

**CUE33 - PROPRIEDADE FAMILIAR E DESEMPENHO EMPRESARIAL:  
EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS QUE COMPÕEM O ÍNDICE  
IBRx100 DA BM&FBOVESPA**

**Autoria**

Dalci Mendes Almeida

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

Leonardo Flach

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

**Resumo**

Este estudo tem por objetivo identificar a influência da propriedade familiar no desempenho empresarial de empresas brasileiras que compõem o índice IBRx100 da BM&FBovespa. Nesta pesquisa, a amostra é formada por 80 empresas, sendo 45 não familiares e 35 familiares. Os dados foram coletados na base de dados Economática®, e também no formulário de referência, para os períodos de 2012 a 2016. O modelo aplicado seguiu o estudo de Shyu (2011) e o método estatístico utilizado foi a modelagem de equações simultâneas em painel e análise descritiva. Não foram confirmadas as hipóteses de que existe influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras, e de que existe um grau de propriedade propício para otimizar o desempenho de empresas familiares brasileiras. Embora os resultados contradigam alguns estudos empíricos anteriores, o conjunto de evidências empíricas desta pesquisa devem ser interpretados com cautela, pois não há consenso entre propriedade familiar e desempenho empresarial. Conclui-se que a propriedade familiar não possui influência no desempenho empresarial.

## PROPRIEDADE FAMILIAR E DESEMPENHO EMPRESARIAL: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS QUE COMPÕEM O ÍNDICE IBRx100 DA BM&FBOVESPA

### RESUMO

Este estudo tem por objetivo identificar a influência da propriedade familiar no desempenho empresarial de empresas brasileiras que compõem o índice IBRx100 da BM&FBovespa. Nesta pesquisa, a amostra é formada por 80 empresas, sendo 45 não familiares e 35 familiares. Os dados foram coletados na base de dados Economática®, e também no formulário de referência, para os períodos de 2012 a 2016. O modelo aplicado seguiu o estudo de Shyu (2011) e o método estatístico utilizado foi a modelagem de equações simultâneas em painel e análise descritiva. Não foram confirmadas as hipóteses de que existe influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras, e de que existe um grau de propriedade propício para otimizar o desempenho de empresas familiares brasileiras. Embora os resultados contradigam alguns estudos empíricos anteriores, o conjunto de evidências empíricas desta pesquisa devem ser interpretados com cautela, pois não há consenso entre propriedade familiar e desempenho empresarial. Conclui-se que a propriedade familiar não possui influência no desempenho empresarial.

**Palavras-chave:** propriedade familiar; desempenho empresarial; empresa familiar; empresa não familiar.

### 1 INTRODUÇÃO

As empresas familiares possuem perspectivas, buscam viabilizar e assegurar a saúde financeira da empresa em longo prazo, possuem aversão ao risco e procuram não comprometer seus recursos em investimentos arriscados (Anderson, Duru & Reeb, 2012). E a propriedade familiar cria uma atmosfera de compromisso necessária para um melhor desempenho (Abor & Biekpe, 2007). Filatotchev, Lien e Piesse (2005) mencionam que a presença de proprietários de empresas de controle familiar está associada a um melhor crescimento e maior valor da empresa. Em comparação com outros acionistas, os membros da família possuem mais informações internas e podem prever mais facilmente as perspectivas de uma dada empresa (Shyu, 2011).

As empresas familiares ou que possuem gestão familiar apresentam-se menos endividadas do que as outras (Segura & Formigoni, 2014). Shyu (2011) discorre que a propriedade familiar influencia positivamente o desempenho da firma. Barontini e Caprio (2006) argumentam que a família não prejudica o desempenho de controle familiar. Martínez, Stöhr e Quiroga (2007) constataram que empresas de controle familiar tiveram um desempenho melhor do que empresas não familiares. Anderson e Reeb (2003) consideram rentabilidade e mensuração baseadas no mercado, e que empresas familiares têm melhor desempenho do que as empresas não-familiares. James (1999) menciona que empresas familiares têm melhores retornos, pois possuem uma visão de longo prazo em investimentos.

Na pesquisa de Lunardi, Barbosa, Rodrigues Junior, Silva e Nakamura (2017), os resultados em determinados períodos apontaram que empresas familiares apresentam score de eficiência em relação às não familiares. Em outros períodos, as não familiares apresentaram uma melhor eficiência. Scarpin, Almeida e Machado (2012) não confirmaram a associação entre a gestão familiar, o endividamento e a lucratividade, com base no modelo proposto e na amostra utilizada. Faccio, Lang e Young (2001) descobriram que empresas familiares geridas por não-familiares apresentam desempenho pior do que quando são geridas por membros da família. Holderness e Sheehan (1988) mostram que os valores do Q de Tobin de empresas familiares são mais baixos, ao comparar com os valores em empresas não-familiares.

Shyu (2011, p. 398) destaca que “se a empresa familiar é um modelo de negócio eficaz, continua a ser um problema de ambiguidade, apresentando desafios para os pesquisadores em seus esforços para gerar um consenso”. Para Segura e Formigoni (2014, p. 56), os estudos sobre as empresas familiares são diversos e controversos. Ora eles tratam o controle familiar, ora apenas a descrição de empresa familiar. Em outras vezes, tratam sobre a família na gestão ou nas ações da empresa. Os resultados obtidos nas pesquisas entre propriedade familiar e desempenho são diversos, dificultando a compreensão (Wang & Shailer, 2017). Desse modo, a questão problema desse estudo consiste na seguinte: Qual é a influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras?

Percebe-se nas pesquisas nacionais e internacionais (Segura & Formigoni, 2014; Shyu, 2011; Barontini & Caprio, 2006; Martínez *et al.*, 2007; Anderson & Reeb, 2003; James, 1999; Lunardi *et al.*, 2017; Scarpin *et al.*, 2012; Faccio *et al.*, 2001; Holderness & Sheehan, 1988), que ainda não existe um consenso nos resultados obtidos sobre a propriedade familiar e desempenho, sendo que algumas pesquisas evidenciam que há influência positiva da propriedade familiar no desempenho da empresa e outras não, o que motiva o estudo.

Para Shyu (2011), a questão de saber se as empresas familiares possuem um melhor desempenho em comparação com as empresas não-familiares exige uma investigação mais aprofundada. Isto ocorre em função da diversidade dos resultados das pesquisas que têm por objetivo investigar empresas familiares e desempenho. Wang e Shailer (2017) mencionam que a propriedade familiar é uma forma organizacional importante de economia em todo o mundo. No entanto, as expectativas conflitantes dos efeitos do desempenho financeiro da propriedade familiar e os resultados empíricos aparentemente diversos constituem uma barreira à consolidação do conhecimento e ao desenvolvimento da pesquisa nesta área.

O objetivo geral deste estudo consiste em verificar a influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras. Para tanto, esta pesquisa segue o mesmo modelo e método do estudo de Shyu (2011), que verificou a influência da propriedade familiar no desempenho de empresas tailandesas. Desta forma, será possível a comparação dos achados.

A avaliação de desempenho empresarial pode ser realizada por meio de índices que permitem avaliar, sob um olhar quantitativo, o desempenho econômico e financeiro das empresas. Beaver (1966) menciona que os índices permitem revelar a situação financeira negativa de forma antecipada e estimar falência em organizações. Altman (1971) também destaca a importância da utilização dos índices para analisar a situação das empresas, pois possibilitam antever uma situação de falência.

As empresas familiares são muito comuns no Brasil e no mundo, estão presentes em diversos setores, são pequenos ou grandes negócios. De acordo com *Family Firm Institute* (2017), cerca de 70% a 90% do PIB global anualmente é criado por empresas familiares. No Brasil, estima-se que 90% do setor privado seja formado por empresas familiares. Estas empresas são responsáveis por 50% do PIB e 85% da geração de empregos.

Para a *Price Waterhouse Coopers* [PWC] (2016), apesar das condições econômicas difíceis que o Brasil tem enfrentado, o segmento das empresas familiares continua vibrante e ambicioso. Colarossi, Giorgino, Sterie e Viviani (2008) mencionam que as empresas familiares representam negócios dominantes em âmbito mundial. As empresas familiares representam aproximadamente 90% de todas as formas de negócio ao redor do mundo (Acquaah, 2013).

Em pesquisas nacionais que relacionaram empresas familiares e desempenho, Lunardi *et al.*, (2017) analisaram a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Tres, Serra e Ferreira (2014) verificaram a relação entre o tempo de mandato do CEO e o desempenho de empresas listadas na BM&FBovespa, moderado pela governança corporativa, entre 1997 e 2012. Segura e Formigoni (2014), investigaram a influência da família no endividamento das empresas abertas brasileiras.

Scarpin *et al.*, (2012), analisaram se há diferença entre o endividamento e a lucratividade em empresas familiares e não familiares brasileiras, listadas na BM&FBovespa, que compõem o Índice Brasil-100. Oro, Beuren e Hein (2009) investigaram a eficiência, relacionando a estrutura de capital e o lucro operacional das empresas familiares que integram a lista das 500 maiores empresas do Brasil, conforme a revista *Exame* – “Melhores e Maiores de 2005. Oro, Beuren e Hein (2009a) verificaram a relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras.

Este estudo diferencia-se dos demais nacionais, pois é o primeiro a analisar a relação entre propriedade familiar e desempenho de uma empresa. Ao mesmo tempo, ele aborda a questão da endogeneidade e identifica os níveis ideais de propriedade familiar, utilizando o modelo proposto por Shyu (2011). A contribuição teórica dessa pesquisa está no sentido de evidenciar se de fato a propriedade familiar influencia no desempenho da empresa, bem como o nível ideal de propriedade, gerando resultados que contribuam para o avanço no consenso da relação entre propriedade familiar e desempenho.

A contribuição prática da pesquisa consiste em conhecer o desempenho das empresas familiares brasileiras por meio de indicadores financeiros, econômicos e de mercado em comparação às empresas não familiares, bem como o nível adequado de propriedade familiar, para evitar a ocorrência de um desempenho desfavorável. Os resultados alcançados poderão ser utilizados para aprimorar a gestão de negócios familiares, esses que no Brasil e no mundo possuem grande representatividade no desenvolvimento econômico.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES DA PESQUISA

### 2.1 Propriedade Familiar e Desempenho da Empresa

A propriedade familiar apresenta custos e benefícios. Martínez *et al.*, (2007), destacam que estudos apontam dois principais custos, o primeiro como o potencial de expropriação de recursos provenientes de outras partes interessadas na empresa e o segundo a nomeação de membros da família que não possuem competência para assumirem cargos de gerência. Já em relação aos benefícios, destacam-se o comprometimento a longo prazo, preservação da empresa e capacidade de monitorar os gestores.

Percebe-se que os custos e benefícios característicos de negócios familiares podem influenciar no desempenho da empresa. Anderson e Reeb (2003), com base nos resultados da sua pesquisa apoiam que os benefícios fornecidos pela propriedade familiar são superiores aos custos. Faccio *et al.*, 2001, sugerem que os custos anulam os benefícios de propriedade familiar. Martínez *et al.*, (2007), relatam que nas últimas décadas a influência da propriedade familiar sobre o desempenho da empresa tem sido um tema controverso entre os economistas e estudiosos de negócios, alguns resultados de estudos indicam que a propriedade familiar leva a uma maior desempenho, e outros não.

Anderson e Reeb (2003) investigaram o efeito da propriedade familiar no desempenho de 403 empresas do período de 1992 a 1999, utilizando o índice Standard & Poors das 500 maiores empresas. Os resultados indicaram que as empresas familiares superaram as não familiares significativamente, destruindo dois argumentos: primeiro, que propriedade familiar e participação geram influências negativas no desempenho de uma empresa e, segundo, que os acionistas minoritários são afetados negativamente pela propriedade familiar.

Martínez *et al.*, (2007) estudaram o impacto da propriedade da família no desempenho de empresas familiares e não familiares chilenas. A amostra da pesquisa foi formada por 175 empresas negociadas na bolsa de valores, no período de 1995 a 2004, os resultados apontaram que o grupo de 100 empresas de controle familiar tiveram um desempenho significativamente melhor do que o grupo de 75 empresas não familiares.

Shyu (2011) analisou a influência da propriedade familiar no desempenho, identificando o percentual de propriedade familiar que maximiza o desempenho de uma empresa. A amostra foi formada por 465 empresas tailandesas registradas na bolsa de valores no período de 2002 a 2006. Os resultados apontam que a propriedade familiar influencia positivamente no desempenho da empresa. Entretanto, os resultados sugerem que o excesso de participações da família pode não ser necessariamente saudável para uma empresa, indicando que a percentagem de propriedade familiar não deve exceder a 30%, para evitar a ocorrência de um desempenho desfavorável.

Audretsch, Hülsbeck e Lehmann (2013) investigaram se a propriedade e gestão familiar levam a um melhor desempenho. A pesquisa utilizou um conjunto de dados de 386 empresas alemãs, bem como sub-amostras (quartis) distintos para as empresas familiares e pequenas e médias empresas. Os achados apontaram que o monitoramento da família pode ser o elo que faltava no debate que envolve propriedade, controle e desempenho em empresas familiares.

Castro e Aguilera (2014) estudaram a relação entre o envolvimento da família no negócio e desempenho financeiro das empresas. A amostra nacional foi formada com 6.592 empresas. Os achados apontaram que o impacto do envolvimento da família no negócio não é o produto dos componentes do envolvimento familiar isoladamente, mas que é objeto de importantes complementaridades e efeitos de substituição.

Minichilli, Brogi e Calabrò (2015), investigaram o desempenho financeiro das empresas de controle familiar em condições de “estado estacionário”, em oposição a situações de carência econômica grave, bem como as condições que permitem alguns arranjos de governança para um melhor desempenho durante uma recessão econômica. A amostra foi formada por indústrias italianas familiares e não-familiares registradas na bolsa de valores no período de 2002 a 2012. Os resultados apontaram melhor desempenho das empresas controladas por familiares durante a crise financeira e econômica. Em seguida, com foco estritamente em empresas familiares, descobriu-se que as configurações mistas (CEOs família com menor concentração de propriedade familiar) produzem um melhor desempenho em face a perigos externos.

Trasobares e Górriz (2016) estudaram o impacto individual e conjunto de controle familiar e diversificação/criação de relação de valor sobre o desempenho, considerando a natureza do último proprietário de grupos não familiares. A amostra foi formada por 99 empresas controladoras e subsidiárias espanholas, cotadas na bolsa de valores, no período de 2000 a 2005. Os resultados indicaram como o controle familiar tem um impacto negativo sobre o valor Q de Tobin, e que as diferenças são maiores entre os grupos familiares e não familiares controlados pelos bancos e/ou agentes estrangeiros. Demonstraram também como a diversificação não afeta a criação de valor individualmente ou considerando o possível efeito moderador de propriedade familiar.

Wang e Shailer (2017) avaliaram se existe uma relação subjacente entre a propriedade familiar e o desempenho financeiro da empresa. A amostra foi formada por 43 estudos empíricos de empresas listadas em 17 mercados emergentes. Os achados da pesquisa apontaram uma relação global positiva entre a concentração da propriedade familiar e o desempenho da empresa, bem como a relação de propriedade e desempenho familiar é maior nos mercados emergentes com níveis de qualidade institucional relativamente maiores.

Infere-se do exposto que a propriedade familiar pode influenciar no desempenho empresarial. Neste sentido, e a partir dos relatos de pesquisas anteriormente expostas, apresenta-se a primeira hipótese da pesquisa:

H1: Existe influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras.

## 2.2 Endogeneidade Relativa à Propriedade Familiar e o Desempenho de uma Empresa

São fornecidos aos membros da família incentivos consideráveis para supervisionar as funções de gestores, com o objetivo de melhorar o desempenho empresarial. Além disso, uma expansão da propriedade familiar ajuda a evitar o problema da agência. Desse modo, o grau de propriedade familiar leva a alterações no desempenho da empresa (Shyu, 2011). Wang e Shailer (2017), com base nos resultados de sua pesquisa concordam com a visão de que a apropriação familiar concentrada pode monitorar melhor os gerentes ou melhor alinhar a maioria e os interesses dos acionistas minoritários, para melhorar o valor corporativo nos mercados emergentes.

Anderson e Reeb (2003) utilizaram o ROA e Q de Tobin como variáveis *proxy* para o desempenho, os resultados apontam que o desempenho inicial de empresas familiares nos Estados Unidos melhora juntamente com uma expansão na propriedade familiar. O desempenho da firma atinge seu pico quando a propriedade familiar é de 30,8% (medido usando o EBITDA), 27,6% (medido usando Lucro Líquido LL), e 31% (medido com o uso da taxa Tobin Q). No entanto, quando a propriedade familiar continua a aumentar, o desempenho da firma começa a piorar.

Barontini e Caprio (2006), mencionam que o achado de que propriedade familiar é determinado endogenamente implica que os investigadores devem considerar a endogeneidade quando determinar as relações entre propriedade familiar e desempenho de uma empresa. Trasobares e Górriz (2016) em sua pesquisa utilizam a correção de duas etapas de Heckman para remover o viés de seleção e a endogeneidade de propriedade da família. Wang e Shailer (2017), também estudaram a relação entre a concentração de propriedade familiar e desempenho para empresas listadas em mercados emergentes, encontram que uma quantidade significativa de diferenças nas relações entre os estudos é influenciada pelas escolhas dos pesquisadores sobre os métodos de regressão para avaliar a endogeneidade.

Infere-se do exposto que grau de propriedade pode aumentar ou diminuir de acordo com o desempenho da empresa. Desse modo, e a partir dos relatos de pesquisas anteriormente expostas, apresenta-se a segunda hipótese da pesquisa:

H2: Existe um grau de propriedade propício para otimizar o desempenho de empresas familiares brasileiras.

### 3 MÉTODO

#### 3.1 Seleção da Amostra

A população da pesquisa é formada pelas empresas listadas no índice IBRx100 da BM&FBovespa, familiares e não familiares, compreendendo o período de 2012 a 2016. Foram excluídas da amostra as empresas que possuem estrutura financeira diferenciada como instituições financeiras e seguradoras, constituindo a amostra de 80 empresas representando, 80% da população, sendo 35 empresas familiares e 45 não familiares. Esses critérios levam à formação de um painel desbalanceado de 400 observações.

Pesquisas anteriores têm utilizado diferentes definições de empresa familiar. Segura e Formigoni (2014) consideraram como empresas familiares, aquelas que possuem dois ou mais diretores de uma mesma família na administração do negócio ou dois ou mais diretores de uma mesma família que possuem ações da empresa, independentemente do número. Anderson e Reeb (2003) sugerem que as empresas familiares devem ser definidas de acordo com as seguintes condições: a propriedade constante dos membros da família, e/ou os membros da família na qualidade de membros do conselho de administração. Shyu (2011, p. 401), considerou empresa familiar a empresa que preenche ao menos uma das duas condições seguintes: a) total de propriedade familiar, superior a dez por cento, com membros da família como membros do conselho de administração; ou b) mais da metade dos assentos no conselho

detidos pelos membros da família. Considerou-se empresa familiar nesta pesquisa, empresas com propriedade familiar superior a 10% conforme Shyu (2011) e Anderson e Reeb (2003).

Os dados relacionados a propriedade das empresas familiares e propriedade institucional foram coletados no formulário de referência. A propriedade familiar no item assembleia e administração em relações familiares, composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal e no item controle e grupo econômico em posição acionária e a propriedade institucional no item controle e grupo econômico em posição acionária. As variáveis de desempenho foram coletadas a partir da base de dados Economatica®.

### 3.2 Modelo

Para Shyu (2011), uma equação simultânea pode ser estimada para o sistema de propriedade familiar e do desempenho, utilizando o método de mínimos quadrados em dois estágios 2SLS para resolver o problema da endogeneidade potencial. Para Wooldridge (2011, p.531) “modelos de equações simultâneas são apropriados quando cada equação no sistema tem uma interpretação *ceteris paribus*.” O sistema de equação simultânea pode ser expresso da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \text{Desempenho}_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 \text{propriedade familiar}_{it} + \beta_3 (\text{propriedade familiar})_{2it} \\ & + \beta_4 \text{tamanho da empresa}_{it} + \beta_5 \text{proporção da dívida de longo prazo}_{it} \\ & + \beta_6 \text{rendimento do dividendo}_{it} + \beta_7 \text{propriedade institucional}_{it} \\ & + \beta_8 \text{Intangível/vendas}_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Propriedade familiar}_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 \text{desempenho}_{it} + \beta_3 \text{valor de mercado da empresa}_{it} \\ & + \beta_4 \text{proporção da dívida de longo prazo}_{it} \\ & + \beta_5 \text{rendimento do dividendo}_{it} \\ & + \beta_6 \text{volatividade do retorno}_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Para medir o desempenho da empresa, serão utilizados os indicadores de rentabilidade (ROA) e o indicador de avaliação (Q de Tobin). A taxa ROA é calculada de duas formas:

1) Lucro líquido dividido pelo valor contábil dos ativos totais, denominadas ROA (LL) = LL/AT.

2) O EBITDA dividido pelo valor contábil dos ativos totais, denominado como ROA (EBITDA) = EBITDA/AT

Sabe-se que os indicadores ROA (LL) e ROA (EBITDA) podem ser distorcidos pelos tratamentos contábeis, com isso um indicador de mercado Q de Tobin será considerado. Shyu (2011, p. 403), menciona que o “Q de Tobin considera o custo do capital, riscos e valor do dinheiro no tempo e evita problemas associados com os princípios contábeis”. O Q de Tobin será calculado de forma aproximada. Segundo Chung e Pruitt (1994) o “VMA” refere-se ao valor de mercado da empresa e o “D” é composto pelo valor contábil dos passivos circulantes, somado do valor contábil dos passivos não circulantes e o valor contábil dos estoques e deste valor subtraído do valor contábil dos ativos circulantes. O resultado obtido “VMA” somado ao “D” “é, então, dividido pelo valor contábil do ativo total. Q de Tobin = (VMA + D)/AT.

A propriedade familiar será calculada considerando a razão entre o número de ações de todas as classes em poder de membros da família e o total de ações em circulação.

Na análise de regressão múltipla se utilizará como variáveis de controle as que são apresentadas no Quadro 1:

Variáveis	Siglas/ Fórmulas	Descrição	Sinal Esperado	Desempenho esperado	Autores
Tamanho da empresa	LnAT	Logaritmo natural dos ativos totais	+	Espera-se que tenha uma relação positiva com o desempenho (Andres, 2008). Para Shyu (2011, p. 404), “as empresas maiores são mais suscetíveis de serem mais eficientes na utilização	Andres, 2008; Shyu, 2011

				de ativos e se beneficiar de economias de escala”.	
Proporção da dívida de longo prazo	DLP/AT	Dívidas de longo prazo dividido pelo ativo total.	-	Espera-se uma correlação negativa com o desempenho da empresa, sua utilização aumenta os custos de falência (Chen, Guo & Mande, 2003; Singh e Davidson, 2003; Demsetz & Villalonga, 2001). Além disso, espera-se que essa variável apresente uma associação negativa com a propriedade familiar, pois as empresas com dívidas elevadas, estão sujeitas a um maior monitoramento no mercado externo, porém menos controle interno é imposto sobre estas empresas (Chen <i>et al.</i> , 2003, Guo & Mande, 2003; Jensen, Solberg & Zorn, 1992).	Chen <i>et al.</i> , 2003; Singh e Davidson, 2003; Demsetz e Villalonga, 2001; Jensen <i>et al.</i> , 1992; Shyu, 2011
Rendimento do Dividendo	DPA/PMA	Dividendo por ação dividido pelo preço de mercado da ação	+	O rendimento do dividendo pode ser positivamente relacionado ao desempenho de uma empresa, pois pode diminuir o custo de agência (Jensen <i>et al.</i> , 1992; Chen e Steiner, 1999). Quando a empresa não possui boas oportunidades de investimento, pode ser negativamente relacionado ao desempenho de uma empresa (Ross, 1977).	Jensen <i>et al.</i> , 1992; Chen e Steiner, 1999; Ross, 1977
Propriedade institucional	TP/NAC	Total de participações de agências governamentais, instituições financeiras e investidores institucionais estrangeiros dividido pelo número de ações em circulação	+	A propriedade institucional atua como um monitor externo e está prevista para ser associada positivamente com o desempenho (Chen <i>et al.</i> , 2003; Pound, 1991; Black, 1992).	Chen <i>et al.</i> , 2003; Pound, 1991; Black, 1992; Shyu, 2011
Intangível sobre as vendas	Intangível/Vendas	Intangível sobre as vendas	+	A variável Intangível/Vendas representa a importância dos intangíveis para vendas e funciona como um controle para a especificidade de ativos (Shyu, 2011). Pode influenciar positivamente o desempenho, como seria de esperar de ativos incorpóreos para melhorar o desempenho (Morck <i>et al.</i> , 1988; McConnell & Servaes, 1990).	Morck, Shleifer, Vishny, 1988; McConnell e Servaes, 1990; Shyu, 2011
Valor de mercado	LVM	Logaritmo do valor de mercado	+	Espera-se que o valor de mercado da empresa seja positivamente relacionado com a propriedade familiar (Casson, 1999). “As empresas com alta valorização e o potencial de crescimento futuro pode inspirar os membros da família para aumentar as suas participações” (Shyu, 2011, p. 404).	Casson, 1999; Shyu, 2011
Volatilidade de retorno	VR	Desvio padrão do histórico anual de retornos diários	-	A volatilidade de retorno representa o risco operacional, os gerentes em empresas com alto riscos operacionais requerem níveis elevados de propriedade com o objetivo de ganhar reconhecimento do mercado (Chen <i>et al.</i> , 2003).	Chen <i>et al.</i> , 2003; Shyu, 2011

**Quadro 1: Variáveis de controle**

Fonte: Adaptado de Shyu (2011)



Como essa pesquisa segue o modelo proposto por Shyu (2011) será utilizado um conjunto de dados em painel abrangendo o período de cinco anos para examinar transversais de variações nas relações entre propriedade familiar e desempenho de uma empresa. Será analisado também os efeitos de potenciais vieses decorrentes da endogeneidade de propriedade e desempenho. Para Wooldridge (2011, p. 531), “aplicações de equações simultâneas com dados em painel são muito poderosas, já que nos possibilitam controlar a heterogeneidade não observada ao mesmo tempo em que estamos lidando com a simultaneidade”.

#### 4 ANÁLISE E DESCRIÇÃO DOS DADOS

Na Tabela 01 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis, para as empresas incluídas na amostra.

**Tabela 01 - Estatísticas descritivas das variáveis**

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Q de Tobin	0,07	52,84	1,42	2,82
ROA (EBITDA) (%)	-25,55	34,46	9,80	7,66
ROA (LL) (%)	-43,02	32,74	4,60	7,38
Propriedade Familiar (%)	0,00	74,05	36,42	18,04
Intangível sobre as Vendas (%)	0,00	316,17	41,38	56,74
Proporção da dívida de LP (%)	0,00	88,24	34,24	16,53
Volatilidade do Retorno (%)	0,00	7,00	2,29	0,92
Tamanho da empresa (Mil R\$)	92	900.135	33.036	95.576
Valor de mercado da empresa (Mil R\$)	386	279.979	17.404	40.138
Rendimento do Dividendo (%)	0,00	118,83	4,00	7,92
Propriedade Institucional (%)	0,00	97,65	23,66	21,43

Fonte: dados da pesquisa

Percebe-se na Tabela 1, que para os indicadores de desempenho de valor de mercado, o valor máximo de Q de Tobin é 52,84, o valor mínimo é 0,07 e a média de 1,42, ou seja, uma diferença considerável entre o mínimo e o máximo, dado o Q de Tobin de uma única empresa ter sido muito elevado. Para os indicadores de desempenho contábil, o valor máximo de ROA (EBITDA) é de 34,46%, o valor mínimo é -25,55% e a média 7,66%. O valor máximo de ROA (LL) é de 32,74%, o valor mínimo é de -43,02% e a média 4,60%. Percebe-se variações significativas entre os indicadores de desempenho de mercado e contábil das empresas analisadas, coadunando com os resultados da pesquisa de Shyu (2011) que apresentaram variações significativas entre os indicadores de desempenho das empresas incluídas na amostra. As variáveis intangível sobre as vendas, tamanho da empresa, valor de mercado da empresa, também tiveram grandes oscilações, apresentando uma média respectivamente de 41,38%, R\$ 33.036 e R\$ 17.404 respectivamente. Na pesquisa de Shyu (2011) o indicador pesquisa e desenvolvimento sobre as vendas também teve grande oscilação, o mesmo não aconteceu com as variáveis tamanho da empresa e valor de mercado, sendo propriedade familiar e propriedade institucional as que apresentam variações significativas.

Na Tabela 02 aplicou-se o teste T de médias entre empresas familiares e não familiares.

**Tabela 02 - Teste T de médias entre empresas familiares e não familiares**

Variáveis	Média Familiares	Média Não Familiares	Teste t	Sig.
Q de Tobin	131,33	150,50	-,661 -,727	,509 ,468
ROA (EBITDA) (%)	10,41	9,32	1,396 1,432	,163 ,153
ROA (LL) (%)	5,04	4,25	1,047 1,064	,296 ,288

Propriedade Familiar (%)	36,63		30,121	,000
			26,870	,000
Intangível sobre as Vendas (%)	33,43	47,71	-2,478	,014
			-2,565	,011
Proporção da dívida de LP (%)	36,11	32,76	1,991	,047
			1,959	,051
Volatilidade do Retorno (%)	2,30	2,28	,151	,880
			,152	,879
Tamanho da empresa (Mil R\$)	14.854	47.448	-3,385	,001
			-3,784	,000
Valor de mercado da empresa (Mil R\$)	8.667	24.460	-3,863	,000
			-4,278	,000
Rendimento do Dividendo (%)	2,53	5,21	-3,340	,001
			-3,637	,000
Propriedade Institucional (%)	15,34	30,30	-7,291	,000
			-7,655	,000

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se na Tabela 02, que os indicadores Q de Tobin, ROA (EBITDA) e ROA (LL), ou seja, indicadores de desempenho de mercado e contábil e a volatilidade de retorno, não possuem diferenças estatisticamente significativas ao nível de  $P < 0,05$ , entre empresas familiares e não familiares. Diferente do estudo de Shyu (2011), que observou diferenças significativas nestes indicadores, em que as empresas familiares funcionam significativamente melhor do que as empresas não familiares nas variáveis de desempenho. A volatilidade do retorno foi nas empresas familiares menor que nas empresas não familiares.

As variáveis tamanho da empresa, valor de mercado da empresa, rendimento do dividendo e propriedade institucional, são significativamente menores entre empresas familiares, coadunando com os achados de Shyu (2011). Nas variáveis denominadas intangível sobre as vendas e proporção da dívida de longo prazo, as diferenças também foram significativas, mas os achados diferem do estudo de Shyu (2011). Para Wang & Shailer (2017), os resultados obtidos nas pesquisas entre propriedade familiar e desempenho são diversos, dificultando a compreensão. Martínez *et al.*, (2007), relatam que alguns resultados de estudos indicam que a propriedade familiar leva a um maior desempenho, e outros não.

As Tabelas 03 e 04 demonstram os resultados das equações simultâneas em painel para as empresas familiares.

**Tabela 03 - Equações simultâneas de propriedade familiar e desempenho método 2SLS**

Variáveis	ROA (EBITDA)	ROA (LL)	Q de Tobin
	0.042*	0.049*	0.221
Propriedade Familiar <sup>2</sup>	.6317816	.5405916	-5,892043
	0.258	0.114	0.157
Propriedade Familiar	-.2252576	-.2788469	4.374061
	0.000***	0.249	0.000***
Tamanho da Empresa	-.0443716	-.0129681	-.991289
	0.760	0.019**	0.415
Proporção da dívida de LP	.0172316	-.1176283	.7139197
	0.640	0.555	0.145
Rendimento do Dividendo	-.0724471	.0810368	-3.5089
	0.005**	0.161	0.030**
Propriedade institucional	-.1606694	-.0704103	-1.913566
	0,058*	0.174	0.010***
Intangível sobre as vendas	-.0721816	-.04583	-1.520375
	0,000***	0,059*	0,000***
Constante	.8541281	.3355282	17,12996
Ponto de Inflexão	17,83	25,79	37,12
	0,000***	0,0213**	0,0010***
Hausman test	29.1726	16,4574	24,3768

R <sup>2</sup> within	0.2423	0.1460	0.2931
R <sup>2</sup> between	0.1155	0.4631	0.1941
R <sup>2</sup> overall	0.0941	0.3994	0.1660

Fonte: dados da pesquisa

Notas:

Equação:  $Desempenho_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \text{propriedade familiar}_{it} + \beta_3 (\text{propriedade familiar})^2_{it} + \beta_4 \text{tamanho da empresa}_{it} + \beta_5 \text{proporção da dívida de longo prazo}_{it} + \beta_6 \text{rendimento do dividendo}_{it} + \beta_7 \text{propriedade institucional}_{it} + \beta_8 \text{Intangível sobre as vendas}_{it} + e_{it}$

\*, \*\*, \*\*\*: significativo a 10, 5 e 1%.

O teste de Hausman indica que o modelo de dados em painel com efeitos fixos é mais apropriado. Percebe-se na Tabela 03 que, quando as variáveis dependentes forem ROA (EBITDA), ROA (LL), os coeficientes de propriedade familiar são negativos e não significativos. No entanto, quando a variável dependente for o Q de Tobin, o coeficiente de propriedade familiar é positivo e também sem significância.

Observa-se ainda, que o tamanho da empresa está negativamente e significativamente correlacionado apenas com o ROA (EBITDA) e Q de Tobin. O índice de dívida de longo prazo está correlacionado negativamente e de forma significativa apenas com o ROA (LL), coadunando com os achados de Chen *et al.*, 2003; Singh e Davidson, 2003; Demsetz e Villalonga, 2001; Jensen *et al.*, 1992; Shyu, 2011. O rendimento de dividendo não apresentou significância em nenhum dos períodos analisados. A propriedade institucional está correlacionada negativamente e de forma significativa com o ROA (EBITDA) e Q de Tobin, apenas; O intangível sobre as vendas está correlacionado negativamente e de forma significativa com o ROA (EBITDA) e Q de Tobin. De maneira geral, os achados não corroboram com o estudo de Shyu (2011).

Os resultados apontam, que não podemos afirmar que a propriedade familiar melhora o desempenho e conseqüentemente uma maior propriedade familiar, leva a um melhor desempenho, diferentemente dos achados de Shyu (2011), que apontaram que a propriedade familiar melhora o desempenho e que uma maior propriedade familiar, leva a um melhor desempenho. Lunardi *et al.*, (2017), Scarpin *et al.*, (2012), Faccio *et al.*, 2001, Holderness e Sheehan (1988), também não encontraram uma relação positiva entre propriedade familiar e desempenho empresarial. Diante de exposto, infere-se que H1: Existe influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras, não pode ser confirmada.

Percebe-se ainda que, quando ROA (EBITDA) e ROA (LL) são os indicadores de desempenho, além do coeficiente de propriedade familiar ser negativo e insignificante o coeficiente de propriedade da família ao quadrado é positivo e significativo. Quando a propriedade familiar é de aproximadamente 17,83% e 25,13% por cento, ROA (EBITDA) e ROA (LL) atingem seu pico, porém considerar a propriedade familiar ideal não foi possível, dado a significância das variáveis.

Quando o Q de Tobin é usado como indicador de desempenho, o desempenho da empresa exibe uma correlação positiva com a propriedade familiar, porém insignificante; em relação ao quadrado da propriedade familiar a correlação é negativa e também insignificante. Portanto, determinar a propriedade familiar ideal para maximizar o valor de mercado de uma empresa também não é possível, corroborando com os achados de Shyu (2011).

Desse modo, infere-se que a H2: Existe um grau de propriedade propício para otimizar o desempenho de empresas familiares brasileiras, não pode ser confirmada.

A Tabela 04 evidencia a propriedade familiar e o desempenho empresarial, considerando as variáveis de desempenho contábil e de mercado e a propriedade familiar como dependente.

**Tabela 04 - Propriedade familiar e desempenho empresarial**

Variáveis	Propriedade Familiar	Propriedade Familiar	Propriedade Familiar
	0,059**		
ROA (EBITDA)	.1996134		
		0,473	
ROA(LL)		.0943399	
			0,605
Q de Tobin			.0035418
	0,362	0,624	0,646
Valor de Mercado	-,0107272	-.0057555	-.0055227
	0,756	0,689	0,850
Proporção da dívida LP	.0202031	.02744	.0124259
	0,796	0,720	0,851
Rendimento do Dividendo	-.0616048	-.0876756	-.0456191
	0,297	0,275	0,285
Volatilidade do retorno	.0083313	.0088685	.0086583
	0,013	0,030**	0,033**
Constante	.4806824	.4198275	.42108
	0,9464	0,7862	0,9111
Hausman test	1,184479	2,435337	1,516757
R <sup>2</sup> within	0,0405	0,0176	0,0180
R <sup>2</sup> between	0,0040	0,0095	0,0001
R <sup>2</sup> overall	0,0026	0,0054	0,0001

Fonte: dados da pesquisa

Notas:

Equação:  $Propriedade\ familiarit = \beta 1i + \beta 2desempenhoit + \beta 3\ valor\ de\ mercado\ da\ empresait + \beta 4\ proporção\ da\ dívida\ de\ longo\ prazoit + \beta 5\ rendimento\ do\ dividendoit + \beta 6volatilidade\ do\ retornoit + eit$

\*, \*\*, \*\*\*: significativo a 10, 5 e 1%.

O teste de Hausman indica que o modelo de dados em painel com efeitos aleatórios é o mais apropriado. Percebe-se na Tabela 04 uma correlação negativa e não significativa entre o valor de mercado e a propriedade familiar, o que corroborou em parte com o estudo de Shyu (2011) que identificou evidência fraca de um efeito positivo do valor de mercado na propriedade familiar, mesmo assim Shyu (2011, p. 404), destaca que “as empresas com alta valorização e o potencial de crescimento futuro podem inspirar os membros da família para aumentar as suas participações.

No que se refere a proporção da dívida de longo prazo, os achados apontam uma correlação positiva e insignificativa com a propriedade familiar, diferente do resultado de Shyu (2011), que encontrou uma correlação negativa entre a proporção da dívida de longo prazo e a propriedade familiar, sugerindo que menos monitoramento interno ocorre em empresas familiares. Para a variável rendimento do dividendo, a correlação também foi negativa e insignificante em todos os indicadores analisados, corroborando com o estudo de Shyu (2011), em que o rendimento de dividendos não teve efeito sobre a propriedade familiar. Na volatilidade do retorno a correlação foi positiva, mas também insignificante, no estudo de Shyu (2011) a correlação foi positiva, indicando que a volatilidade pode aumentar o valor da propriedade familiar, pois a incerteza torna o acompanhamento das contribuições gerenciais para o desempenho da empresa muito mais difícil.

A Tabela 4 ainda demonstra que, quando a propriedade familiar é uma variável dependente, os coeficientes de ROA (EBITDA), ROA (LL) e Q de Tobin são todos positivos, mas apenas ROA (EBITDA) é estatisticamente significativo. Desse modo, não se pode confirmar a relação conjuntamente endógena entre a propriedade familiar e o desempenho das empresas, ou seja, não se pode afirmar que esses dois fatores se influenciam mutuamente. O aumento da propriedade familiar não melhora o desempenho, contribuindo também para não confirmação da H1, ou seja, não existe influência da propriedade familiar no desempenho empresarial.

Segura & Formigoni, 2014; Shyu, 2011; Barontini & Caprio, 2006; Martínez *et al.*, 2007; Anderson & Reeb, 2003; James, 1999; Lunardi *et al.*, 2017; Scarpin *et al.*, 2012; Faccio *et al.*, 2001; Holderness & Sheehan, 1988), destacam que ainda não existe um consenso nos resultados obtidos no que se refere a propriedade familiar e desempenho.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa objetivou verificar a influência da propriedade familiar no desempenho empresarial das empresas IBRx100 da BM&FBovespa. Os pressupostos teóricos desse estudo foram de que as empresas familiares, são mais conservadoras, possuem perspectivas e buscam viabilizar e assegurar a saúde financeira da empresa em longo prazo e apresentam aversão ao risco, podendo levar ao melhor desempenho. Para tanto, utilizou-se uma amostra de 80 empresas, sendo 45 não familiares e 35 familiares, do período de 2012 a 2016 e a técnica estatística equações simultâneas em painel, além da estatística descritiva.

As hipóteses H1: Existe influência da propriedade familiar no desempenho de empresas brasileiras e H2: existe um grau de propriedade propício para otimizar o desempenho de empresas familiares brasileiras, não foram confirmadas.

Em relação a H1, os resultados apontaram que se os indicadores forem de rentabilidade ROA (LL) e ROA (EBITDA), ou de avaliação Q de Tobin, não podemos afirmar que a propriedade familiar afeta positivamente o desempenho da empresa. Além disso, os achados não revelam uma relação conjuntamente endógena entre o desempenho da empresa e a propriedade familiar, ou seja, um aumento na propriedade familiar não aumenta o desempenho da empresa. Desse modo, os achados em empresas brasileiras, não corroboram com os resultados da pesquisa de Shyu (2011) realizado em empresas tailandesas, em que a relativa concentração da propriedade familiar afeta o desempenho da empresa, pois os membros da família têm mais informações internas, podem prever as perspectivas com mais facilidade e tomar boas decisões de forma que influenciam de maneira positiva o desempenho.

A propriedade das empresas familiares, caracterizada como concentrada, não possui relação significativa com o desempenho das empresas, a concentração de propriedade, no caso brasileiro, pode indicar menor desempenho das empresas familiares, o que pode justificar os resultados obtidos, diferente dos achados de Shyu (2011), em que a maioria das empresas familiares em Taiwan possui uma participação relativamente concentrada, o que pode propiciar ao melhor desempenho.

No que se refere a H2, não foi possível identificar os níveis de propriedade familiar que são mais benéficos para o desempenho das empresas, em função da correlação e significância das variáveis, diferente dos achados de Shyu (2011) que os resultados revelaram que a rentabilidade de uma empresa (ROA) aumenta inicialmente com o aumento das participações familiares e atinge seu pico quando a propriedade familiar é de aproximadamente 30%.

Os resultados obtidos limitam-se a amostra e a técnica estatística aplicada, não podendo ser generalizados para todas as empresas familiares brasileiras. Como pesquisas futuras, sugere-se a aplicação do modelo em outras amostras nacionais e internacionais com cenários diferentes para comparação dos resultados em outros contextos.

## 6 REFERÊNCIAS

Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance*, 7(3), 288-300.

- Acquaah, M. (2013). Management control systems, business strategy and performance: A comparative analysis of family and non-family businesses in a transition economy in sub-Saharan Africa. *Journal of Family Business Strategy*, 4(2), 131-146.
- Altman, E. I. (1971). Railroad bankruptcy propensity. *The Journal of Finance*, 26(2), 333-345.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance:evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328.
- Anderson, R. C.; Duru, A.; Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744-1758
- Audretsch, D.B.; Hülsbeck, M.; Lehmann, E. E. (2013). Families as active monitors of firm performance. *Journal of Family Business Strategy*, 4(2), 118-130.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance – an empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. *European Financial Management* , 12(5), 689-723.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111.
- Black, B.S. (1992). Institutional investors and corporate governance: the case for institutional voice. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 19-32.
- Casson, M. (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian Economics History Review*, 47(1), 10-23.
- Colarossi, F., Giorgino, M., Steri, R. & Viviani, D. (2008). A corporate governance study on Italian family firms. *Corporate ownership & control*, 5(4), 93-103.
- Chen, C.R., Guo, W., & Mande, V. (2003). Managerial ownership and firm valuation: evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 267-283.
- 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, 119-136.
- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23 (3), 70-74.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Filatotchev, I., Lien, Y.C., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan. *Asian Pacific Journal of Management*, 22, 257-283.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., & Young, L. (2001). Dividend and expropriation. *American Economics Review*, 91(1), 54-78.
- Family Firm Institute. (2017). *Pontos de dados globais*. Recuperado em 12 setembro, 2017, de <http://www.ffi.org/?page=GlobalDataPoints>.
- Castro, G. R.; Aguilera, R.V. (2014). Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 85-96.

- Holderness, C.G., & Sheehan, D.P. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- James, H. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of Economics and Business*, 6(1), 41-56.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., Rodrigues Junior, M. M., Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2017). Criação de Valor no Desempenho Econômico de Empresas Familiares e não Familiares Brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(1), 94-112.
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-95.
- McConnell, J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-613.
- Minichilli, A., Brogi, M., & Calabrò, A. (2015). Weathering the storm: Family ownership, governance, and performance through the financial and economic crisis. *Corporate Governance (Oxford)*, 24(6), 552-568.
- Morck, R.K., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Oro, I. M., Beuren, I. M., & Hein, N. (2009). Análise da eficiência de empresas familiares brasileiras. *RAE-eletrônica*, 8(2), 1-27.
- Oro, I. M., Beuren, I. M., & Hein, N. (2009a). Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(1), 67-94.
- Pound, J. (1991). Proxy voting and the SEC: investor protection versus market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 29 (2), 241-285.
- Price Waterhouse Coopers (2016). *Pesquisa global sobre empresas familiares 2016*. Recuperado em 26 junho, 2017, de [http://www.pwc.com.br/pt/setores-de-atividade/empresas-familiares/2017/tl\\_pgef\\_17.pdf](http://www.pwc.com.br/pt/setores-de-atividade/empresas-familiares/2017/tl_pgef_17.pdf)
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- 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.
- 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.
- Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411.
- Singh, M., & Davidson, W.N. III (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking and Finance*, 27, 793-816.
- Trasobares, A.H., & Górriz, C.G. (2016). Diversification and family control as determinants of performance: A study of listed business groups. *European Research on Management and Business Economics*, 23(1), 46-54.

Tres, G., Serra, F., & Ferreira, M. (2014). O tempo de mandato do CEO e o desempenho das empresas: Um estudo comparativo de empresas familiares e não-familiares brasileiras. *Revista Gestão & Tecnologia*, 14(3), 5-31.

Wang, K. T., & Shailer, G. (2017). Family ownership and financial performance relations in emerging markets. *International Review of Economics and Finance*, 51, 82-98.

Wooldridge, J. M. (2011). *Introdução à Econometria: Uma Abordagem Moderna*. Tradução da 4a. Edição Norte-Americana.