

Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas

Jovani Lanzarin (Unochapecó) - jovani87@gmail.com

Geovanne Dias de Moura (Unochapecó) - geomoura@terra.com.br

Sady Mazzioni (73256650910) - sady@unochapeco.edu.br

Francisca Francivânia Rodrigues Ribeiro Macêdo (UVA) - francymacedo2011@gmail.com

Neusa Maria Gonçalves Salla (URI Santo Ângelo) - neusalla@san.uri.br

Resumo:

O objetivo do estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economática e site da B3. A amostra foi composta por 211 companhias em 2012, 214 em 2013, 225 em 2014, 220 em 2015 e 223 em 2016. Os resultados revelaram que ao longo de praticamente todo o período analisado, as médias do custo de financiamento da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar. Ao comparar o custo de financiamento da dívida entre empresas que possuíam gestão familiar e não familiar percebeu-se que, na maioria dos anos, o custo era inferior no grupo de empresas com gestão familiar. Portanto, constatou-se que apenas a gestão familiar influenciava para redução do custo de financiamento da dívida. Conclui-se que as empresas com estrutura de propriedade e gestão familiar desfrutam de maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor, em conformidade com a perspectiva principal-agente da Teoria da Agência.

Palavras-chave: *Estrutura de Propriedade Familiar. Gestão Familiar. Custo de Financiamento da Dívida.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas

Resumo

O objetivo do estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e site da B3. A amostra foi composta por 211 companhias em 2012, 214 em 2013, 225 em 2014, 220 em 2015 e 223 em 2016. Os resultados revelaram que ao longo de praticamente todo o período analisado, as médias do custo de financiamento da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar. Ao comparar o custo de financiamento da dívida entre empresas que possuíam gestão familiar e não familiar percebeu-se que, na maioria dos anos, o custo era inferior no grupo de empresas com gestão familiar. Portanto, constatou-se que apenas a gestão familiar influenciava para redução do custo de financiamento da dívida. Conclui-se que as empresas com estrutura de propriedade e gestão familiar desfrutam de maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor, em conformidade com a perspectiva principal-agente da Teoria da Agência.

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade Familiar. Gestão Familiar. Custo de Financiamento da Dívida.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

1 Introdução

Dada a importância da dívida para as empresas, pesquisadores têm procurado identificar os fatores que influenciam no custo do financiamento da dívida (Ghouma, 2017). Todavia, apesar da investigação dos fatores ser um tema cada vez mais desenvolvido e publicado nos periódicos internacionais, na literatura nacional, conforme destacam Fernandes (2013), Peixoto, Pains, Araújo e Guimarães (2015), Konraht, Camargo e Vicente (2016), Moura, Macêdo, Mazzioni e Kruger (2016) e Palmieri e Ambrozini (2016), o número de estudos e as evidências sobre o assunto, ainda são reduzidos.

Na literatura nacional, como exemplo de fatores já investigados, que influenciam no custo do endividamento, podem ser citados a concentração acionária (Konraht et al., 2016), nível de evidenciação de informações (Lima, 2009; Angonese, Fank, Oliveira & Bezerra, 2013), qualidade da informação (Castro & Martinez, 2009; Nardi & Nakao, 2009; Moura et al., 2016), responsabilidade socioambiental (Fernandes, 2013; Peixoto et al., 2015) e governança corporativa (Caroprez, 2011; Barros, Silva & Voese, 2015; Fonseca & Silveira, 2016).

A influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida, é um tema que ainda merece atenção e carece de investigação. Na literatura internacional, os resultados ainda são controversos. Em relação à estrutura de propriedade, enquanto Anderson, Mansi e Reeb (2003), Khan, Kaleem, Nazir e Saeed (2013) e Ma, Ma e Tian (2017) verificaram que a estrutura familiar reduzia o custo da dívida, de modo contrário, Boubakri e Ghouma (2010), Lin, Malatesta e Xuan (2011), Tanaka (2014) e Hashim e Amrah (2016) constataram que a estrutura familiar influenciava para o aumento do custo da dívida.

No tocante à gestão, Anderson et al. (2003) e Lin et al. (2011) demonstraram que a gestão familiar influenciava no aumento do custo da dívida, mas, por outro lado, Ma et al. (2017) verificaram que a gestão familiar influenciava na redução do custo da dívida. Não obstante, Boubakri e Ghouma (2010) e Tanaka (2014) constataram que a gestão familiar não exercia nenhum tipo de influência no custo da dívida.

Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações. Diante disso, a questão de pesquisa que orienta este estudo é: Qual a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3? Logo, o estudo objetiva verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3.

A pesquisa contribui para expandir o conhecimento existente sobre o custo da dívida, além de colaborar na identificação de sua possível inter-relação com fatores ainda pouco investigados na literatura. Também contribui, em razão da investigação dos fatores que podem influenciar para redução ou aumento do custo de financiamento da dívida, ainda figurar como lacuna no cenário brasileiro. Além disso, ao verificar a existência de relação entre essas variáveis, o estudo contribui, não apenas de maneira teórica, mas também de forma empírica.

2.1 Companhias familiares e o custo de financiamento da dívida

Estrutura de propriedade pode ser definida como sendo a estrutura societária da empresa, ou seja, trata-se da distribuição das ações entre os diferentes tipos de acionistas que uma empresa possui (Richter & Weiss, 2013; Ma et al., 2017). As ações são distribuídas entre os acionistas e proporcionam a eles direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa. É importante ressaltar que, quanto maior forem os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa, maior será a influência nas decisões corporativas (Boubakri & Ghouma, 2010).

Nesse sentido, os acionistas podem ser famílias ou indivíduos, instituições financeiras, estado, inúmeros pequenos acionistas (estrutura de propriedade dispersa), ou, outra empresa com capital disperso, por exemplo. (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Hautz, Mayer & Stadler, 2013). Dentre os principais tipos de acionistas, de acordo com Moura (2014), as famílias têm recebido maior atenção na literatura, especialmente após os estudos de La Porta et al. (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Faccio e Lang (2002).

A estrutura de propriedade pode ser definida como familiar, conforme descrevem La Porta et al. (1999), quando um indivíduo ou uma família for o acionista controlador, com participação direta ou indireta. O estudo de La Porta et al. (1999) é apontado por Claessens et al. (2000) como sendo o primeiro a investigar o tipo de estrutura de propriedade considerando o controle final, ou seja, o primeiro a rastrear a cadeia de propriedade para descobrir quem possuía a maioria dos direitos de voto.

Quando a estrutura de propriedade é familiar, muitas vezes, a própria família é responsável pela gestão, ou seja, membros da família controladora atuam nos principais cargos de gestão. No entanto, nem sempre isso ocorre. As famílias também podem optar por uma gestão não familiar, que ocorre por meio da contratação de profissionais que não fazem parte da família (Miller, Le Breton-Miller, Lester & Cannella Jr., 2007; Masri & Martani, 2014; Tanaka, 2014).

De acordo com autores, a exemplo de Andres (2008) e Villalonga e Amit (2006), analisar separadamente a gestão em empresas familiares é importante em razão dos diferentes objetivos e políticas que são peculiares às famílias. A partir da teoria da agência, pela perspectiva do efeito-alinhamento, quando a gestão também é familiar, os conflitos podem ser atenuados, pois os interesses entre propriedade e gestão estarão altamente alinhados (Anderson et al., 2003; Cai, Luo & Wan, 2012; Liu, Yang & Zhang, 2012). Além disso, os

custos de agência oriundos do conflito principal-agente serão inferiores (Villalonga & Amit, 2006; Cai et al., 2012).

Por outro lado, uma gestão familiar pode agravar o conflito principal-principal. A partir da perspectiva do efeito-entrenchamento, os conflitos ocorrem entre famílias e acionistas minoritários. Nesse caso, a gestão familiar pode contribuir para que os proprietários familiares (majoritários) possam expropriar os minoritários e outros *stakeholders* (Villalonga & Amit, 2006; Peng & Jiang, 2010; Liu et al., 2012).

Portanto, os conflitos oriundos da relação entre principal e agente podem variar dependendo do tipo de estrutura de propriedade e do tipo de gestão das companhias e impactar diretamente na estrutura de capital e no custo de financiamento da dívida (Anderson et al., 2003; Boubakri & Ghouma, 2010; Lin et al., 2011; Ma et al., 2017).

Nesse sentido, as famílias, visando a transferência da empresa para outros membros da família ou para os descendentes no futuro, tendem a atuar de forma correta para melhorar o desempenho e elevar o valor da empresa. Considerando que os financiadores da dívida também se beneficiam de um maior valor da empresa, esse incentivo exclusivo da empresa familiar poderia ajudar a mitigar os conflitos de agência com os credores da dívida (Tanaka, 2014).

Além disso, as famílias têm maior preocupação com a reputação perante terceiros, apresentam rotatividade infrequente de gerentes e diretores e apresentam relacionamentos fortes com seus *stakeholders*. O relacionamento de longo prazo estabelecido por meio da reputação familiar é altamente desejável para os fornecedores da dívida porque as famílias continuam a manter o desempenho da empresa a longo prazo (Anderson et al., 2003; Tanaka, 2014).

As famílias também têm um maior incentivo para monitorar e disciplinar a gestão. Essas atividades de monitoramento beneficiam os devedores e, portanto, ajudam a mitigar o conflito entre o acionista e os detentores de títulos de dívida, resultando em uma redução no risco de inadimplência. Logo, se os detentores de títulos de dívida preveem esses incentivos, as empresas familiares tendem a desfrutar de menor custo da dívida (Lin et al., 2011; Tanaka, 2014).

No entanto, as empresas familiares também podem extrair os benefícios privados de controle à custa de outros *stakeholders*, incluindo os fornecedores da dívida (Boubakri & Ghouma, 2010). Um comportamento oportunista poderia agravar o conflito entre os acionistas e os credores da dívida, levando a um aumento no risco de inadimplência. Quando os detentores de títulos reconhecem tal risco, as empresas familiares tenderiam a apresentar maior custo da dívida (Anderson et al., 2003; Tanaka, 2014).

Companhias familiares geralmente evitam captar recursos pelo mercado de ações, porque este tipo de operação envolve risco de perda do controle, haja vista que podem diminuir a concentração acionária do controlador. Em razão disso, podem priorizar financiamentos bancários, o que levaria a uma maior alavancagem financeira e, por consequência, maior risco e custo da dívida (Boubakri & Ghouma, 2010). No entanto, na literatura, os resultados acerca da influência das famílias no custo da dívida ainda são bastante divergentes, conforme será demonstrado na seção seguinte.

2.2 Estudos anteriores sobre a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida

Nesta seção, apresentam-se alguns estudos similares que analisaram questões acerca da estrutura e gestão familiar e custo da dívida. Inicia-se pela pesquisa de Anderson et al. (2003) que investigaram o impacto da estrutura de propriedade familiar no custo de agência da dívida. A análise ocorreu em uma amostra de 252 companhias abertas americanas, que possuíam dados disponíveis no período de 1993 a 1998. Os resultados evidenciaram que a

estrutura de propriedade familiar reduzia o custo da dívida. Todavia, perceberam que quando os membros da família ocupavam a posição de CEO, o custo do financiamento da dívida era maior em relação às empresas familiares com CEOs externos.

Steijvers e Voordeckers (2009) investigaram se os custos da dívida em empresas familiares eram menores na comparação com as não familiares. Para isso, analisaram uma amostra de 443 companhias abertas americanas. Perceberam que as empresas de controle familiar apresentavam custos da dívida mais elevados e destacaram também que os custos da dívida pareciam estar refletidos na necessidade das famílias apresentarem garantias pessoais e que tais garantias eram uma excelente ferramenta para as instituições financeiras contornarem os problemas de autocontrole e os efeitos negativos do altruísmo em empresas familiares.

Boubakri e Ghouma (2010) analisaram a influência da identidade do acionista controlador e dos excessos de direitos de voto no custo de financiamento das dívidas e na classificação das agências de *rating*. A amostra foi composta por um conjunto multinacional de empresas de países desenvolvidos e em desenvolvimento do Leste Asiático e da Europa Ocidental. A análise ocorreu no período de 1994 a 2002. Verificaram que os excessos de direitos de votos dos controladores elevavam o custo de financiamento da dívida. Também constataram que o controle familiar era percebido pelos detentores de títulos de dívida e pelas agências de *rating* como um risco potencial de expropriação.

Lin et al. (2011) verificaram a influência do controle familiar, da gestão familiar e dos excessos de direitos de votos dos controladores no custo de financiamento da dívida. A análise ocorreu em um conjunto de empresas de 22 países da Ásia Oriental e da Europa Ocidental que possuíam dados no período de 1996 a 2008. Os resultados indicaram que o custo da dívida era maior em empresas com maior divergência entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa. Também eram mais elevados em empresas que possuíam acionistas controladores familiares e em empresas de controle familiar que também possuíam o cargo de CEO ocupado por algum membro da família controladora.

Khan et al. (2013) investigaram a influência da propriedade familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas do Paquistão. A análise foi realizada com dados do período de 2006 a 2010. Os resultados demonstraram que a propriedade familiar influenciava para redução do custo da dívida e que um maior percentual de ações em posse das famílias também reduzia o custo de financiamento da dívida. Concluíram que os credores consideravam a propriedade familiar como uma estrutura organizacional que protegia melhor os seus interesses.

Tanaka (2014) explorou a relação entre mecanismos de governança corporativa e o custo de financiamento da dívida. O foco do autor foi à participação acionária do CEO, a propriedade e gestão familiar e a concentração acionária de grandes acionistas. Investigou uma amostra composta por 196 companhias abertas japonesas com dados disponíveis no período de 2005 a 2008. A análise empírica revelou que a participação acionária do CEO, assim como a propriedade familiar, estava positivamente correlacionada com o custo da dívida. Não identificaram influência da gestão familiar no custo da dívida. Por fim, verificaram que as empresas com grandes acionistas corporativos apresentavam custos da dívida mais baixos.

Hashim e Amrah (2016) analisaram se havia alguma diferença na associação entre independência do conselho de administração, efetividade do comitê de auditoria e custo da dívida entre empresas com controle familiar e não familiar do Sultanato de Omã, país da Península Arábica. A análise ocorreu em um conjunto de 68 companhias abertas com dados de 2005 a 2011. Os resultados evidenciaram que o custo da dívida em empresas familiares era maior em comparação com empresas não familiares. Também revelaram que a associação entre a independência do conselho de administração e o custo da dívida era negativa quando a análise ocorreu na amostra total e na amostra de empresas não

familiares. Além disso, perceberam que a efetividade do comitê de auditoria apresentava efeito significativo no custo da dívida com base na amostra total e na amostra de empresas familiares, mas não foi significativo para as empresas não familiares.

Ma et al. (2017) analisaram o impacto da ausência de transparência corporativa sobre a relação entre o controle familiar e o custo da dívida em uma amostra composta por 705 companhias abertas chinesas no período de 2004 a 2010. Inicialmente os resultados revelaram que as empresas de controle familiar, em média, pagavam um custo significativamente menor da dívida. Além disso, constataram que as companhias de controle familiar eram significativamente mais transparentes do que as não familiares. Também verificaram que o efeito do controle familiar no custo da dívida das empresas era significativamente mais fraco quando a transparência era inferior. De forma complementar, investigaram também o impacto do tipo de CEO no custo da dívida e descobriram que apenas empresas com CEOs familiares desfrutavam de menor custo da dívida.

Percebe-se a existência de resultados divergentes nos estudos descritos, pois, enquanto alguns autores identificaram maior custo da dívida em empresas familiares, outros encontraram o inverso. Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações. Nota-se, ainda, nos estudos apresentados, que as investigações ocorreram em empresas americanas, europeias e asiáticas. Deste modo, este assunto merece atenção em outros países, como no caso do Brasil.

3 Procedimentos metodológicos

Para atender ao objetivo proposto realizou-se pesquisa descritiva, documental e de abordagem quantitativa. Para definir a amostra, inicialmente, em razão das peculiaridades do setor, em cada ano, foram excluídas as companhias que exerciam atividades financeiras. Também foram excluídas as companhias que não possuíam informações necessárias para o cálculo de todas as variáveis utilizadas na pesquisa. Então, após estes procedimentos, a amostra foi composta por 211 companhias em 2012, 214 em 2013, 225 em 2014, 220 em 2015 e 223 em 2016. Portanto, a pesquisa foi realizada com dados de um período de 5 anos.

Para identificar o tipo de estrutura de propriedade criou-se uma variável categórica denominada de estrutura familiar (Estrut_Fam), que recebeu valor “1” nos casos em que o último acionista controlador era uma família ou um indivíduo (em termos de direitos de voto), com participação mínima de 10%, assim como no estudo de La Porta et al. (1999), e valor “0” caso contrário. A adoção desse critério é similar à adotada em outros estudos anteriores da mesma natureza, como os de Anderson et al. (2003); Steijvers e Voordeckers (2009); Boubakri e Ghouma (2010); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Hashim e Amrah (2016); Ma et al. (2017) e os dados foram coletados nos Formulários de Referência: Seção 6.3 – Breve histórico; Seção 8.1 - Descrição do grupo econômico; Seção 15.2 - Posição acionária; Seção 15.4 – Organograma dos acionistas; Seção 15.5 – Acordo de acionistas.

Para identificar o tipo de gestão adotou-se metodologia similar a de Villalonga e Amit (2006), que investigaram a participação das famílias na diretoria executiva e no conselho de administração. Assim, foram criadas três variáveis *dummy*, que receberam valor “1” nos casos em que o “diretor presidente (DirPres_Fam)”, o “presidente do Conselho de Administração (PresCA_Fam)” e ainda quando o “Diretor Presidente e o Presidente do Conselho de Administração (DirPres&PresCA_Fam)” eram o fundador da empresa, ou então, um membro por sangue ou casamento, pertencente à família controladora, ou valor “0” caso contrário. Os dados foram coletados nos Formulários de Referência: Seção 12.6 – Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal; Seção 12.9 - Relações familiares.

Ressalta-se que os dados sobre estrutura de propriedade e gestão, são para o ano $t-1$ em relação ao custo da dívida, assim como nos estudos anteriores de Anderson et al. (2003),

Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014). A justificativa é pautada no fato de que as decisões do passado impactam nas operações empresariais do presente.

O custo de financiamento da dívida, em consonância com estudos anteriores (Lima, 2009; Lin et al., 2011; Tanaka, 2014; Barros et al., 2015; Fonseca & Silveira, 2016; Hashim & Amrah, 2016; Ma et al., 2017), foi calculado, em cada ano, para cada empresa, como a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso médio do ano. O passivo oneroso foi representado pelos empréstimos e financiamento de curto e longo prazo, incluindo as debêntures emitidas e dos dados foram coletados no banco de dados Economatica. As variáveis de controle utilizadas foram:

a) Idade da empresa (anos decorridos desde a data de fundação): empresas que atuam há mais tempo no mercado apresentam melhores mecanismos de gestão que auxiliam na obtenção de vantagem competitiva. Além disso, normalmente, estabelecem reputações favoráveis e boas relações com os diversos *stakeholders*. Sendo assim, empresas mais antigas tendem a ter menores custos da dívida (Steijvers & Voordeckers, 2009; Tanaka, 2014).

b) Governança corporativa (listada em algum nível diferenciado de governança da B3): boas práticas de governança contribuem para a redução de problemas de agência, da assimetria de informações e ajudam a proteger os interesses dos diversos *stakeholder*. Deste modo, empresas que possuem melhores práticas de governança tendem a apresentar menores custos da dívida (Barros et al., 2015; Fonseca & Silveira, 2016).

c) Endividamento (Passivo circulante + Passivo não circulante / Ativo total): empresas que possuem maiores níveis de endividamento aumentam a probabilidade de falência e, portanto, tendem a pagar juros mais elevados por serem vistas como mais arriscadas (Boubakri & Ghouma, 2010; Lin et al., 2011; Hashim & Amrah, 2016; Ma et al., 2017).

d) Tamanho da empresa (Logaritmo natural do ativo total): empresas maiores geralmente beneficiam-se de economias de escala e desempenho estável. Também apresentam capacidade superior para suportar choques negativos nos fluxos de caixa e, portanto, são menos propensas à inadimplência. Por isso, são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos de dívida (Anderson et al., 2003; Boubakri & Ghouma, 2010; Lin et al., 2011; Tanaka, 2014; Hashim & Amrah, 2016; Ma et al., 2017).

e) ROA (Ebitda/Ativo total): empresas mais lucrativas terão menores dificuldades de pagar suas dívidas e, por isso, geralmente, apresentam menores custos de endividamento (Anderson et al., 2003; Lin et al., 2011; Tanaka, 2014; Hashim & Amrah, 2016).

f) Crescimento (taxa de crescimento dos ativos): empresas em constante crescimento também podem estar sujeitas a um maior risco e, portanto, tendem a apresentar maiores custos de endividamento (Tanaka, 2014; Shailer & Wang, 2015; Ma et al., 2017).

Os dados sobre “Endividamento”, “Tamanho”, “ROA” e “Crescimento” foram coletados no banco de dados Economatica. Os dados sobre “Governança” foram coletados manualmente no sítio da B3 e os dados referentes a idade das companhias foram coletados manualmente nos Formulários de Referência, para cada um dos anos.

Para verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida foi realizada análise de regressão por mínimos quadrados ordinários. Foram observados os pressupostos de normalidade, por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov; multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance; e ausência de autocorrelação serial, por meio do teste de Durbin-Watson.

Para examinar a existência da homocedasticidade no comportamento dos resíduos, foi aplicado o teste de *Pesarán-Pesarán*. A realização deste teste implicou em regredir o quadrado dos resíduos padronizados (Z_{re_2}) como função do quadrado dos resíduos estimados padronizados (Z_{pr_2}). O teste rejeitou a hipótese nula de homocedasticidade dos resíduos. Por essa razão foi estimada a regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

com erro padrão robusto. O Quadro 1 evidencia a variável dependente da equação, as variáveis independentes e as de controle.

Quadro 1 – Variáveis para análise da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida

Variável dependente	Variáveis independentes	Variáveis de controle
Custo Dív	Estrut Fam DirPres Fam PresCA Fam DirPres&PresCA Fam	Idade Cia Governança Endividamento Tamanho ROA Crescim

Fonte: elaborado pelos autores.

Verifica-se no Quadro 1 que a variável de custo da dívida foi classificada como dependente. As variáveis de estrutura de propriedade e gestão, assim como as de controle, foram classificadas como independentes, pois a finalidade, neste caso, era verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida.

4 Descrição e análise dos dados

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Primeiramente, descrevem-se os resultados do Teste-t de Student que permitem comparar as médias do custo do endividamento entre companhias com estrutura de propriedade familiar e não familiar. Em seguida, apresentam-se os resultados do Teste-t de Student que permitem comparar as médias do custo do endividamento entre companhias com gestão familiar e não familiar. Por fim, são apresentados os coeficientes das regressões que possibilitam analisar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida das companhias da amostra.

4.1 Custo de financiamento da dívida e estrutura de propriedade

Na Tabela 1 apresentam-se os resultados do Teste-t, relacionados ao custo da dívida das companhias com estrutura de propriedade familiar e não familiar.

Tabela 1 – Teste de médias do custo da dívida entre companhias com estrutura familiar e não familiar do período de 2012 a 2016

Custo da dívida	Familiares		Não familiares		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	125	0,64	98	0,54	3,12	0,08	0,74	0,05
2015	123	0,65	97	0,51	5,52	0,02	1,13	0,03
2014	123	0,39	102	0,44	0,29	0,59	-0,57	0,57
2013	116	0,39	98	0,36	4,04	0,05	0,54	0,59
2012	113	0,34	98	0,32	1,37	0,24	0,37	0,71
2012-2016	600	0,49	493	0,43	9,74	0,00	1,21	0,23

Fonte: dados da pesquisa.

É possível verificar na Tabela 1 que, ao longo de praticamente todo o período de 2012 a 2016, as médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuem estrutura de propriedade familiar. Ressalta-se que apenas no ano de 2014 a média foi superior nas não familiares. Todavia, os resultados do Teste-t indicam que as diferenças no custo da dívida são estatisticamente diferentes apenas nos anos de 2015 e 2016.

No período de 2012 a 2014 constatou-se que as médias do custo da dívida entre os dois grupos, não são estatisticamente diferentes. Apesar do Teste-t demonstrar diferença estatisticamente significativa somente nos anos de 2015 e 2016, quando se analisam os dados de todo o período de 2012 a 2016, o custo médio da dívida das companhias familiares equivalente a 0,49 é superior ao custo médio de 0,43 das não familiares. Estes resultados dão

indícios de que as empresas com estrutura familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência.

De modo geral, o custo médio de financiamento da dívida elevou-se no período de 2012 a 2016. No caso das companhias com estrutura de propriedade não familiar o indicador médio elevou-se de 0,32 em 2012 para 0,54 em 2016. No grupo de empresas com estrutura familiar, o indicador médio do custo de financiamento da dívida elevou-se de 0,34 em 2012 para 0,64 em 2016.

4.2 Custo de financiamento da dívida e gestão

Na Tabela 2 apresentam-se os resultados do Teste-t relacionados ao custo da dívida das companhias com: a) estrutura de propriedade e diretor presidente familiar; b) estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar; c) estrutura de propriedade e diretor presidente não familiar.

Tabela 2 – Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura e diretor presidente familiar, estrutura familiar e diretor não familiar, estrutura e diretor não familiar

PAINEL A – TESTE DE MÉDIAS 1								
Custo da dívida	Estrut_Fam e DirPres_Fam		Estrut_Fam e DirPres_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	69	0,52	56	0,77	3,34	0,07	-1,04	0,09
2015	67	0,50	56	0,83	6,48	0,01	-1,53	0,03
2014	67	0,29	56	0,51	14,51	0,00	-2,18	0,03
2013	65	0,29	51	0,52	10,12	0,00	-1,89	0,06
2012	65	0,28	48	0,43	5,99	0,02	-1,45	0,05
2012-2016	333	0,38	267	0,62	24,96	0,00	-3,15	0,00
PAINEL B – TESTE DE MÉDIAS 2								
Custo da dívida	Estrut_Fam e DirPres_Fam		Estrut_NãoFam e DirPres_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	69	0,52	98	0,54	0,18	0,67	-0,10	0,92
2015	67	0,50	97	0,51	0,21	0,65	-0,06	0,95
2014	67	0,29	102	0,44	4,88	0,03	-1,88	0,06
2013	65	0,29	98	0,36	0,21	0,65	-1,07	0,10
2012	65	0,28	98	0,32	0,62	0,43	-0,87	0,38
2012-2016	333	0,38	493	0,43	0,21	0,65	-1,19	0,24
PAINEL C – TESTE DE MÉDIAS 3								
Custo da dívida	Estrut_Fam e DirPres_NaoFam		Estrut_NãoFam e DirPres_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	56	0,77	98	0,54	8,79	0,00	1,13	0,03
2015	56	0,83	97	0,51	15,16	0,00	1,68	0,05
2014	56	0,51	102	0,44	1,52	0,22	0,67	0,10
2013	51	0,52	98	0,36	13,89	0,00	1,43	0,07
2012	48	0,43	98	0,32	6,92	0,01	1,09	0,08
2012-2016	267	0,62	493	0,43	38,27	0,00	2,69	0,01

Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 2, ao comparar os três grupos: a) estrutura de propriedade familiar e diretor presidente familiar; b) estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar; c) estrutura de propriedade não familiar e diretor presidente não familiar; que as médias do custo da dívida foram superiores e estatisticamente significantes no grupo de empresas que possuem estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar.

Esses resultados indicam que as empresas com estrutura de propriedade familiar que não possuem diretor familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência. Ou seja, depreende-se que a possibilidade de existência de conflitos de agência entre principal-agente é superior no grupo que possui estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar.

Na Tabela 3 apresentam-se os resultados do Teste-t, relacionados ao custo da dívida das companhias com: a) estrutura de propriedade familiar e presidente do conselho de administração familiar; b) estrutura de propriedade familiar e presidente do conselho não familiar; c) estrutura de propriedade e presidente do conselho não familiar.

Tabela 3 – Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura e presidente do conselho familiar, estrutura familiar e presidente do conselho não familiar e estrutura e presidente do conselho não familiar

PAINEL A - TESTE DE MÉDIAS 1								
Custo da dívida	Estrut_Fam e PresCA_Fam		Estrut_Fam e PresCA_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	85	0,61	40	0,72	0,34	0,56	-1,35	0,07
2015	83	0,58	40	0,95	4,15	0,04	-1,32	0,05
2014	85	0,35	38	0,55	3,83	0,05	-1,21	0,07
2013	87	0,32	29	0,95	22,75	0,00	-3,74	0,00
2012	83	0,29	30	0,70	20,62	0,00	-3,08	0,00
2012-2016	423	0,43	177	0,77	19,66	0,00	-2,80	0,01

PAINEL B - TESTE DE MÉDIAS 2								
Custo da dívida	Estrut_Fam e PresCA_Fam		Estrut_NãoFam e PresCA_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	85	0,61	98	0,54	2,27	0,13	0,54	0,59
2015	83	0,58	97	0,51	2,02	0,16	0,48	0,63
2014	85	0,35	102	0,44	1,34	0,25	-1,01	0,32
2013	87	0,32	98	0,36	0,15	0,70	-0,66	0,51
2012	83	0,29	98	0,32	0,17	0,69	-0,75	0,45
2012-2016	423	0,43	493	0,43	2,09	0,15	-0,07	0,95

PAINEL C - TESTE DE MÉDIAS 3								
Custo da dívida	Estrut_Fam e PresCA_NaoFam		Estrut_NãoFam e PresCA_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	40	0,72	98	0,54	4,91	0,03	0,95	0,05
2015	40	0,95	97	0,51	17,99	0,00	2,35	0,02
2014	38	0,55	102	0,44	0,77	0,38	0,72	0,07
2013	29	0,95	98	0,36	37,15	0,00	3,94	0,00
2012	30	0,70	98	0,32	24,25	0,00	2,98	0,00
2012-2016	177	0,77	493	0,43	51,52	0,00	4,41	0,00

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 3 que as médias do custo da dívida foram superiores e estatisticamente significantes no grupo de empresas com estrutura de propriedade familiar que não apresentavam membros da família no cargo de presidente do conselho de administração. Tais resultados demonstram, outra vez, que as empresas de estrutura familiar que não possuem gestão familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência. Portanto, assim como ocorreu em relação à análise do diretor presidente, acredita-se que o efeito alinhamento supera o efeito entrenchamento nas companhias familiares.

Na Tabela 4 apresentam-se os resultados do Teste-t, relacionados ao custo da dívida

das companhias com: a) estrutura de propriedade familiar, diretor presidente e presidente do conselho de administração também familiar; b) estrutura de propriedade familiar, mas com diretor presidente e presidente do conselho de administração não familiar; c) estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho de administração não familiar.

Tabela 4 – Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho familiar; estrutura familiar, diretor presidente e presidente do conselho não familiar; e estrutura, diretor presidente e presidente do conselho não familiar

PAINEL A - TESTE DE MÉDIAS 1								
Custo da dívida	Estrut_Fam, DirPres_Fam e PresCA_Fam		Estrut_Fam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
	2016	59	0,52	66	0,72	1,66	0,20	-1,78
2015	57	0,51	66	0,77	3,81	0,05	-1,28	0,10
2014	57	0,30	66	0,47	8,71	0,00	-1,89	0,06
2013	61	0,30	55	0,50	7,46	0,01	-1,72	0,08
2012	63	0,28	50	0,42	5,12	0,03	-1,48	0,09
2012-2016	297	0,38	303	0,59	16,77	0,00	-2,81	0,01

PAINEL B - TESTE DE MÉDIAS 2								
Custo da dívida	Estrut_Fam, DirPres_Fam e PresCA_Fam		Estrut_NãoFam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
	2016	59	0,52	98	0,54	0,41	0,52	0,01
2015	57	0,51	97	0,51	0,38	0,54	-0,01	0,99
2014	57	0,30	102	0,44	3,66	0,06	-1,72	0,09
2013	61	0,30	98	0,36	0,05	0,83	-0,94	0,35
2012	63	0,28	98	0,32	0,46	0,50	-0,81	0,42
2012-2016	297	0,38	493	0,43	0,03	0,86	-1,06	0,29

PAINEL C - TESTE DE MÉDIAS 3								
Custo da dívida	Estrut_Fam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Estrut_NãoFam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
	2016	66	0,72	98	0,54	6,62	0,01	1,14
2015	66	0,77	97	0,51	12,12	0,00	1,75	0,08
2014	66	0,47	102	0,44	0,61	0,44	0,34	0,73
2013	55	0,50	98	0,36	11,65	0,00	1,30	0,08
2012	50	0,42	98	0,32	6,20	0,01	1,03	0,10
2012-2016	303	0,59	493	0,43	29,98	0,00	2,46	0,01

Fonte: dados da pesquisa.

É possível observar na Tabela 4 que as médias do custo da dívida, mais uma vez, foram superiores e estatisticamente significantes no grupo de empresas que não possuem membros da família nos cargos de gestão. Novamente os resultados indicam que as empresas de estrutura familiar que não possuem gestão familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência. Portanto, no período de 2012 a 2016, de modo geral, quando o diretor presidente e o presidente do conselho de administração eram familiares, o custo da dívida nas companhias analisadas era inferior, logo, os resultados indicam que o efeito alinhamento supera o efeito entrenchamento nas companhias familiares.

De modo geral, considerando o custo de financiamento da dívida das empresas com diretor presidente familiar, daquelas que possuem o presidente do conselho de administração

familiar e, ainda, daquelas que possuem ambos de forma combinada, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar, foi possível verificar que as empresas que possuem gestão familiar apresentaram, na maioria dos anos analisados, um custo da dívida menor, principalmente quando comparadas com empresas de estrutura familiar e gestão não familiar.

Portanto, os resultados indicam que na amostra da pesquisa prevalece a abordagem principal-agente da teoria da agência, em que um maior alinhamento entre controle e gestão (controle familiar e gestão familiar) resulta em benefícios, pois o custo para reduzir as assimetrias de informação e o risco moral tornam-se mais baixos e, assim, há influência para redução do custo de financiamento da dívida, conforme evidenciado por Ma, Ma e Tian (2017).

4.3 Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida

Na Tabela 5 estão expostos os coeficientes das regressões da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida.

Tabela 5 - Coeficientes da regressão da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida da amostra composta por todas as companhias

<i>Variáveis</i>	<i>Modelo 1</i>	<i>Modelo 2</i>	<i>Modelo 3</i>	<i>Modelo 4</i>	<i>Modelo 5</i>
(Constante)	1,32***	1,48***	1,44***	1,45***	1,39***
Estrut_Fam	0,35				0,35
DirPres_Fam		-0,19***			-0,41***
PresCA_Fam			-0,14***		-0,34***
DirPres&PresCA_Fam				-0,17***	-0,25***
Idade_Cia	-0,02	-0,04	-0,06	-0,05	-0,03
Governança	-0,16***	-0,17***	-0,18***	-0,16***	-0,19***
Endividamento	0,06	0,05	0,05	0,06	0,05
Tamanho	-0,14***	-0,17***	-0,16***	-0,16***	-0,15***
ROA	-0,03**	-0,02*	-0,03**	-0,02*	-0,02*
Crescim	0,08*	0,08*	0,07*	0,08*	0,07*
R-quadrado ajustado	0,29	0,25	0,24	0,25	0,26
F-Anova	5,72***	7,50***	7,30***	6,99***	6,26***
VIF/Tolerance	<10	<10	<10	<10	<10
Durbin Watson	1,93	1,94	1,97	1,95	1,92

*** Significativo a 1%; ** Significativo a 5%; * Significativo a 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Ressalta-se que as regressões expostas na Tabela 5 foram geradas a partir dos dados de todas as companhias da amostra. Nota-se na Tabela 5 que os R² ajustados ficaram entre 24% e 29%. Estes R² ajustados são similares aos registrados em outras pesquisas anteriores da mesma natureza, tais como de Boubakri e Ghouma (2010), que possuíam R² de 24 e 25%, de Lin et al. (2011) com R² entre 20% e 30%, Hashim e Amrah (2016) com R² de 21% e 35% e Ma et al. (2017) que possuíam R² de 20% e 30%. Deste modo, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

Verifica-se que os testes F-ANOVA foram significantes (0,01), ou seja, o conjunto de variáveis independentes exercem influência sobre as variáveis dependentes em todos os modelos. Os resultados das estatísticas de Durbin-Watson (entre 1,92 e 1,97) demonstraram que não existem problemas de autocorrelação dos resíduos, já que os valores ficaram próximos de dois. Verifica-se também que o fator de inflação de variância – VIF e Tolerance apresentaram valores baixos. Portanto, neste caso não há problema de multicolinearidade

entre as variáveis independentes do modelo.

É possível perceber, ainda na Tabela 5, que a variável “Estrut_Fam”, que capta a existência de estrutura de propriedade familiar nas empresas, apresentou coeficiente positivo de 0,35 no modelo 1, quando analisada de forma individual e, também, no modelo 5, quando analisada de forma conjunta com as variáveis de gestão, no entanto, os coeficientes não são estatisticamente significantes. Todavia, apesar da falta de significância, os coeficientes positivos dão indícios de influência do controle familiar para um maior custo da dívida.

Este resultado está alinhado aos argumentos de autores como Steijvers e Voordeckers (2009), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014), Hashim e Amrah (2016), de que os credores da dívida podem agir de forma mais cautelosa ao lidarem com empresas de estrutura familiar em razão da possibilidade de maiores conflitos de agência nesse tipo de empresa.

Entre as variáveis relacionadas ao tipo de gestão DirPres_Fam, PresCA_Fam e DirPres&PresCA_Fam, que captam a presença de um membro da família ocupando o cargo de diretor presidente, o cargo de presidente do conselho de administração, ou quando os dois cargos estão sob domínio da família, respectivamente, percebe-se que as três variáveis revelaram-se significantes estatisticamente e com coeficientes negativos, seja quando analisadas de forma individual ou quando analisadas de forma conjunta com a variável de estrutura de propriedade. Estes resultados indicam que a gestão familiar influencia para redução do custo de financiamento da dívida, principalmente quando o diretor presidente é familiar, uma vez que os coeficientes foram mais elevados para esta variável.

Estes resultados fortalecem os achados da análise univariada deste estudo e estão em consonância com os resultados de Ma et al. (2017), que também apontaram influência da gestão familiar para um menor custo da dívida em companhias abertas chinesas. Os resultados também estão alinhados com a perspectiva principal-agente da teoria da agência, ou seja, presume-se que em empresas situadas no Brasil, com estrutura de propriedade e gestão familiar, há maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor. Então, quando o efeito alinhamento torna-se dominante o custo de financiamento da dívida tende a ser menor.

Nota-se ainda, na Tabela 5, que dentre as variáveis de controle, quatro revelaram-se estatisticamente significantes. Trata-se das variáveis “Governança”, “Tamanho” e “ROA” que apresentaram coeficientes positivos e da variável “Crescim” com coeficientes negativos. De modo contrário as variáveis “Idade_Cia” e “Endividamento” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

Em relação à governança corporativa, os resultados confirmam que boas práticas de governança podem contribuir para a redução de problemas de agência, da assimetria de informações e ajudar a proteger, inclusive, os interesses dos credores. Por isso, empresas que possuem melhores práticas de governança tendem a apresentar menores custos da dívida, conforme descrevem Barros et al. (2015) e Fonseca e Silveira (2016).

No tocante ao tamanho das empresas, confirmou-se que empresas maiores, por se beneficiarem de economias de escala e desempenho estável, por apresentarem capacidade superior para suportar choques negativos nos fluxos de caixa, são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos de financiamento da dívida, conforme argumentaram autores como Anderson et al. (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014), Hashim e Amrah (2016) e Ma et al. (2017).

Quanto ao ROA, os resultados também confirmaram que empresas mais lucrativas, por terem menores dificuldades de pagar suas dívidas, geralmente, apresentam menores custos de endividamento, conforme destacaram Anderson et al. (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014) e Hashim e Amrah (2016).

No caso da variável “Crescim”, que apresentou coeficientes positivos, a justificativa recai sobre o fato de que as empresas que se encontram em constante crescimento também

podem estar sujeitas a um maior risco e, portanto, tendem a apresentar maiores custos de endividamento, de acordo Tanaka (2014), Shailer e Wang (2015) e Ma et al. (2017).

5 Considerações finais

O objetivo do estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Nesse sentido, inicialmente, constatou-se que ao longo de praticamente todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar. Constatou-se também, considerando o custo de financiamento da dívida das empresas com diretor presidente familiar, daquelas que possuem o presidente do conselho de administração familiar e, ainda, daquelas que possuem ambos de forma combinada, diretor presidente e presidente do conselho familiar, que as empresas que possuíam gestão familiar apresentaram, na maioria dos anos, um custo da dívida menor.

Portanto, as estatísticas descritivas indicaram que na amostra da pesquisa prevalecia a abordagem principal-agente da teoria da agência, em que um maior alinhamento entre controle e gestão (controle familiar e gestão familiar) resulta em benefícios, pois o custo para reduzir as assimetrias de informação e o risco moral tornam-se mais baixos e, assim, há influência para redução do custo da dívida, conforme evidenciado por Ma et al. (2017).

No que tange a influência da estrutura de propriedade e da gestão no custo da dívida das companhias abertas listadas na B3, inicialmente verificou-se que o coeficiente positivo para a variável “Estrut_Fam”, que captava a existência de estrutura familiar nas empresas, deu indícios de influência para um maior custo da dívida. Porém, destaca-se que a falta de significância estatística para esta variável não permite afirmar que o resultado foi confiável.

Todavia, o resultado mostrou-se alinhado aos argumentos de autores como Steijvers e Voordeckers (2009), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014), Hashim e Amrah (2016), de que os credores da dívida podem agir de forma mais cautelosa ao lidarem com empresas de estrutura familiar em razão da possibilidade de maiores conflitos de agência nesse tipo de empresa.

Em relação à gestão familiar percebeu-se que as três variáveis que captavam a existência de gestão familiar revelaram-se significantes estatisticamente e com coeficientes negativos. Assim, os resultados indicaram que a gestão familiar influenciava para redução do custo de financiamento da dívida.

Estes resultados fortaleceram os achados da análise univariada do estudo e estão em consonância com os resultados de Ma et al. (2017), que também apontaram influência da gestão familiar para um menor custo da dívida. Os resultados também estão alinhados com a perspectiva principal-agente da Teoria da Agência, ou seja, presume-se que empresas situadas no Brasil, com estrutura de propriedade e gestão familiar, desfrutam de maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor. Quando o efeito alinhamento torna-se dominante, o custo da de financiamento da dívida tende a ser menor.

Sendo assim, no que se refere ao objetivo geral, os resultados demonstraram que somente a gestão familiar influencia na redução do custo de financiamento da dívida. Portanto, esta pesquisa contribui para fortalecer o entendimento dessa temática no cenário brasileiro e amplia a discussão existente na literatura ao abordar um fator influenciador do custo da dívida ainda pouco explorado no Brasil. Também, incrementa a literatura com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza.

Para pesquisas futuras sugere-se ampliar o número de empresas pesquisadas, selecionando inclusive aquelas de capital fechado. Também utilizar outros períodos de tempo, a fim de identificar tendências no custo de financiamento da dívida de companhias nacionais familiares e não familiares. Também seria interessante realizar estudos comparativos entre setores e níveis de governança corporativa.

Referências

- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance -An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.
- Angonese, R., Fank, O. L., Oliveira, C. R., & Bezerra, F. A. (2013). Divulgação de informações voluntárias na internet como determinante do custo do capital de terceiros. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(3).
- Barros, C. M. E., da Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Contab., Gestão e Governança*, 18(2).
- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2481-2499.
- Cai, D., Luo, J. H., & Wan, D. F. (2012). Family CEOs: Do they benefit firm performance in China? *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 923-947.
- Caroprezo, B. (2011). *O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras* (Doctoral dissertation), Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, cost of debt capital and capital structure in Brazil. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 25-46.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fernandes, S. M. (2013). A influência do disclosure ambiental na estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2).
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 22(1).
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? *Research in International Business and Finance*, 39, 13-29.
- Hashim, H. A., & Amrah, M. (2016). Corporate governance mechanisms and cost of debt: Evidence of family and non-family firms in Oman. *Managerial Auditing*, 31(3), 314-336.
- Hautz, J., Mayer, M. C., & Stadler, C. (2013). Ownership identity and concentration: A study of their joint impact on corporate diversification. *British J. of Management*, 24(1), 102-126.
- Khan, M. K., Kaleem, A., Nazir, M., & Saeed, R. (2013). Relationship of family ownership and agency cost of debt in Pakistani firms. *Science International*, 25(2).
- Konraht, J. M., Camargo, R. V. W., & Vicente, E. F. R. (2016). Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. *Enfoque*, 35(2), 105.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

- Lima, G. A. S. F. (2009). Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 95-108.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1-23.
- Liu, W., Yang, H., & Zhang, G. (2012). Does family business excel in firm performance? An institution-based view. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 965-987.
- Ma, L., Ma, S., & Tian, G. (2017). Corporate opacity and cost of debt for family firms. *European Accounting Review*, 26(1), 27-59.
- Masri, I., & Martani, D. (2014). Tax avoidance behaviour towards the cost of debt. *International Journal of Trade and Global Markets*, 7(3), 235-249.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Moura, G. D. (2014). *Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no posicionamento em fusões e aquisições*. 468 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.
- Moura, G. D., Macêdo, F. F. R. R., Mazzioni, S., & Kruger, S. D. (2016). Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na BM&Fbovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 15(44), 09-23.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 20(51).
- Palmieri, A. R. D. T. L., & Ambrozini, M. A. (2016). Impacto da abertura de capital no custo da dívida das empresas. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(3), 124-142.
- Peixoto, F. M., Pains, M. B., de Araújo, A. A., & Guimarães, T. M. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 15(1), 39-66.
- Peng, M. W., & Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 253-273.
- Richter, A., & Weiss, C. (2013). Determinants of ownership concentration in public firms: The importance of firm-, industry-and country-level factors. *International Review of Law and Economics*, 33, 1-14.
- Shailer, G., & Wang, K. (2015). Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. *Emerging Markets Review*, 22, 1-17.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), 333-346.
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.