

Um Estudo Sobre A Influência Do Controle E Gestão Familiar No Endividamento Das Empresas Abertas Brasileiras

Liliane Cristina Segura (UPM) - liliane.segura@mackenzie.br

Henrique Formigoni (Mackenzie) - hformigoni@mackenzie.br

Patricia Amaral Merofa (FMU) - patricia.amaral@nse.inf.br

Resumo:

Esta pesquisa investigou a influência da família no endividamento das empresas abertas brasileiras. A população estudada foram as empresas listadas na BMF&Bovespa e a amostra final constituiu-se de 365 empresas. O período investigado foi de 6 (seis) anos (2004 a 2009), totalizando 2190 observações. Esses dados compuseram um painel de dados balanceado analisados sob diferentes métodos: Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos. Os resultados demonstram que as empresas com alguma influência familiar são menos endividadas, corroborando estudos nacionais e internacionais, segundo os quais empresas familiares tendem a ser mais conservadoras, priorizando o capital próprio nas decisões de investimento.

Palavras-chave: empresa familiar, gestão familiar, estrutura de capital, endividamento

Área temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

Um Estudo Sobre A Influência Do Controle E Gestão Familiar No Endividamento Das Empresas Abertas Brasileiras

Resumo

Esta pesquisa investigou a influência da família no endividamento das empresas abertas brasileiras. A população estudada foram as empresas listadas na BMF&Bovespa e a amostra final constituiu-se de 365 empresas. O período investigado foi de 6 (seis) anos (2004 a 2009), totalizando 2190 observações. Esses dados compuseram um painel de dados balanceado analisados sob diferentes métodos: Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos. Os resultados demonstram que as empresas com alguma influência familiar são menos endividadas, corroborando estudos nacionais e internacionais, segundo os quais empresas familiares tendem a ser mais conservadoras, priorizando o capital próprio nas decisões de investimento.

Palavras-chave: empresa familiar, gestão familiar, estrutura de capital, endividamento.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões.

1 Introdução

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

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

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

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

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

De forma a contribuir com as pesquisas já existentes em finanças sobre estrutura de capital e também sobre a gestão de empresas familiares, pretende-se responder à seguinte

questão: *Existe relação entre a influência da família, da gestão e do controle familiares sobre o endividamento das empresas abertas brasileiras?* O objetivo geral deste trabalho é verificar se o nível do endividamento das empresas sob influência da gestão e controle familiar é diferente daquelas que possuem gestão profissional.

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

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

2 Referencial Teórico

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

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

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

Os estudos sobre empresas familiares possuem várias vertentes, tais como: estratégia (SIRMON; HITT, 2003; SIRMON *et al.*, 2008), conflitos de gestão (BORNHOLDT, 2005), comportamento e cultura organizacionais (KOTEY; MEREDITH, 1997; BERSON *et al.*, 2005), decisões financeiras e operacionais (ANDERSON; REEB, 2003; 2004; ORO *et al.*, 2008; BERTUCCI *et al.*, 2009).

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

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

Dois dos autores a receber destaque por suas pesquisas nesse sentido são Schulze e Dino (2004), que identificaram em uma amostra com 1000 observações, que as empresas familiares possuem tendência de menor alavancagem, ou seja, apresentam um endividamento menor do que seus pares não familiares.

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

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

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

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

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

Existem ainda outros estudos, como o de Anderson e Reeb (2003), que examinaram 319 empresas num período de 6 (seis) anos e não encontraram diferenças entre os níveis de dívida das empresas familiares e não familiares. Da mesma forma, no Brasil, o estudo de Machado *et al.* (2011), com empresas listadas na BM&FBovespa, indica que não existe relação entre a gestão familiar e o endividamento.

Verifica-se, então, uma lacuna a ser explorada no sentido de identificar a influência: da família, do gestor familiar, do controle familiar e dos fundadores no endividamento da empresa.

3 Procedimentos Metodológicos

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

O conjunto das empresas observadas foi obtido entre aquelas que estavam ativas no ano de 2010 na lista da BM&FBovespa, bem como o tipo de controle da empresa e a classificação de governança corporativa, totalizando-se uma população de 488 empresas. Foram excluídas aquelas que não apresentavam dados contábeis necessários à pesquisa e, assim, analisadas 365 empresas, incluindo financeiras e não financeiras, que constituiu a amostra final deste estudo.

Os dados sobre controle e gestão foram retirados do DIVEXT, Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da CVM. Os nomes de acionistas e diretores foram coletados das informações anuais - IAN, que são de preenchimento obrigatório pelas companhias abertas brasileiras que negociam as ações na BM&FBovespa. Foram coletados todos os nomes dos principais acionistas (até o 5º maior acionista), a porcentagem de ações ordinárias e preferenciais, os nomes do Presidente do Conselho de Administração, Diretor Presidente e Diretor Financeiro no período de 2004 a 2009. Em vista de haver muitas empresas que não possuíam dados em todos os anos observados, optou-se por utilizar um painel desbalanceado.

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

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

Nota-se, assim, que os estudos que envolvem as empresas familiares são diversos e controversos. Ao mesmo tempo, esses estudos, ora tratam o controle familiar, ora apenas a descrição de empresa familiar e, por outras vezes, a influência da família na gestão ou nas ações da empresa.

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

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

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

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

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

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

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

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

No entanto, como explica Friend e Lang (1988), aumentar o débito com terceiros ajuda a disciplinar a gestão e diminui o conflito de agência. Dessa forma, espera-se que empresas com gestores profissionais possuam maior nível de débito com terceiros do que

empresas com gestores membros da família fundadora. Em face disso, uma nova hipótese deve ser considerada:

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

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

3.1 Variáveis Dependentes ou Explicadas

A variável dependente consiste no endividamento (End_{i,t}) da empresa nas suas várias modalidades.

Endividamento Total (ET): A variável utilizada para endividamento total foi composta por:

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

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

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

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

Sendo: Efin_{i,t} = Endividamento financeiro da empresa *i*, no ano *t*; FCP_{i,t} = Financiamento com instituições financeiras de curto prazo da empresa *i*, no ano *t*; FLP_{i,t} = Financiamento com instituições financeiras de longo prazo da empresa *i*, no ano *t* e AT_{i,t} = Ativo Total da empresa *i*, no ano *t*.

Endividamento de Curto Prazo (ECP): O endividamento de curto prazo mede as dívidas assumidas pela empresa, seja quanto a seus *accruals*, seja por conta de financiamentos de curto prazo.

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

Sendo: ECP_{i,t} = Endividamento de Curto Prazo da empresa *i*, no ano *t*; PC_{i,t} = Passivo Circulante da empresa *i*, no ano *t*; AT_{i,t} = Ativo Total da empresa *i*, no ano *t*.

Endividamento de Longo Prazo sobre Ativo Total (ELPAT): Foi composto por:

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

Sendo: ELPAT_{i,t} = Endividamento de Longo Prazo da empresa *i*, no ano *t*.

3.2 Variáveis Independentes ou Explicativas

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

Variável para definição de empresa familiar (FAM): Consideraram-se envolvimento da família nos negócios as seguintes características: a) dois ou mais membros de uma mesma família estão na diretoria ou conselho da empresa; b) dois ou mais membros de uma mesma família possuem ações da empresa, dentre os 5 maiores acionistas; e c) a empresa é controlada por uma *holding* familiar, variável *dummy*, onde Fam = 1 se a empresa for familiar e Fam = 0, caso contrário.

Variável para definição do controle familiar (Cfam): É uma combinação de controle concentrado (CCon=1) com empresas classificadas como familiares (Fam).

Variável para definição de gestão familiar (Gfam): É uma combinação de empresas classificadas como familiares e que possuem acionistas familiares em um dos cargos de Diretor Presidente, Presidente do Conselho de Administração e/ou Diretor Financeiro.

3.3 Variáveis de Controle

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

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

Sendo: LUCR_{i,t} = Lucratividade da empresa *i*, no ano *t*; LO_{i,t} = Lucro operacional da empresa *i*, apurado no ano *t*.

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

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

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

Tamanho da empresa: Essa variável foi utilizada em diversos estudos (ZAHA, 2010; MINICHILINI *et al.*, 2010; SOARES; KLOECKNER, 2008, PEROBELI *et al.*, 2005). Quanto maior for o tamanho da empresa, maior o seu endividamento. O tamanho da empresa é medido pela variável LNREC_{i,t} = logaritmo neperiano da Receita Bruta de Vendas da empresa *i*, no ano *t*.

Risco (Risk_{i,t}): Foi utilizado em diversos estudos (SOARES; KLOECKNER, 2008; PEROBELI *et al.*, 2008; GOMES-MEJÍA *et al.*, 2008). O risco não diversificado dos gestores é definido por Friend e Lang (1988) como o *desvio padrão do resultado operacional* (antes dos juros e impostos), dividido pelo total do ativo o qual é usado como *proxy* para o risco.

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

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

Tangibilidade (Tangi_{i,t}): A *tangibilidade* é outro fator que causa o endividamento das empresas (BREALEY *et al.*, 2008).

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

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

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

$$FLCL_{i,t} = LL_{i,t} - \text{AumentoCGL}_{i,t} + \text{Depr}_{i,t} - \text{Invest}_{i,t} \quad (\text{Equação 10})$$

Sendo: FLCL_{i,t} = fluxo de caixa livre da empresa *i*, no ano *t*; LL_{i,t} = lucro líquido da empresa *i*, no ano *t*; AumentoCGL_{i,t} = aumento do capital de giro líquido da empresa *i*, calculado pela diferença do CCL (capital circulante líquido) do ano *t-1* e o ano *t*; Depr_{i,t} = depreciação da empresa *i*, no ano *t* e Invest_{i,t} = investimentos da empresa *i*, no ano *t*.

Outros benefícios fiscais extra-dívida (OBEN_{i,t}): Como medida de controle será utilizado o *benefício fiscal extra-dívida*, que capta todas as despesas não relacionadas com as dívidas da empresa, mas que podem influenciar no endividamento (BARROS, 2005).

$$OBEN_{i,t} = \frac{Deprec_{i,t} + Amort_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{Equação 9})$$

Sendo: OBEN_{i,t} = outros benefícios fiscais da empresa *i*, no ano *t*; Deprec_{i,t} = despesa de Depreciação da empresa *i*, no ano *t*; Amort_{i,t} = despesa de amortização da empresa *i*, no ano *t*.

Singularidade (SING_{i,t}): As empresas que produzem produtos muito singulares possuem maior risco com a volatilidade de vendas no mercado, portanto devem possuir custos de dívida maiores (TITMAN; WESSELS, 1988).

$$SING_{i,t} = \frac{DV_{i,t}}{RLV_{i,t}} \quad (\text{Equação 10})$$

Sendo: SING_{i,t} = singularidade da empresa *i*, no ano *t*; DV_{i,t} = despesa de vendas da empresa *i*, no ano *t*; RLV_{i,t} = receita líquida de vendas da empresa *i*, no ano *t*.

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

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

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

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

Debêntures (Deb_{i,t}): A *emissão de debêntures* foi utilizada como uma variável *dummy* para identificar se a empresa emitiu ou não debênture no período pesquisado. Também foram coletados os *valores emitidos de debêntures* no período analisado. Essa variável representa o exato valor constante na conta debêntures de longo prazo da empresa analisada.

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

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

4 Análise dos Resultados

A análise descritiva foi elaborada com o total de empresas listadas na Comissão de Valores Mobiliários (488 empresas) com informações disponíveis em 2010, somando 2090 observações. Verificou-se que 62% apresentaram controle concentrado, 24% têm algum sócio com influência significativa e apenas 14% delas apresentam controle disperso. Também se pôde apurar que 26% delas apresentam características de empresa familiar — em conformidade com a pesquisa de Gomes-Mejía *et al.* (2007).

Tabela 1. Análise da concentração de controle das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa

Total de Empresas	Controle Concentrado	Influência Significativa	Familiar
488	302	117	126
100%	62%	24%	26%

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 1 ilustra os dados encontrados em termos de controle. É importante notar que, nessa classificação, as empresas familiares podem também ser classificadas como empresas de controle concentrado ou com influência significativa.

Como se pode observar pela Tabela 2, das empresas familiares, 65,1% (417 observações, em média 70 empresas) concentram o poder nas mãos da família e 32,4% (208 observações, em média 35 empresas) possuem influência da família no controle.

Tabela 2. Empresas familiares separadas por tipo de controle

Empresas Familiares	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total	%
Controle Concentrado	66	65	72	72	72	70	417	65,1%
Influência Significativa	30	35	35	36	36	36	208	32,4%
Controle Disperso	2	2	2	3	3	4	16	2,5%
Total	98	102	109	111	111	110	641	100,0%

Fonte: Dados da pesquisa.

A observação dos dados mostra que existe uma tendência tanto à concentração de controle nas empresas familiares brasileiras, quanto à gestão da empresa. A divisão entre controle concentrado e influência significativa também oferece a informação de que existem acionistas que não possuem controle em ações, mas se encarregam da gestão da empresa. As empresas familiares também foram analisadas quanto ao tipo de controle existente. Na Tabela 3, que reflete os dados observados no período de 2004 a 2009, é possível identificar que, das observações válidas: (i) 65% das empresas familiares possuem também o controle familiar; (ii) 32% não possuem controle familiar, mas possuem influência familiar; e (iii) apenas 4% das empresas familiares se caracterizam como de controle disperso.

Tabela 3. Tipos de controle nas empresas abertas brasileiras

Empresa Familiar	Controle Familiar	Influência Familiar	Controle Disperso	Total
Num Observações	416	202	23	641
%	65%	32%	4%	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Outra classificação importante são as empresas familiares geridas pelo seu fundador: 251 foram classificadas como empresas familiares cuja gestão se dá pelo próprio fundador da empresa, ou seja, 39% das empresas familiares observadas no período de 2004 a 2009 ainda são geridas pelos seus fundadores, conforme Tabela 4.

Tabela 4. Empresas familiares com gestor fundador

Empresa Familiar	Gestão do Fundador
Num Observações	251
%	39%

Fonte: Dados da pesquisa.

Posteriormente, foram aplicados os testes estatísticos apenas à amostra de 365 empresas que possuíam dados contábeis disponíveis no banco de dados Economatica. A tabela 5 apresenta o resumo dos resultados encontrados em todas as regressões pelos métodos MQO, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos para todas as variáveis dependentes. Foram efetuadas as três regressões para cada uma das variáveis independentes observadas na amostra.

A empresa familiar, sob gestão familiar e sob influência familiar, apresenta, no geral, relação negativa e significativa com o endividamento. Isso significa que as empresas familiares apresentaram endividamento menor do que as não familiares na amostra observada. Esses resultados são compatíveis com os estudos de Zurich (2005), Lee (2011), Oro *et al.*

(2009) e também com os da Burkart *et al.* (2003) que, em linhas gerais, afirmam que o monitoramento da família faz com que os gestores busquem menor endividamento nas empresas. Os resultados estão também de acordo com os trabalhos de Schulze e Dino (2004), López-Gracia e Sánchez-Andújar (2007), Pindado e La Torre (2007), Al-Ajmi *et al.* (2009), Boubakari e Feudjo (2010) e Lee (2011). Mas esses resultados não são compatíveis com os estudos de Fiegenbaum e Thomas (1988), Landstrom e Winberg (2000), Leavel e Maniam (2009), Andres (2009), King e Santor (2008) que mostram que as empresas familiares buscam maior endividamento externo do que as demais, por causa do receio da perda de seus negócios quando da emissão de ações. Anderson e Reeb (2003) também não encontraram relação entre empresa familiar e endividamento.

Tabela 5: Resumo dos resultados das regressões das empresas familiares e com controle familiar

Tipo/Var. Independente	Dependente	MQO	Efeitos Aleatórios		Efeitos Fixos		
Controle Familiar	ET	-0,091	0,072	-0,038	0,064	0,021	0,052
	ECP	0,002	0,034	0,003	0,029	0,062	0,044
	ELPAT	-0,067	0,042	-0,021	0,039	-0,001	0,036
	Efin	0,010	0,025	0,019	0,022	0,032	0,033
Familiar	ET	-0,1	0,077	-0,152***	0,087	-0,756*	0,116
	ECP	0,004	0,032	-0,042	0,039	-0,36*	0,042
	ELPAT	-0,065	0,044	-0,049	0,043	-0,187**	0,089
	Efin	0,027	0,023	0,040***	0,021	0,070*	0,026
Gestão Familiar	ET	-0,124	0,081	-0,151**	0,064	-0,236**	0,100
	ECP	0,002	0,034	-0,031	0,029	-0,066	0,051
	ELPAT	-0,091**	0,045	-0,089**	0,048	-0,176	0,118
	Efin	0,017	0,025	0,010	0,023	-0,032	0,046

*significância estatística ao nível de 1%; **significância estatística ao nível de 5%; ***significância estatística ao nível de 10%. A regressão possui erros padrão robustos, agrupados por empresa (clustered). Os valores em negrito significam o coeficiente (estimador) obtido pela regressão e o erro padrão é apresentado na coluna seguinte.

A gestão do fundador em empresas familiares ou não familiares também foi influenciada negativamente no que se refere ao endividamento total. É importante observar que existe maior significância estatística em empresas geridas pelo fundador e que, também, são familiares. Esse resultado corrobora o estudo de Combs (2009), que mostra que os gestores de empresas familiares, mesmo que não membros da família, comportam-se de forma diferente com relação às decisões financeiras.

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

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

Isso significa que, de acordo com os critérios estabelecidos para a análise, é possível que duas pesquisas próximas, no que diz respeito aos objetivos, possam apresentar diferentes resultados ou, ao menos, discrepâncias de resultado. Comparando-se esta pesquisa com as de

La Porta *et al.* (1999), Anderson e Reeb (2003) e Anderson e Reeb (2004), por exemplo, percebe-se que a não separação entre controle concentrado e influência significativa resulta, de fato, em dados contrastantes – daí a necessidade de se buscarem critérios mais precisos.

Nesta amostra, o tratamento dos dados indicou uma tendência ao endividamento menor naquelas empresas cujo gestor é o próprio fundador da empresa e, mais fortemente, naquelas em que gestor é o fundador e a empresa também tenha sido classificada como familiar. Esses resultados estão de acordo com grande parte da literatura existente sobre o tema.

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

5 Considerações Finais

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

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

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

Para a aplicação do método, uma amostra de 365 empresas com dados contábeis disponíveis pela base de dados Economatica foi utilizada, a partir da qual se deu a classificação de gestores, controladores e familiares, para que se pudesse avançar nos estudos sobre esse tema.

Para o teste de hipóteses, utilizaram-se diversos métodos de investigação: comparação das médias populacionais por meio de ANOVA, Regressões Lineares pelos métodos de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos. Todos os resultados foram apresentados ao longo deste trabalho.

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

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

Não se pode afirmar, entretanto, que as empresas que possuem controle familiar apresentem uma estrutura de capital diferente daquelas de controle não familiar, portanto não se pode confirmar a hipótese H₂.

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

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

Referências

AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N. *Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms*. **Journal of Finance**, v. 45, pp. 1325-31, set., 1990.

AL-AJMI, J.; HUSSAIN, H.A.; AL-SALEH, N. Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of riba: the case of Saudi Arabia. **The Journal of Risk Finance**, vol. 10, n. 5, pp. 460-76, 2009.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. *Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms*. **Administrative Science Quarterly**, v. 49, n. 2, pp. 209-7, jun., 2004.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3., pp. 1301-28, **Blackwell Publishing for the American Financial Association**, jun. 2003.

ANDRES, C. Family ownership, financing constraints and investment decisions. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1101453>>. Acesso em: 22 ago. 2011.

BAKER, M.; WURGLER, J. *Market timing and capital structure*. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, pp. 1-32, feb., 2002.

BARROS, L. A. B. de C. *Decisões de Financiamento e de Investimento das Empresas sob a Ótica dos Gestores Otimistas e Excessivamente Confiantes*. Tese de Doutorado (Doutorado em Administração) **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo**, 2005.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BERSON, Y.; OREG, S. e DVIR, T., Organizational Culture as a Mediator of CEO Values and Organizational Performance. **Academy of Management Proceedings**, 2005.

BERTUCCI, J. L. D. O.; CAMPOS, E. A. S.; PIMENTEL, T. D.; PEREIRA, R. D.; *Mecanismos de Governança e Processos de Sucessão: um estudo sobre a influência dos elementos de governança corporativa na orientação do processo sucessório em uma empresa familiar*. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 11, abr/jun. pp. 152-67, 2009.

BORNHOLDT, W. **Governança na empresa familiar**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

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

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

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

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

COMBS, J.G. Commentary: The Servant, the Parasite, and the Enigma: A Tale of Three Ownership Structures and Their Affiliate Directors. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, no. 6, pp. 1027-33, nov., 2008.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. de S.; SOUSA, A. F. . Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences. **Corporate Ownership & Control**. Ukraine, v. 5, n. 2, pp. 1-15, 2007.

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

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

DIAMOND, D. Reputation Acquisition in Debt Markets. **Journal of Political Economy**. v. 4, n.97, pp. 828-62, 1989.

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

FAMA, E. F., and JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. n. 26, pp. 301-25, jun., 1983.

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

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

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

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

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

FRIEND, I.; HASBROUCK, J. Determinants of Capital Structure. **Research in Finance**. New York, v. 7, pp. 1-19. 1987.

FRIEND, I.; LANG, L. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self- Interest on Corporate Capital Structure. **Journal of Finance**, New York, v. 43, pp. 271-81, 1988.

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

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

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

HEINEBERG, R; PROCIANOY, J. L. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na BM&FBovespa. *In: III Encontro Brasileiro de Finanças*, 2003.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

LONGENECKER, J. G., MOORE, C. W., PETTY, J. W., PALICH, L. E., **Administração de pequenas empresas**. 13 ed. New York, Thomson, 2007.

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

MACHADO, D.G.; ALMEIDA, D.M.; SCARPIN, J.E. Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares que compõem o índice IBRX-100 da BM&FBOVESPA. **11º. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, jun., 2011.

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

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

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

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

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

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

ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Lucro Operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. Congresso Brasileiro de Contabilidade, pp. 15-7, jun. 2008. Disponível em: <http://www.furb.br/congressocont/_files/CCG029.pdf>. Acesso em: 12 ago. 2009.

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

PEROBELLI, F.F.C.; SILVEIRA, A.M.; BARROS, L.A.B.C. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: Novas Evidências no Brasil. In: **Anais do V Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN)**. São Paulo, 2005.

- PINDADO, J.; LA TORRE, C. Financial decisions as determinants of ownership structure: evidence from spanish family controlled firms. **Managerial Finance**, v. 34, n. 12, pp. 868-85, 2008.
- ROSSATO NETO, F. J.; CAVEDON, N. R. Empresas familiares: desfilando seus processos sucessórios. **Cadernos EBAPE**, vol. 2, n. 3, dez., 2004.
- RUBINSTEIN, M. E. A Mean-Variance Synthesis of corporate financial theory. **Journal of Finance**, v. 28, n. 1, pp. 15-22, 1973
- SHLEIFER, A. VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, pp. 737-83, 1997.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large Shareholders and Corporate Control, 94 J. Journal of Economics. Massachusetts Institute of Technology, pp.461-89, 1986.
- SCHULZE, W.A., DINO, R.N. The Impact of Distribution of Ownership on the Use of Financial Leverage in Family Firms. **Proceedings of the US Association for Small Business**. 2004.
- SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, pp. 37-62, dez., 1998.
- SIRMON, D. G.; HITT, M. A. Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. **Entrepreneurship: Theory and Practice**, v. 4, n. 27, pp. 339–58, 2003.
- SIRMON, D. G.; ARREGLE, J.; HITT, M. A.; WEBB, J. W. The role of family influence in firms' strategic responses to threat of imitation, **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 30, n. 10, pp. 979-994, nov., 2008.
- SOARES, R. O., KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v. 48, n. 4, p. 73-96, out.-dez., 2008.
- STIGLITZ, J. E. A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. **American Economic Review**, v. 59, n. 5, 368p. , 1968.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, pp. 3–27, 1990.
- THALER, R.; BARBERIS, N. A survey of behavioral finance. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Orgs.). **Handbook of the economics of finance**. New York: North Holland, 2003.
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. European ownership concentration: causes and consequences. **Institute of International Economics and Management**. Copenhagen: Copenhagen Business School, 1997.
- TITMAN, S. ; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v. 43, n. 1 pp.1–19, 1988.
- ZAHA, S. A. *et al.*. Culture of Family commitment and strategic flexibility: the moderating effect of stewardship. **Entrepreneurship Theory and Practice**, pp. 1035-54, nov., 2008.