



Rentabilidade e Endividamento em Empresas de Gestão Familiar e não Familiar

ELCÍDIO HENRIQUES QUIRAQUE

Universidade Federal do Paraná

ALLISON MANOEL DE SOUSA

Universidade Federal do Paraná

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Universidade Federal do Paraná

Resumo

O aumento do nível de rentabilidade pode influir em decisões que serão tomadas pelo comando de alto escalão. Quando uma companhia se torna mais rentável, há o aumento da eficiência no recebimento de fluxos de caixa em períodos futuros, que podem ser utilizados para diferentes fins, por exemplo, a diminuição do nível de endividamento. Mas isso pode ocorrer em diferentes intensidades a depender de características da própria companhia, como a existência de gestão familiar. Nesse sentido, o estudo verifica a influência da rentabilidade e endividamento sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras com gestão familiar e não familiar. A amostra foi composta por 175 empresas não financeiras de capital aberto que negociam na B³, a qual foi analisada por meio da regressão de dados em painel. Os resultados indicam relação inversa entre a rentabilidade sobre o ativo defasada e o endividamento geral do período anual, consoante à Teoria da *Pecking Order*. Além disso, os achados sugerem uma relação inversa entre essas duas variáveis de forma mais acentuada nas empresas com gestão familiar. Esses resultados elucidam que as empresas brasileiras tendem a reduzir o endividamento do próximo período à medida que se tornam mais rentáveis no período atual, financiando as atividades com recursos próprios, prioritariamente. Por esse comportamento ser mais significativo nas empresas com gestão familiar, entende-se que há maior nível de aversão de risco em tais empresas, já que membros da família têm como propósito a continuidade do poder e manter a posse da empresa na família durante as próximas gerações.

Palavras-chave: endividamento geral; gestão familiar; rentabilidade sobre o ativo.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1 Introdução

A estrutura de capital é um dos principais temas de finanças corporativas (Harris & Raviv, 1991) e tem sido discutido sob a perspectiva das Teorias de *Trade-off* e *Pecking Order*. A Teoria de *Trade-off* ajuda a compreender a existência de uma estrutura de capital ótima estabelecida por meio de um balanceamento entre os custos e os benefícios da dívida (Myers, 1984). Nessa teoria, as empresas buscam uma estrutura que equilibra as vantagens e desvantagens do endividamento (Silveira, Perobelli & Barros, 2008). A Teoria do *Pecking Order* se afasta da ideia de estrutura ótima de capital e descreve a ordem utilizada pelas empresas para os financiamentos corporativos. A lógica é pautada na ideia de que as empresas financiam o seu capital em uma hierarquia que privilegia o financiamento interno mediante a retenção de lucros em detrimento da utilização de recursos externos (Myers & Majluf, 1984).

As duas teorias apresentam visões distintas para explicar a relação entre estrutura de capital e a rentabilidade das empresas. Sob a ótica da Teoria de *Trade-Off*, as empresas com maior rentabilidade são mais alavancadas. A Teoria de *Pecking Order* defende que a maior rentabilidade reduz o endividamento, uma vez que as empresas mais rentáveis preferem financiar o seu capital por meio da retenção de lucro. Estudos pregressos analisaram a influência da estrutura de capital na rentabilidade de empresas sob a ótica das duas teorias. Correa et al. (2013), Javed, Younas e Imran (2014), Jing (2017), Mardones e Cuneo (2019); Nguyen e Nguyen (2020) e Ayaz, Zabri e Ahmad (2021) foram suportados pela Teoria de *Trade-Off* e demonstraram que a forma de financiamento corporativo impacta positivamente na rentabilidade da empresa, ou seja, as empresas terão aumento na rentabilidade se sua alavancagem estiver em um nível ótimo. No entanto, na perspectiva do *Pecking Order*, Nassar (2016) e Le e Phan (2017) apontaram que em mercados em desenvolvimento, a estrutura de capital possui um impacto negativo na rentabilidade. Desse modo, quando os gestores precisarem decidir sobre qual fonte de financiamento a priorizar, o uso de recursos internos tem sido preferido.

As evidências antagônicas na análise do impacto do endividamento na rentabilidade emergem de aspectos demográficos específicos e das próprias empresas (Mardones & Cuneo, 2019; Pamplona, Dal Magro & da Silva, 2017). Países de economia emergentes, em geral, possuem maiores taxas de juros e períodos de instabilidade na economia em comparação a países com economias desenvolvidas (World Bank, 2021). Além disso, o mercado de capitais em países emergentes, partilham da concentração de capital (Monteiro, Gaparetto & Lunkes, 2019). Esses fatores implicam, por exemplo, no custo de empréstimos e na maior aversão dos gestores preferirem o capital de terceiros para financiar as atividades (Duran & Stephen, 2020) das empresas de países de economia emergente, os quais reverberam na preferência das companhias em usar recursos próprios (Pamplona et al., 2017). Desse modo, em mercados emergentes, a Teoria da *Pecking Order* explica melhor a realidade das companhias.

Diferentes trabalhos comprovaram que em países emergentes a relação entre endividamento e rentabilidade é inversa (Javed, Younas & Imran, 2014; Khémiri & Noubbigh, 2018; Nguyen & Nguyen, 2020; Sutomo et al., 2020), incluindo as empresas situadas no Brasil (Pamplona et al., 2017; Mardones & Cuneo, 2019). Para além desses fatores levantados, a gestão familiar poderia potencializar essa relação. Isso porque tais empresas



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

possuem como a característica serem mais avessas ao risco, além de desejam manter a continuidade da gestão entre os membros da família (Pestana, Gomes & Lopes, 2021).

Embora a literatura (Csákné & Karmazin, 2016; Gottardo & Moisello; 2014; Pestana, Gomes & Lopes, 2021; Viera, 2014) demonstra que as empresas de gestão familiar possuem maiores possibilidades de obtenção de recursos de terceiros em relação as não familiares, estas preferem financiar o seu capital por lucros retidos (Ampenberger et al., 2013; Mehboob et al., 2015; Mohamadi, 2012). Essa aversão ao endividamento em momentos de alta rentabilidade é explicada a partir do receio dos membros da família da companhia não conseguirem honrar com os pagamentos dos empréstimos de terceiros (Monteiro, Gaparetto & Lunkes, 2019) e, por consequência, recorrer a novas emissões de ações, fazendo com que a gestão familiar tenha menos participação acionária.

É válido destacar que os empréstimos são vinculados a *covenants* que, no momento em que são descumpridos, permitem a instituição financeira a cobrar a antecipação da liquidação da dívida (Platikanova, 2017). Além disso, o não pagamento de dívidas pode levar à contestação dos acionistas no que confere à continuidade da família à frente da gestão da empresa, fazendo com que a família do fundador tenha diminuição do poder dentro da própria companhia. Nesse sentido, a gestão familiar pode ser um fator específico das empresas que potencializa a relação negativa entre rentabilidade e endividamento.

O Brasil apesar de ser a maior economia da América Latina, possui taxas de juros mais acentuadas (World Bank, 2021) sendo o motivo pelo qual a Teoria da *Pecking Order* melhor explica a relação endividamento e rentabilidade (Pamplona et al., 2017; Mardones & Cuneo, 2019). Outro aspecto, é que muitas empresas pertencem a grupos familiares e possuem membros da família nos principais cargos do alto escalão. Diante disso, o estudo empírico verifica **a influência da rentabilidade e endividamento na estrutura de capital das empresas brasileiras com gestão familiar e não familiar.**

A pesquisa inova ao se preocupar com a causalidade reversa entre a rentabilidade e o endividamento. Parte considerável dos estudos investigam o impacto do endividamento sobre a rentabilidade, mas, de acordo com Margaritis e Psillaki (2010), essa é apenas uma das partes da relação. No momento em que as empresas têm variações em seu nível de rentabilidade proporcionado por mudanças em sua configuração de estrutura de capital (aumento ou diminuição do endividamento de terceiros), podem influenciar na configuração da estrutura de capital dos períodos futuros. Outro aspecto importante é que os estudos progressos analisam as empresas de todo o mercado, sem mostrar especificidades de gestão que podem interferir na relação rentabilidade e endividamento.

Para alcançar o objetivo do trabalho, utilizou-se uma amostra de empresas não financeiras que negociam ações na B3. As informações necessárias foram coletadas por meio do Formulário de Referência e da base de dados Refinitiv[®] ao considerar períodos anuais de 2010 a 2020. Tais informações foram submetidas à análise de regressão de dados em painel, considerando três modelos de regressão multivariada, com todas as observações, para testar a primeira hipótese da pesquisa, e outros dois modelos com informações apenas de empresas sem gestão familiar e com gestão familiar, respectivamente, para averiguar a segunda hipótese de pesquisa.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Os resultados indicam que as empresas tendem a diminuir de forma mais significativa o nível de endividamento no próximo período ao passo que possui maior nível de rentabilidade sobre o ativo no período atual. Contudo, essa relação é mais acentuada em companhias de gestão familiar. Dessa forma, há comportamento em níveis diferentes, no que corresponde à relação inversa entre rentabilidade defasada e endividamento, a depender de composição dos membros do alto escalão executivo. Alguns motivos podem ser elencados para esse comportamento, como a aversão ao risco, sobretudo no que concerne à continuidade do poder nas empresas de membros familiares, e a preservação do poder para continuidade na família através das próximas gerações.

2 Desenvolvimento das Hipóteses

Hovakimian et al. (2001) discorrem que a estrutura de capital impacta diretamente no valor da firma. Isso porque, ao ajustar a estrutura de capital, a empresa poderá se mover em direção a uma meta de endividamento consistente com as teorias baseadas em compensações entre os custos e benefícios da dívida. Na mesma ótica, Flannery e Rangan (2006) demonstraram que empresas com altamente endividadas ajustam a dívida em direção ao nível ótimo de endividamento.

Anterior às discussões de Hovakimian et al. (2001) e Flannery e Rangan (2006), já se tinha o debate sobre teorias que explicavam forma em que as companhias se financiavam e, por consequência, quais são as implicações no desempenho e valor da empresa. Essas teorias são a Teoria de *Trade-Off* (Myers, 1984) e a Teoria da *Pecking Order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). A Teoria do *Trade-off* preza que a forma de financiamento corporativo impacta positivamente no valor da firma e, por esse motivo, com foco em maximizar o valor corporativo, os gestores devem equilibrar os benefícios fiscais e os custos de falência. A Teoria da *Pecking Order* entende que há uma ordem de financiamento a ser seguida pelas empresas, além de prescrever uma relação negativa entre a rentabilidade e a captação de recursos de terceiros.

Fama e French (2002) confirmaram as previsões da Teoria de *Pecking Order* e, contrariaram as previsões da Teoria de *Trade-off*, ao afirmarem que empresas mais lucrativas são menos alavancadas. Constataram que empresas com maior nível de recursos alocados em investimentos são menos endividadas e empresas com maiores níveis de rentabilidade e com menor alocação de recursos em investimentos pagam dividendos mais altos. Recentemente, Chauhan e Huseynov (2018) destacaram que as decisões de financiamento das empresas são motivadas principalmente por desvios dos índices de endividamento alvo das empresas.

Correa et al., (2013), Khémiri e Noubbigh (2018) e Duran e Stephen (2020) demonstraram que a Teoria de *Pecking Order* é a mais consistente para explicar a estrutura de capital em países com altos níveis de assimetria informacional e concentração acionária. Analisando empresas brasileiras, Correa et. al. (2013) concluíram que os gestores à frente de companhias deste mercado priorizam a retenção de lucros para o financiamento do capital. Tal resultado não se restringe apenas ao Brasil, já que companhias de outras economias emergentes também possuem comportamento similar. Khémiri e Noubbigh (2018), Nguyen e Nguyen (2020), Sutomo et al. (2020) concluíram que na África Subsaariana, Indonésia e



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Vietnam, a proporção da dívida para os ativos totais é inversamente proporcional ao desempenho do negócio, ou seja, empresas mais rentáveis são as menos alavancadas.

Na mesma perspectiva, Javed, Younas e Imran (2014) mostraram que nas empresas paquistanesas, quando se precisam decidir a fonte de financiamento, os gestores optam pela retenção de lucros, e caso não seja suficiente, buscam recursos externos e emitem ações. Uma provável explicação para este fato é que, quando a rentabilidade é a alta, os gestores optam pelo financiamento interno e, conseqüentemente, os níveis de endividamento se tornam mais baixos. Quando a rentabilidade é média, os gestores optam por um financiamento misto, a partir de retenção de lucros e dívida externa, assim, a rentabilidade média eleva as possibilidades de endividamento. E, quando a rentabilidade é baixa, as empresas possuem menos oportunidades para a obtenção de dívidas externas, e como consequência, o índice de endividamento tende a ser baixo (Mardones & Cuneo, 2019). Nesse sentido, acredita-se que: *H1: há uma relação significativa e negativa entre a rentabilidade e o endividamento em empresas brasileiras.*

Alguns aspectos particulares das próprias companhias intensificam essa relação em países emergentes. Um deles é a característica da gestão de alto escalão. Quando as empresas possuem gestão de alto escalão composta por membros da família do fundador da empresa, há maior aversão ao uso de recursos financeiros de terceiros para financiar as atividades da própria empresa em comparação às companhias de gestão não familiar (Mishra & McConaughy, 1999; Pestana et al., 2021). Ou seja, quando há a presença da gestão familiar, a lógica da Teoria da *Pecking Order* é mais adequada nas empresas com gestão familiar e de modo mais intensificado.

Essa aversão a recursos de terceiros decorre de algumas preocupações dos membros da família, como continuar à frente da gestão e da continuidade da posição acionária em posse dos membros da família (Monteiro et al., 2019). Isso pode ser colocado em risco em caso de não pagamento de parcelas ou no descumprimento de cláusulas contratuais, já que estes eventos podem implicar no adiantamento do pagamento da dívida e, por não ter recursos disponíveis, a gestão pode emitir ações e reduzir a participação acionária na empresa (Platikanova, 2017; Monteiro et al., 2019).

Com isso, mesmo que as empresas de gestão familiar possuam maior facilidade para captar recursos junto a instituições financeiras e, conseqüentemente, ter maiores níveis de endividamento em relação a empresas de gestão não familiar (Pestana, Gomes & Lopes, 2021), as empresas de gestão familiar optam pelo financiamento por meio de recursos internos (Ampenberger et al., 2013; Monteiro, Gaparett & Lunkes, 2019; Moussa & Elgiziry, 2019; Pamplona, Dal Magro & da Silva, 2017, Pamplona, Ames e da Silva, 2020). Se esses recursos não forem suficientes para cobrirem as necessidades de financiamentos, alguns membros da família, por observarem a empresa como um ativo a ser passado as gerações futuras (Hillen & Lavarda, 2020), efetuam a realocação de tais recursos para alcançar os objetivos sem a necessidade, ou para minimizar, o uso de capital de terceiros (Csákné & Karmazin, 2016). Desse modo, defende-se que: *H2: há uma relação significativa e negativa entre a rentabilidade e o endividamento mais intensificada nas companhias com gestão familiar.*

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

3 Metodologia

A amostra foi composta por empresas não financeiras que negociam suas ações na B³ Brasil, Bolsa, Balcão no período 2010-2020. Utilizou-se períodos anuais, já que a composição da gestão da empresa é apenas possível de verificar por meio do Formulário de Referência, disponibilizado anualmente. A amostra inicial contou com 376 empresas e, para seleção da amostra final do estudo, aplicou-se alguns critérios. O primeiro critério consistiu na exclusão de empresas com patrimônio líquido negativo, em que esse critério implicou na exclusão de 70 empresas. O segundo critério foi a retirada de companhias que não possuíam, no mínimo, 50% das observações do lapso temporal analisado. Ou seja, foram selecionadas para a amostra final empresas que tinham pelo menos 6 observações com todas as informações necessárias para a realização das análises multivariadas, resultando da exclusão de 131 companhias. Na Tabela 1 são apresentadas informações sobre a seleção de empresas que compuseram a amostra final:

Tabela 1
 Seleção da amostra final

(=) Ativos correspondentes a ações emitidas pelas companhias* (= N ^o de companhias listadas)	376
(-) Companhias com Patrimônio Líquido negativo em qualquer um dos períodos anuais**	70
(-) Companhias com menos de 50% de observações completas	131
(=) Companhias que compuseram a amostra final de estudo	175

Legenda: * Cada companhia possui apenas um código de ação listada na B3 e, por esse motivo, não houve dois ou mais ativos para uma mesma companhia; ** As empresas com patrimônio negativo em qualquer período foram excluídas da amostra.

Fonte: elaboração própria (2022).

A amostra final contou com 1.865 observações que foram submetidas ao procedimento de winsorização com pontos de cortes considerando os percentis 1 e 99. Para coleta das informações econômico-financeiras utilizou-se a base de dados Refinitiv[®] e sobre a gestão familiar foram coletadas por meio do Formulário de Referência. Para caracterizar a propriedade familiar utilizou a metodologia de Shyu (2011), a qual preconiza que uma companhia de capital aberto que negocia ações na bolsa de valores de propriedade familiar conta com, pelo menos, 10% das ações com direito ao voto em posse de membros ligados a uma mesma família. Para determinar a gestão familiar utilizam-se os procedimentos descritos em Villalonga e Amit (2006) que averigua se: (i) se o CEO da empresa é um membro da(s) família(s) proprietária(s) da empresa; (ii) se membros da(s) família(s) proprietária(s) da empresa ocupam cargos na direção do alto escalão executivo, e; (iii) se membros da(s) família(s) proprietária(s) da empresa ocupam cargos como presidente ou conselheiros do conselho de administração.

Na Tabela 2 são apresentados os detalhes a respeito das variáveis utilizadas no estudo, as quais são segmentadas em alguns grupos, isto é, dependentes, independente de interesse e independentes de controle:

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Tabela 2:
Variáveis da pesquisa

Variável Dependente			
Variáveis		Forma de mensuração	Referências
Endividamento Geral (END)		$(\text{Passivo Total}_{it} / \text{Ativo Total}_{it}) * 100$	Myers e Majluf (1984), Myers (1984) e Titman & Wessels (1988).
Variável Independente de Interesse			
Variáveis	Lógica Relacional	Forma de mensuração	Referências
Retorno sobre o Ativo defasado (ROA)	O aumento da rentabilidade no período atual implica em uma redução do endividamento do próximo período.	$(\text{Lucro Líquido}_{it} / \text{Ativo Total}_{it}) * 100$	González, Guzmán e Trujillo (2013)
Variáveis Independentes de Controle			
Variáveis	Lógica Relacional	Forma de mensuração	Referências
Market to Book (MB)	Empresas com maior market to book possuem maior nível de endividamento geral	$\text{Valor de Mercado}_{it} / \text{Patrimônio Líquido}_{it}$	Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011)
Liquidez Corrente (LC)	O aumento da liquidez corrente está negativamente relacionado ao endividamento geral da companhia	$\text{Ativo Circulante}_{it} / \text{Passivo Circulante}_{it}$	Correa et al. (2013) e Henrique et al. (2018)
Crescimento da Receita (CRESC)	O crescimento da receita está relacionado à diminuição do endividamento geral da empresa.	$(\text{Receita de Vendas}_{it} / \text{Receita de Vendas}_{it-1} - 1) * 100$	Kayo e Famá (1997) e Henrique et al. (2018)
Tamanho (TAM)	Empresas com maior tamanho estão atreladas a maiores níveis de endividamento geral	Logaritmo natural do ativo total	Brito, Corrar, L. J. e Batistella (2007) e Correa et al. (2013)
Período Anual	O nível de endividamento pode ser alterado ao longo do tempo a partir de estratégias da própria empresa, bem como alterações do ambiente macroeconômico. Por esse motivo, as variáveis que controlam o período anual controlam essa volatilidade do endividamento ao longo do tempo	Variáveis dummies, onde cada período anual é representado por uma variável. O ano de 2010 foi considerado como a variável de referência	Teixeira, Nossa e Funchal (2011)

Fonte: dados da pesquisa (2022)

Com o propósito de testar as hipóteses propostas, desenvolveu-se um modelo econométrico, apresentado por meio da Equação 1 e para testar a segunda hipótese a amostra foi dividida em empresas com gestão não familiar e companhias que possuem gestão familiar.

$$END_{it} = ROA_{it-1} + MB_{it} + LC_{it} + CRESC_{it} + TAM + Período_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

ND = endividamento geral da companhia i no período t ; ROA = rentabilidade sobre o ativo da companhia i no período $t-1$; MB = *market to book* da companhia i no período t ; LC = liquidez corrente da companhia i no período t ; CRESC = crescimento da receita da companhia i no período t ; TAM = tamanho; Período = controle de períodos anuais por meio de variáveis dummies ao considerar o ano de 2010 como referência.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Para a operacionalização da regressão escolheu-se a estimação que melhor se ajustasse aos dados. Para isso, submeteu-se os dados dos três modelos (Modelo 1, Modelo 2 e Modelo 3) aos testes de Chow, Hausman e Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) com a finalidade de verificar qual a melhor estimação entre os Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e *Pooled* (Fávero e Belfiore, 2017).

A seguir, foram checados os pressupostos que se referem à inexistência de multicolinearidade, inexistência de heterocedasticidade e inexistência de autocorrelação serial, os quais foram averiguados por meio do teste de Variance Inflation Factor (VIF), teste de Breusch-Pagan e teste de Wooldridge, respectivamente. Em caso de não validade do pressuposto de inexistência de heterocedasticidade e inexistência de autocorrelação serial, os dados foram corrigidos por meio da clusterização nos indivíduos.

4 Apresentação e Análise dos Resultados

Na Tabela 3 são apresentadas as estatísticas descritivas com informações referentes as variáveis de análise.

Tabela 3:
Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Desvio-Padrão			Mínimo	Máximo	Obs
		O	B	W			
END	55,8622	18,8270	16,9891	8,0751	10,2497	95,6016	1.864
ROA	4,6473	6,4630	4,3978	4,8267	-18,1416	23,2577	1.864
MB	2,6095	3,5046	2,3494	2,6002	0,0000	23,5682	1.864
LC	2,0669	1,7216	1,4629	0,9094	0,3776	12,2525	1.864
CRESC	10,8941	28,1647	9,0552	26,7833	-72,0687	155,6094	1.864
TAM	22,0734	1,6721	1,6218	0,3936	17,7133	26,3996	1.864

Painel B: Estatísticas descritivas das empresas sem gestão familiar

Variáveis	Média	Desvio-Padrão			Mínimo	Máximo	Obs
		O	B	W			
END	56,6718	18,0391	16,5047	7,8862	10,2497	95,6016	1.075
ROA	4,8806	6,6593	5,0506	4,8644	-18,1416	23,2577	1.075
MB	2,7529	3,5449	2,4216	2,5953	0,0000	23,5682	1.075
LC	1,8031	1,5177	1,2371	0,8815	0,3776	12,2525	1.075
CRESC	12,0606	29,7678	15,9926	28,2002	-72,0687	155,6094	1.075
TAM	22,4454	1,6314	1,6327	0,4090	17,7133	26,3996	1.075

Painel C: Estatísticas descritivas das empresas com gestão familiar

Variáveis	Média	Desvio-Padrão			Mínimo	Máximo	Obs
		O	B	W			
END	54,7593	19,8087	18,5096	7,9587	10,2497	95,6016	789
ROA	4,3295	6,1754	4,6056	4,6246	-18,1416	23,2577	789
MB	2,4140	3,4416	3,3687	2,4655	0,0000	23,5682	789
LC	2,4264	1,9088	1,6145	0,9440	0,3776	12,2525	789
CRESC	9,3048	25,7545	9,1982	24,2185	-72,0687	155,6094	789
TAM	21,5665	1,5927	1,5876	0,3532	18,1160	25,8219	789

Nota: O = Overall; B = Between; W = Within,

Fonte: dados da pesquisa (2021),

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Os resultados indicam que a média de endividamento das empresas sem gestão familiar é superior à média de endividamento das demais empresas da amostra. Uma provável explicação para esta evidência pode ser encontrada no estudo de Monteiro et al. (2019) que depreende que as empresas sem gestão familiar tendem a ser mais propensas ao endividamento em relação às empresas com gestão familiar, visto que, empresas com gestão familiar priorizam o financiamento por meio de recursos internos. Para Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018), o baixo endividamento apresentado pelas empresas com gestão familiar se justifica pelo fato dos seus gestores perspectivarem que a utilização de dívidas externas aumenta o risco de falência e por consequência eleva a possibilidade da família perder o controle da empresa.

Sobre à rentabilidade sobre o ativo, os achados demonstram uma baixa variabilidade na média das empresas da amostra, sendo uma média de 4,64 para todas empresas, 4,88 para empresas sem gestão familiar e 4,32 para empresas com gestão familiar, com desvio padrão de 18,82, 18,03 e 18,5, respectivamente. O *market to book* médio fixou-se em 2,60 para todas empresas, 2,75 para empresas sem gestão familiar e 2,41 para empresas com gestão familiar. O *market to book* máximo foi de 23,56 e o mínimo foi 0. É importante salientar que o MB igual a zero indica que algumas empresas da amostra, possuem um valor de mercado igual a zero (Sarlo et, al, 2011).

Quanto à liquidez geral, crescimento da receita e tamanho, observou-se, por média que apesar das empresas com gestão familiar apresentarem maior liquidez corrente, possuem menor porte e crescem de forma menos impactante quando comparadas a empresas sem gestão familiar. Baseando-se em estudos pregressos Kayo, Brunaldi e Aldrighi (2018) sustentam que este fato se deve ao baixo nível de endividamento das empresas com gestão familiar que influencia negativamente no seu crescimento, pela limitação na captação de recursos para a sua expansão.

Após a realização das estatísticas descritivas, procedeu-se à análise de correlação por meio do método de *Spearman*. Os resultados desse teste são apresentados na Tabela 4:

Tabela 4:
Matriz de correlação

Modelo 1: Correlação para todas as empresas						
Variáveis	END	ROA	MB	LC	CRESC	TAM
END	1					
ROA	-0,2655***	1				
MB	0,1600***	0,2693***	1			
LC	-0,4350***	0,1235***	-0,0970***	1		
CRESC	0,0544**	0,0713***	0,2024***	-0,0342	1	
TAM	0,3439***	-0,0249	0,1217***	-0,2135***	0,0489*	1
Modelo 2: Correlação para empresas sem gestão familiar						
Variáveis	END	ROA	MB	LC	CRESC	TAM
END	1					
ROA	-0,2091***	1				
MB	0,1508***	0,2242***	1			
LC	-0,4172***	0,0777**	-0,039	1		
CRESC	0,0126	0,0623**	0,1345***	0,0207	1	
TAM	0,2366***	-0,0213	-0,0818***	-0,1424***	-0,0546*	1

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Modelo 2: Correlação para empresas com gestão familiar

Variáveis	END	ROA	MB	LC	CRESC	TAM
END	1					
ROA	-0,3420***	1				
MB	0,1749***	0,3316***	1			
LC	-0,4810***	0,2416***	-0,1004***	1		
CRESC	0,1015***	0,0774**	0,2920***	-0,0814**	1	
TAM	0,5123***	-0,0610*	0,3213***	-0,1440***	0,1464***	1

Fonte: dados da pesquisa

Os resultados evidenciam que, em todos os casos, a rentabilidade sobre o ativo do período passado está correlacionada negativamente ao nível de 1% com o endividamento geral do período anual, quando considerados todos os dados, observações referentes a empresas que não possuem gestão familiar e àquelas que têm membros da família nos cargos de alto escalão. Isso pode indicar que as empresas brasileiras seguem a lógica da Teoria da *Pecking Order*, onde empresas mais rentáveis são menos endividadas. Além disso, cabe destacar que o coeficiente de correlação de empresas com gestão familiar apresenta coeficiente de correlação, entre endividamento geral e rentabilidade sobre o ativo defasada em um período, mais acentuado do que companhias sem gestão familiar. Resultado que pode indicar que as empresas com gestão familiar são mais avessas ao risco e sendo menos endividadas à medida que são mais rentáveis.

Quando analisado o endividamento geral em relação às demais variáveis no teste de correlação, os coeficientes de correlação se mostraram significativos em, pelo menos 5% de significância, em todos os casos, exceto o crescimento da receita quando as empresas não possuíam gestão familiar. Isso pode indicar que as variáveis (market to book, liquidez geral, crescimento da receita e tamanho) podem controlar a variabilidade do endividamento geral em modelos multivariados de regressão. É válido destacar que, nenhum dos coeficientes de correlação das variáveis utilizadas como independentes nos modelos multivariados apresentaram valores superiores a 0,70, afastando a presença de multicolinearidade.

Após o teste de correlação das variáveis, procedeu-se à estimação dos modelos multivariados de regressão de dados em painel. Os testes sobre os pressupostos indicaram que o VIF, em todos os modelos, foi abaixo de 5, o que, de acordo com Fávero e Belfiore (2017), sugere a inexistência de multicolinearidade dos modelos de regressão. Com exceção do Modelo 3, o teste de Breusch-Pagan apontou que os dados não possuem heterocedasticidade nos resíduos. Além disso, o teste de Wooldridge indicou, nos três modelos, a presença de autocorrelação serial de primeira ordem. Devido a esse problema de autocorrelação serial de primeira ordem e, no terceiro modelo, de heterocedasticidade dos resíduos, todas as estimações dos modelos foram efetuadas com a clusterização nos indivíduos.

Na Tabela 4 são apresentados os resultados dos modelos multivariados:

Tabela 4:
Modelos multivariados

Variáveis	Todas as empresas	Empresas sem gestão familiar	Empresas com gestão familiar
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

	Coefficiente (Erro-padrão)	Coefficiente (Erro-padrão)	Coefficiente (Erro-padrão)
ROA	-0,2925*** 0,0843	-0,18664** 0,0897	-0,5235*** 0,1375
MB	0,8594*** 0,1529	0,7990*** 0,1838	0,8300*** 0,2988
LC	-2,7560*** 0,3990	-2,4311*** 0,6172	-2,0836*** 0,4333
CRESC	-0,0010 0,0083	0,0065 0,0101	-0,0186*** 0,0133
TAM	3,5910*** 0,8469	2,0654 1,6739	9,697415*** 2,280241
Constante	-19,0829 18,6731	10,6790 36,7831	-145,8087*** 48,6888
Controle de Período Anual	Sim	Sim	Sim
R ² Within	0,2306	0,2347	0,3631
R ² Between	0,4023	0,2995	0,459
R ² Overall	0,3719	0,2948	0,4507
Nº de observações	1.864	1.075	789

Testes para averiguar qual a melhor estimação para o modelo de regressão multivariada

Teste F/Wald	188,73***	7,80***	5,75***
Teste de Chow	29,58***	30,95***	27,94***
Teste de Hausman	12,02	43,74***	28,19**
Teste LM de BP	4077,62***	2409,1***	1518,58***

Pressupostos dos modelos de regressão multivariada

Teste VIF	1,66	1,63	1,72
Teste de BP	0,42	0,10	4,74**
Teste de Wooldridge	164,595***	90,655***	108,516***

Fonte: dados da pesquisa

Os achados do Modelo 1 sugerem que a rentabilidade sobre o ativo defasada em um período está relacionada negativamente (Coef. = - 0,2925; valor-p = 0,001) ao endividamento geral. Resultado que confirma a H1 e, dessa forma, está em consonância com a Teoria da *Pecking Order*, a qual preconiza uma relação inversa entre endividamento e rentabilidade. Além disso, complementa as discussões tratadas por Correa et al., (2013), Pamplona et al. (2017), Khémiri e Noubbigh (2018) e Duran e Stephen (2020). Uma vez que mostra que as empresas brasileiras de capital aberto que possuem maiores níveis de rentabilidade tendem a reduzir o seu endividamento no período futuro e, por esse motivo, utilizando de maior parcela de recursos próprios para se financiar.

Alguns motivos para essa relação do impacto aumento da rentabilidade do período atual na diminuição do endividamento geral do próximo período podem ser provenientes de algumas características do cenário brasileiro. Um deles consiste na taxa de juros atrelada a empréstimos no Brasil, a qual é significativamente maior do que países da Europa e América



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

do Norte. Isso pode estar por trás do comportamento inverso entre a rentabilidade e endividamento em empresas brasileiras, mas um comportamento positivo em empresas europeias, como descoberto por Pamplona et al. (2017). Assim, constata-se que as empresas que possuem aumento no nível de rentabilidade tendem a utilizar mais recursos próprios para financiar suas atividades no período futuro graças ao aumento nos fluxos de caixa recebidos.

Mesmo que o aumento da rentabilidade no período atual torne as empresas brasileiras menos endividadas no próximo período, a depender das características da própria empresa, tal comportamento pode ser mais ou menos acentuado. Um desses aspectos confere à forma em que está constituída a gestão de alto escalão da empresa. Quando empresas que possuem gestão familiar tende a ser mais avessa ao risco e, por esse motivo, o aumento da rentabilidade no período atual pode impactar de forma mais significativa a redução do endividamento no próximo período do que companhias que não possuem gestão familiar.

Essa perspectiva foi testada por meio do Modelo 2 e do Modelo 3. Os achados desses dois modelos indicam que, tanto as empresas que não possuem gestão familiar quanto as companhias que são dotadas de gestão familiar, reduzem, de forma significativa a 5% (Coef. = - 0,1866; valor-p = 0,040) e a 1% Coef. = - 0,5233; valor-p = 0,000) respectivamente, o endividamento do próximo período quando são aumentam o nível de rentabilidade no período atual. Mas, ao comparar os coeficientes e o nível de significância de tais modelos, nota-se que o efeito da rentabilidade sobre o ativo defasado no endividamento geral é mais significativo e acentuado nas empresas com gestão familiar do que as companhias que não possuem esse tipo de gestão. Ou seja, quando há o aumento da rentabilidade no período atual, as empresas com gestão familiar conduzem a diminuição do nível de endividamento de modo mais significativo do que as companhias com gestão não familiar.

Nesse contexto, comprova-se a hipótese de que há uma relação significativa e negativa entre a rentabilidade e o endividamento mais intensificada nas companhias com gestão familiar. Os resultados são consistentes com os achados de Mishra e McConaughy (1999), Csákné e Karmazin (2016), Pamplona et al. (2017), Monteiro et al. (2019) e Pamplona et al. (2020) e Pestana et al. (2021). Isto ocorre porque as empresas com gestão familiar são mais avessas ao risco e tendem a financiar, de forma mais considerável, suas atividades por meio de recursos próprios do que de terceiros. E, por esse motivo, deve ser uma das razões para que a Teoria da *Pecking Order* se aplique de forma mais clara para tais companhia do que as empresas que não possuem membros da família no alto escalão da gestão. Isto é, as empresas tendem reduzir de forma mais significativa o nível de endividamento do que as empresas não familiares, o que complementa a discussão de Monteiro et al. (2019) que já haviam identificado menor nível de endividamento nas empresas com gestão familiares do que as que não possuem tal tipo de gestão.

Algumas características podem explicar essa relação inversa de forma mais acentuada nas empresas de gestão familiar, um deles pode estar ligada a perpetuidade de poder e sua continuidade em posse dos membros da família. Isso ocorre porque, com níveis de endividamento mais altos, o risco de não pagamento de parcelas pode se tornar maior, principalmente no momento em que a companhia atravessa períodos de dificuldade financeira, pode ter como consequência a perda de poder dos membros da família na própria empresa dado a necessidade de injeção de capital por sócios não membros da(s) família(s).



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Além disso, a perda da parcela de poder da família no momento atual pode implicar em problemas para a condução da gestão e perpetuidade do poder dos membros da família na próxima geração.

No que se refere às variáveis de controle, verifica-se que as variáveis liquidez corrente e market to book, em todos os modelos estimados, estão relacionados de forma significativa com o endividamento geral, como também encontrado por Correia et al. (2013), Henrique et al. (2018) e Sarlo Neto et al. (2011). O crescimento da receita e o tamanho da companhia estão relacionados de forma significativa com o endividamento geral em, pelo menos um dos modelos analisados, indo ao encontro aos trabalhos de Kayo e Famá (1997), Brito et al. (2007), Correa et al. (2013) e Henrique et al. (2018). Sendo assim, as variáveis de controle cumprem o seu papel de controlar a variação da variável dependente do estudo, no caso o endividamento geral.

5 Conclusões

Os resultados do estudo indicam que o aumento da rentabilidade sobre o ativo implica na diminuição do endividamento geral do próximo período. Esse comportamento não é similar a depender da gestão da companhia, se é familiar ou não. Isso porque a rentabilidade sobre o ativo implica na diminuição do endividamento geral do próximo período de modo mais acentuado quando as companhias possuem gestão familiar do que as empresas que não têm tal característica. Tais achados conduzem a algumas reflexões.

A primeira é que as empresas brasileiras de capital aberto que negociam ações tendem a reduzir o seu endividamento no período futuro à medida que possuem maiores níveis de rentabilidade. O que está de acordo com a lógica da *Pecking Order*. Apesar disso, expõe algumas características do mercado brasileiro, de que os gestores de empresas brasileiras preferem financiar suas operações com recursos próprios do que de capital provenientes de terceiros. Isso pode ser decorrente de alguns aspectos do ambiente macroeconômico brasileiro quando comparado com economias desenvolvidas.

Economias desenvolvidas, como da Europa Ocidental e da América do Norte, historicamente apresentam baixas taxas de juros. Esses países apresentam menores níveis de incerteza econômica, devido a uma economia estável que possibilita fazer previsões no médio e longo prazo. Diferentemente disso, no Brasil, geralmente a taxa de juros considerada alta é utilizada como um artifício para combater a inflação. Com taxas de juros altas e uma economia com baixo nível de previsibilidade, as despesas financeiras decorrentes de empréstimos e financiamentos se tornam mais altas a ponto de não serem atraentes para a empresa financiar suas operações. E, dessa forma, é um estímulo para as companhias utilizar recursos próprios para isso.

A segunda reflexão é de que o comportamento inverso entre rentabilidade sobre o ativo no presente e endividamento geral no próximo período é mais acentuado em empresas de gestão com membros familiares daquelas sem membros da família no alto escalão executivo. Uma justificativa para isso concerne à aversão ao risco que membros familiares possuem do que membros não familiares na alta gestão da empresa. Aversão que pode estar ligada à possibilidade de perda de poder e de dado ao patrimônio que atravessará gerações no



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

momento em que a empresa está altamente endividada e necessita efetuar o pagamento em menor tempo, como no descumprimento de *covenants* financeiro.

Com isso, avança-se na discussão sobre o tema, ao elucidar empiricamente que as empresas brasileiras de capital aberto, quando aumentam sua rentabilidade no período atual, tendem a reduzir o seu endividamento no período futuro. Mas que isso não ocorre da mesma forma a depender de algumas características da empresa, como a gestão familiar. Ademais, pode-se auxiliar usuários externos da contabilidade, especialmente credores e investidores, pois podem compreender qual a tendência da empresa quanto ao seu nível de endividamento no próximo período a depender do aumento/diminuição do nível de rentabilidade no período atual e qual é a composição da gestão de alto escalão.

Quanto as limitações do estudo, a primeira é que foi analisada apenas o endividamento geral, em que não houve uma análise do nível de endividamento a curto prazo. Outro ponto é que há diferentes níveis de endividamento, desde as empresas menos endividadas até as que possuem altos níveis de endividamento. Devido a isso, para estudos futuros, sugere-se que contemplem tais perspectivas, o que pode aprofundar a investigação sobre a temática. Além disso, destaca-se que, as empresas que possuem gestão familiar, não foi especificado quais são os cargos dos membros da família. Sendo que isso pode influir na acentuação da relação inversa entre rentabilidade e endividamento do próximo período.

Referências

- Admati, A, R., & Hellwig, M, F, (2019), The parade of the bankers' new clothes continues: 34 flawed claims debunked, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, (143), 15-58,
- Ahmed, R., & Bhuyan, R, (2020), Capital structure and firm performance in Australian service sector firms: A panel data analysis, *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 214,
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A,-K., & Kaserer, C, (2013), Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy, *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275,
- Amr Ahmed Moussa e Khairy Elgiziry (2019), O impacto do envolvimento da família nos negócios nas decisões de estrutura de capital: uma revisão da literatura, *Investment Management and Financial Innovations* , 16 (1), 258-266, doi: 10,21511 / imfi,16 (1) ,2019,20
- Ayaz, M., Mohamed Zabri, S, and Ahmad, K, (2021), "An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: evidence from Malaysia", *Managerial Finance*, Vol, 47 No, 8, pp, 1107-1127, <https://doi.org/10,1108/MF-11-2019-0586>
- Ayaz, M., Zabri, S, M., & Ahmad, K, (2021), An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: evidence from Malaysia, *Managerial Finance*,,
- Bastos, D, D, & Nakamura, W, T, (2009), Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006, *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50): 75-94,



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Brito, G, A, S., Corrar, L, J., & Batistella, F, D, (2007), Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil, *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19,
- Chauhan, G, S, & Huseynov, F, (2018), Corporate financing and target behavior: New tests and evidence , *Journal of Corporate Finance* 48, 116-135,
- Correa, C, A., Basso, L, F, C., & Nakamura, W, T, (2013), A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de *Pecking Order* e trade-off, usando panel data, *RAM, Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106–133,
- Csákné Filep, Judit, and György Karmazin, "Financial characteristics of family businesses and financial aspects of succession," *Vezetéstudomány-Budapest Management Review* 47,11 (2016): 46-58,
- Duran, M, M., & Stephen, S, A, (2020), Internationalization and the capital structure of firms in emerging markets: Evidence from Latin America before and after the financial crisis, *Research in International Business and Finance*, 54, 101288,
- Durand, D, (1952), Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement, *Research in Business Finance*, 0-87014–19, 215–262, 8
- Durand, D, (1959), American Economic Association The Cost of Capital , *Corporation Finance* , and the Theory of Investment : Comment The Cost of Capital , *Corporation Finance* , and the Theory of Investment : Comment, *The American Economic Review*, 49(4), 638–639, <https://www.jstor.org/stable/1812918>
- Fama, E, F., & French, K, R, (2002), Testing Trade-Off and *Pecking Order* Predictions About Dividends and Debt, *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33, <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Famá, R., & Barros, L, A, B, C, (2000), Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais, *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7(4), 27-43,
- Fávero, L, P., & Belfiore, P, (2017), *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*, Elsevier Brasil,
- Flannery, M, J., & Rangan, K, P, (2006), Partial Adjustment Toward Target Capital Structures, *SSRN Electronic Journal*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.467941>,
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M, A, (2013), Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control, *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320,
- Gottardo, P., & Moisello, A, M, (2014), The capital structure choices of family firms: Evidence from Italian medium-large unlisted firms, *Managerial Finance*, 40(3), 254-275,
- Harris, M., & Raviv, A, (1991), The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Henrique, M, R., Silva, S, B., Soares, W, A., & da Silva, S, R, (2018), Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de *Pecking Order* e Trade-Off no período de 2005 e 2014, *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 17(1), 130-144,
- Hillen, C., & Lavarda, C, E, F, (2020), Sucessão intergeracional e inovação em empresas familiares, *Innovar: Revista de ciencias administrativas y sociales*, 30(77), 11-24,

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001), The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36(1), 1-24,
- Javed, T., Younas, W., & Imran, M. (2014), Impact of capital structure on firm performance: Evidence from Pakistani firms, *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(5), 28,
- Javed, T., Younas, W., & Imran, M. (2014), Impact of capital structure on firm performance: Evidence from Pakistani firms, *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(5), 28,
- Jensen, M, C., & Meckling, W, H, (1979), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure *Journal of Financial Economics*, 3(4), 163–231, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kayo, E, K., Brunaldi, E, O., & Aldrighi, D, M, (2018), Capital structure adjustment in Brazilian family firms, *Revista de Administração Contemporânea*, 22, 92-114.
- Kayo, E,K., Famá, R, (1997), Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento, *Caderno de Pesquisa em Administração*, 2(5), 1-8,
- Khaki, A, R., & Akin, A, (2020), Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries, *Journal of International Studies*, 13(1),
- Khémiri, W., & Noubigh, H, (2018), Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms, *Quarterly Review of Economics and Finance*, 70, 150–159, <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>
- Le, T, P, V., & Phan, T, B, N, (2017), Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country, *Research in international business and finance*, 42, 710-726
- Machado, L, K, C., do Prado, J, W., Vieira, K, C., Antonialli, L, M., & dos Santos, A, C, (2015), A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto, *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(4),
- Mardones, J, G., & Cuneo, G, R, (2019), Capital structure and performance in Latin American companies, *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja* , 33(1), 2171–2188, <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1697720>
- Margaritis, D., & Psillaki, M, (2010), Capital structure, equity ownership and firm performance, *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632,
- Mehboob, F., Tahir, S., & Hussain, T, (2015), Impact of family ownership on financial decisions of a firm: An analysis of pharmaceutical and chemical sectors in Pakistan, *EuroAsian Journal of Economics and Finance*, 3(2), 103-112,
- Miller, M, H, (1977), Debt and Taxes *Journal of Finance* 261-275 old, 1977,
- Mishra, C, S., & McConaughy, D, L, (1999), Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt, *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), 53-64,
- Modigliani, F., & Miller, M, H, (1958), The American Economic Association, *The Economic Journal*, 20(77), 103, <https://doi.org/10.2307/2220605>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Modigliani, F., & Miller, M, H, (1963), Income Taxes and the Cost of Capital, *The American Economic Review*, 53(3), 433–443,
- Mohamadi, A, (2012), Choice of financing in family firms [Master Thesis], Jönköping International Business School
- Monteiro, J, J., Gasparetto, V., & Lunkes, R, J, (2019), Influência da gestão familiar na estrutura de capital, *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 13(2), 1-17,
- Myers, S, C, (1984), The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S, C., & Majluf, N, D, (1984), Thiol-activated sodium borohydride reduction of carboxylate ester, *Tetrahedron Letters*, 16(38), 3295–3296, [https://doi.org/10.1016/S0040-4039\(00\)91429-1](https://doi.org/10.1016/S0040-4039(00)91429-1)
- Nassar, S, (2016), The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence from Borsa Istanbul, *Journal of Business & Financial Affairs*, 5(2),
- Nguyen, H, T., & Nguyen, A, H, (2020), The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam, *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(4), 97-105,
- Pamplona, E., Ames, A, C., & da Silva, T, P, (2020), Estrutura de capital e financial distress em empresas familiares e não familiares brasileiras, *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 17-32,
- Pamplona, E., Silva, T, P, da, & Nakamura, W, T, (2021), Determinantes da estrutura de capital de empresas industriais brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica, *Enfoque: Reflexão Contábil*, 40(2), 135-152, <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i2.51874>
- Pestana, L, J., Gomes, L, P., & Lopes, C, (2021), Testando a estrutura de capital de empresas familiares portuguesas, *Revista Contabilidade & Finanças*, 32, 510-527, Platikanova, P, (2017), Vencimento de dívidas e elisão fiscal, *European Accounting Review*, 26 (1), 97-124,
- Rajan, R, G, & Zingales, L, (1995), What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *The Journal of Finance*, 50(5): 1421-1460,
- Sarlo Neto, A., Bassi, B, R., & de Almeida, A, A, (2011), Um estudo sobre a informatividade dos lucros contábeis na América Latina, *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(12), 4-25,
- Shyu, J, (2011), Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms, *International Journal of Managerial Finance*, 7 (4), 397-411,
- Silva, S, E, D., & Ferreira, B, P, (2016), Relações entre o Índice de Basiléia e o Nível de Endividamento das Famílias Brasileiras, *Sociedade, contabilidade e gestão*, 11(2),
- Silveira, A, D, M, D., Perobelli, F, F, C., & Barros, L, A, B, D, C, (2008), Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil, *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788,
- Soschinski, C, K., Schlup, D., Bogoni, N, M., & da Cunha, P, R, (2020), Influência da governança corporativa na assimetria de informação: uma comparação entre empresas brasileiras e americanas, *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(43), 149-163



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Sutomo, S., Wahyudi, S., Pangestuti, I., & Muharam, H, (2020), The determinants of capital structure in coal mining industry on the Indonesia Stock Exchange, *Investment Management and Financial Innovations*, 17(1), 165-174,
- Taghavi, M., Valahzaghari, M., & Amirjahadi, N, (2014), An investigation on the effect of the corporation governance structure and free cash flow on over-investment, *Management Science Letters*, 4(3), 567-572,
- Teixeira, E, A., Nossa, V., & Funchal, B, (2011), O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco, *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 29-44,
- Terra, P, R, S, (2008), Modigliani, F.; Miller, MH 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48 (3): 261-297, *Base Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 5(2), 154-155,
- Thiele, F, K., & Wendt, M, (2017), Family firm identity and capital structure decisions, *Journal of Family Business Management*,
- Thippayana, P, (2014), Determinants of Capital Structure in Thailand, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143, 1074–1077, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.07.558>
- Titman, S., & Wessels, R, (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Vieira, E, (2014), Capital structure determinants in the context of listed family firms, *Journal of Economy, Business and Financing*, 2(1), 12-25,
- Villalonga, B., & Amit, R, (2006), Benefits and costs of control-enhancing mechanisms in US family firms, *ECGI WP Series in Finance*, 209(247,216),
- Vuong, N, B., Quynh Vu, T, T., & Mitra, P, (2017), Impact of Capital Structure on Firm’s Financial Performance: Evidence from United Kingdom, *Journal of Finance & Economics Research*, 2(1), 18–32, <https://doi.org/10.20547/jfer1702102>
- Woodman, J, (2017), Agency theory, behavioral agency model & stewardship theory and their relationship with succession in family firms: A literature review [Working Paper], ResearchG
- Wooldridge, J, M, (2006), *Introducao a econometria: uma abordagem moderna* (4a, ed.), Sao Paulo, SP: Pioneira Thomson Learning,
- World Bank – Data (2021), *Inflation, consumer prices (annual %)* – Brasil, Acesso em 06 jul, 2021, Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/FP,CPI,TOTL,ZG?location>