin, J. E., Almeida, D. M., & Machado, D. G. (2012). Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares e não familiares que compõem o índice IBRX-100 da BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 4(2), 93-109.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion Among The Directors of Private Family Firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.
- Segura, L. C., & Formigoni, H. (2014). Influência do Controle e da Gestão Familiar no Endividamento das Empresas Abertas Brasileiras: um Estudo Quantitativo. *Brazilian Business Review*, 11(6), 51-76.
- Sheikh, N. A., Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance*, 12(5), 629-641.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411.
- Silva, A., Souza, T. R., & Klann, R. C. (2016) Tempestividade da informação contábil em empresas familiares brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 56(5), 489-502.
- Silva, J. P. (2013). *Análise Financeira das Empresas*. São Paulo: Atlas.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Upton, N., Teal, E. J., & Felan, J. T. (2001). Strategic and business planning practices of fast growth family firms. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 60-72.
- Vieira, R. B. (2010). *Impactos da implantação parcial das IFRS no Brasil: efeitos na qualidade das informações contábeis das empresas de capital aberto*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Vogt, M., Kaveski, I. D. S., Degehart, L., Monje, A. C., & Hein, N. (2017). Os efeitos da governança corporativa na estrutura de capital: uma análise nas empresas brasileiras pertencentes ao índice BM&FBovespa de consumo (ICON). *Revista Ambiente Contábil*, 9(1), 204-222.