

MESTRADO

CIÊNCIAS CONTÁBEIS
E ADMINISTRAÇÃO

JOVANI LANZARIN

**INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR
NO CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA DE COMPANHIAS ABERTAS**

CHAPECÓ – SC, 2017



UNOCHAPECÓ

JOVANI LANZARIN

**INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR
NO CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA DE COMPANHIAS ABERTAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Universidade Comunitária da Região de Chapecó, como requisito parcial à obtenção do grau de **Mestre em Ciências Contábeis e Administração**, área de concentração em Contabilidade e Controle de Gestão.

Orientador: Prof. Geovanne Dias de Moura, Dr.

Coorientador: Prof. Sady Mazzioni, Dr.

CHAPECÓ-SC

2017

Ficha catalográfica

L297i	<p>Lanzarin, Jovani</p> <p>Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas / Jovani Lanzarin. -- 2017.</p> <p>93 f. : il.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Geovanne Dias de Moura Coorientador: Prof. Dr. Sady Mazzioni Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) - Universidade Comunitária da Região de Chapecó, 2017 Inclui bibliografia</p> <p>1. Empresas familiares - Administração. 2. Sociedades comerciais - Dívidas. I. Moura, Geovanne Dias de. II. Mazzioni, Sady. III. Título.</p> <p>CDD 23 -- 658.041</p>
-------	---

Catálogo na fonte Bibliotecária Daniele Lopes CRB 14/989

**INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR
NO CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA DE COMPANHIAS ABERTAS**

JOVANI LANZARIN

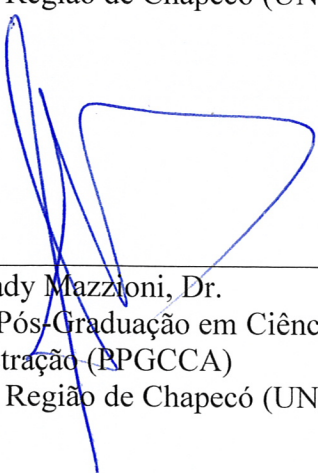
Essa dissertação foi julgada adequada para obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis e Administração, área de concentração em Contabilidade e Controle de Gestão, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Universidade Comunitária da Região de Chapecó - Unochapecó.

Banca examinadora:

Presidente: Prof. Geovanne Dias de Moura, Dr.
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração (PPGCCA)
Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ)

Membro: Profa. Ilse Maria Beuren, Dra.
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC)
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Membro: Prof. Antonio Zanin, Dr.
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração (PPGCCA)
Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ)



Prof. Sady Mazztoni, Dr.
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e
Administração (PPGCCA)
Universidade Comunitária da Região de Chapecó (UNOCHAPECÓ)

Chapecó - SC, 15 de dezembro de 2017.

À minha família

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Deus pela saúde e força.

À minha esposa Karine por estar ao meu lado.

Aos meus pais Ari e Miria, à minha irmã Claudia e ao meu irmão Leandro pelo suporte familiar em todos os sentidos.

Ao meu orientador Prof. Dr. Geovanne Dias de Moura. Por seus ensinamentos, dedicação e apoio. Muito obrigado!

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da UNOCHAPECÓ.

Em especial aos professores doutores, com os quais tive a oportunidade de aprender nas disciplinas cursadas: Antonio Zanin, Beno Bieger, Geovanne Dias de Moura, Giana Mores, Júlio dos Reis, Rodney Wernke, Odilon Poli e Sady Mazzioni.

Também de forma especial ao meu coorientador Prof. Dr. Sady Mazzioni e aos professores doutores da banca de qualificação: Antonio Zanin e Givanildo Silva.

À professora Dra. Ilse Maria Beuren por aceitar fazer parte desse momento tão importante.

Aos colegas do mestrado pelos momentos de aprendizado.

À UNOCHAPECO e ao Programa de Bolsas Universitárias de Santa Catarina UNIEDU/Pós-Graduação (FUMDES), pelo apoio financeiro concedido.

“A alegria que se tem em pensar e aprender faz-nos pensar e aprender ainda mais” (Aristóteles).

RESUMO

LANZARIN, Jovani. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas.** 2017. 92 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó, 2017.

O objetivo do estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental, com consulta aos Formulários de Referência, banco de dados Economatica e *site* da BM&FBovespa. A amostra foi composta por 211 companhias em 2012, 214 em 2013, 225 em 2014, 220 em 2015 e 223 em 2016. Os principais resultados revelaram que em todos os anos o percentual de empresas da amostra com estrutura de propriedade familiar era superior ao percentual de empresas com estrutura não familiar. O número de companhias que possuíam gestão familiar também foi significativo, denotando que nas empresas da amostra, as famílias controladoras exerciam influência considerável na gestão. Constatou-se que ao longo de praticamente todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo de financiamento da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar. Ao comparar o custo de financiamento da dívida entre empresas que possuíam gestão familiar e não familiar percebeu-se que, na maioria dos anos, o custo era inferior no grupo de empresas com gestão familiar. Por fim, verificou-se que o coeficiente positivo para a variável “Estrut_Fam”, que captava a existência de estrutura de propriedade familiar nas empresas, deu indícios de influência do controle familiar para um maior custo da dívida. Porém, destaca-se que a falta de significância estatística para esta variável não permite afirmar que o resultado foi confiável. Em relação à gestão familiar, percebeu-se que as três variáveis que captavam a existência de gestão familiar revelaram-se significantes estatisticamente e com coeficientes negativos. Portanto, apenas a gestão familiar influenciava para redução do custo de financiamento da dívida. Conclui-se que os resultados estão alinhados com a perspectiva principal-agente da teoria da agência. Ou seja, as empresas situadas no Brasil, com estrutura de propriedade e gestão familiar, desfrutam de maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor. Nesse caso o efeito alinhamento torna-se dominante e o custo de financiamento da dívida tende a ser menor.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade familiar. Gestão familiar. Custo de financiamento da dívida.

ABSTRACT

LANZARIN, Jovani. **Influence of ownership structure and family management on the debt cost of listed companies.** 2017. 92 f. Dissertation (Masters Degree in Accounting Sciences and Business Administration) - Post Graduation Program in Accounting Sciences and Business Administration at Community University of the Region of Chapecó, Chapecó, 2017.

The aim of research was to verify the influence of the structure of ownership and family management on the debt financing cost of listed companies in B3. To do this, a descriptive, quantitative research was conducted through documentary analysis, with consultation Reference Forms, Economatica Database, BM&FBovespa website and websites of organizations. The sample consisted of 211 companies in 2012, 214 in 2013, 225 in 2014, 220 in 2015 and 223 in 2016. The main results revealed that in all the analyzed years the percentage of companies in the sample with family ownership structure was higher than the percentage of non-family businesses. The number of companies that had family management was also significant, indicating that in the companies in the sample, controlling families exercised considerable influence over management. It was found that over almost the entire period from 2012 to 2016 the average cost of debt was higher in the group of companies that had a family-owned structure. When comparing the cost of debt financing between companies that had family and non-family management, it was noticed that, in most years, the cost was lower in the group of companies with family management. Finally, it was verified that the positive coefficient for the variable “Estrut_Fam”, which captured the existence of a family property structure in the companies, gave evidence of the influence of family control to a higher cost of debt. However, it should be noted that the lack of statistical significance for this variable does not allow to state that the result was reliable. In relation to family management, it was observed that the three variables that captured the existence of family management were statistically significant and with negative coefficients. Therefore, only family management influenced to reduce the cost of debt financing. It is concluded that the results are aligned with the main-agent perspective of the agency theory. That is, companies located in Brazil, with ownership structure and family management, enjoy greater alignment of interests between the controller and the manager. In this case the alignment effect becomes dominant and the cost of debt financing tends to be lower.

Keywords: Family-owned structure. Family management. Cost of debt financing.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	– Pesquisas anteriores correlatas que abordaram a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida	33
Quadro 2	– Constructo da pesquisa para o objetivo específico “a”	40
Quadro 3	– Constructo da pesquisa para o objetivo específico “b”	41
Quadro 4	– Constructo da pesquisa para o objetivo específico “c”	42
Quadro 5	– Constructo da pesquisa para o objetivo específico “d”	43
Quadro 6	– Variáveis de controle para o objetivo específico “d”	44
Quadro 7	– Fonte dos dados para o tipo de estrutura de propriedade	46
Quadro 8	– Fonte dos dados para o tipo de gestão das companhias	46
Quadro 9	– Fonte dos dados para identificação do custo de financiamento da dívida	47
Quadro 10	– Fonte dos dados para as variáveis de controle	47
Quadro 11	– Procedimentos de análise – Objetivo específico “a”	48
Quadro 12	– Procedimentos de análise – Objetivo específico “b”	49
Quadro 13	– Procedimentos de análise – Objetivo específico “c”	49
Quadro 14	– Procedimentos de análise – Objetivo específico “d”	50
Quadro 15	– Variáveis para análise da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida	50
Quadro 16	– Quadro 16 – Síntese dos resultados referentes ao tipo de estrutura de propriedade das companhias	78
Quadro 17	– Quadro 17 – Síntese dos resultados referentes a gestão	78
Quadro 18	– Quadro 18 – Síntese dos resultados referentes ao custo de financiamento da dívida	79
Quadro 19	– Quadro 19 – Síntese dos resultados referentes a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida	79

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	– Tipo de estrutura de propriedade das companhias no período de 2011 a 2015	55
Tabela 2	– Tipo de gestão das companhias no período de 2011 a 2015	56
Tabela 3	– Custo de financiamento da dívida das companhias com estrutura familiar e não familiar do período de 2012 a 2016	59
Tabela 4	– Teste de médias do custo da dívida entre companhias com estrutura familiar e não familiar do período de 2012 a 2016	60
Tabela 5	– Custo de financiamento da dívida do período de 2012 a 2016 das companhias com estrutura e diretor presidente familiar, estrutura familiar e diretor presidente não familiar e estrutura e diretor presidente não familiar.....	62
Tabela 6	– Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura e diretor presidente familiar, estrutura familiar e diretor presidente não familiar e estrutura e diretor presidente não familiar.....	63
Tabela 7	– Custo da dívida do período de 2012 a 2016 das companhias com estrutura e presidente do conselho familiar, estrutura familiar e presidente do conselho não familiar e estrutura e presidente do conselho não familiar.....	65
Tabela 8	– Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura e presidente do conselho familiar, estrutura familiar e presidente do conselho não familiar e estrutura e presidente do conselho não familiar	66
Tabela 9	– Custo da dívida do período de 2012 a 2016 das companhias com estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar; estrutura familiar, diretor presidente e presidente do conselho não familiar; e estrutura, diretor presidente e presidente do conselho não familiar.....	68
Tabela 10	– Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar; estrutura familiar,	

	diretor presidente e presidente do conselho não familiar; e estrutura, diretor presidente e presidente do conselho não familiar.....	69
Tabela 11 –	Coeficientes da regressão da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida da amostra composta por todas as companhias	71
Tabela 12 –	Coeficientes da regressão da influência da gestão familiar no custo da dívida da subamostra composta por companhias de estrutura de propriedade familiar.....	74
Tabela 13 –	Coeficientes da regressão da influência da gestão familiar no custo da dívida da subamostra composta por companhias de estrutura de propriedade e gestão familiar e estrutura de propriedade e gestão não familiar.....	76

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	16
1.2 OBJETIVOS	17
1.2.1 Objetivo geral.....	17
1.2.2 Objetivos específicos.....	17
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	18
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	19
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	21
2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GESTÃO.....	21
2.1.1 Estrutura de propriedade familiar e não familiar	21
2.1.2 Gestão familiar e não familiar	25
2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL E CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA	28
2.2.1 Estrutura de capital	28
2.2.2 Custo de financiamento da dívida em empresas familiares.....	30
2.3 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR NO CUSTO DA DÍVIDA.....	32
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	38
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	38
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	39
3.3 CONSTRUCTO DA PESQUISA.....	40
3.4 COLETA DE DADOS.....	45
3.5 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DOS DADOS.....	48
3.6 TRAJETÓRIA DA PESQUISA	52
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	54
4.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE	54
4.2 TIPO DE GESTÃO.....	56
4.3 CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE .	59
4.4 CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA E GESTÃO	61
4.5 INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR NO CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA.....	71
4.6 SÍNTESE DOS RESULTADOS	77

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	81
5.1 CONCLUSÕES	81
5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES.....	83
REFERÊNCIAS.....	85

1 INTRODUÇÃO

As empresas financiam seus ativos por meio de uma combinação entre capital próprio e capital de terceiros, sendo que este *mix* é denominado de estrutura de capital. De modo geral, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros envolvem os recursos obtidos por meio de dívidas (financiamentos bancários, debêntures, bonds, etc.) (ARDALAN, 2017; LE; BICH, 2017).

Em relação à estrutura de capital, diversos autores, tais como Shailer e Wang (2015), Derrien, Kecskés e Mansi (2016), Ardalan (2017), Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017) e Le e Bich (2017) destacam que o custo do capital próprio é maior do que o custo da dívida. Isso ocorre, segundo Ardalan (2017) porque os acionistas das empresas sempre recebem os dividendos depois que os credores da dívida recebem os seus juros, seja quando a empresa está em operação ou quando está em estado de falência. Portanto, os acionistas estão expostos a um maior nível de risco do que os credores da dívida e, conseqüentemente, exigirão uma maior taxa de retorno, o que significa um maior custo.

Nesse sentido, Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017) mencionam que o uso da dívida possui muitas vantagens em relação ao capital próprio. Em primeiro lugar, as empresas se beneficiam com os aspectos fiscais, haja vista que os impostos sobre o resultado são calculados depois que os juros são pagos aos credores. Em segundo lugar, as dívidas podem desempenhar um papel de monitoramento interno, pois, conforme os autores, as empresas mais alavancadas tendem a prestar mais atenção às reações dos mercados de dívida. Terceiro, a dívida pode sinalizar confiança dos credores ao mercado, de modo geral, levando a menores custos de financiamentos futuros.

Assim, os financiamentos formais são uma forma importante que as empresas, principalmente de países emergentes, possuem para obter recursos, visto que nesses países o mercado acionário tende a ser pouco desenvolvido (SHAILER; WANG, 2015). Destaca-se que esse é o cenário do Brasil, um país *code-low*, com um mercado de ações em desenvolvimento e com proteção legal dos direitos de propriedade significativamente mais baixos do que em mercados mais desenvolvidos, como Estados Unidos e Reino Unido (*common-law*), o que implica que as ações das empresas tendem a apresentar riscos mais elevados (IATRIDIS, 2012; MOURA, 2014).

Diferente de países como os Estados Unidos, Japão e Reino Unido, por exemplo, onde a propriedade acionária das empresas é dispersa, na maioria dos outros países, sejam desenvolvidos ou em desenvolvimento, a propriedade acionária ainda está concentrada em

famílias (SIREGAR; UTAMA, 2008; FAN; WEI; XU, 2011; MOURA, 2014). Conforme descreve Moura (2014), este cenário é observado na literatura que aborda o tema, principalmente a partir do estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), que analisaram a estrutura de controle em 27 países e verificaram que a estrutura de propriedade familiar é um tipo dominante entre as companhias abertas.

Então, as empresas familiares desempenham papel importante no desenvolvimento e crescimento econômico dos países e, por isso, pesquisadores têm investigado a influência das famílias na composição da estrutura de capital das empresas (GONZÁLEZ et al., 2013; HAMID; ABDULLAH; KAMARUZZAMAN, 2015; DÍAZ-DÍAZ; GARCÍA-TERUEL; MARTÍNEZ-SOLANO, 2016). E, em razão da importância da dívida, mais especificamente, também a influência das famílias no custo de financiamento da dívida das empresas (TANAKA, 2014; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017).

Em relação à influência das famílias no custo da dívida, pesquisadores (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; TANAKA, 2014) têm argumentado que as famílias são um tipo de investidor mais interessado na sobrevivência das empresas, pois, muitas vezes, detêm carteiras de investimento não diversificadas, no comparativo com outros tipos de acionistas. Também são investidores que procuram passar a empresa aos herdeiros, ou seja, as famílias consideram suas empresas como um legado a ser repassado para gerações futuras e não como uma riqueza para ser consumida durante suas vidas. Assim, os incentivos exclusivos das famílias sugerem que esse tipo de acionista pode reduzir conflitos de agência com os fornecedores da dívida. Logo, empresas familiares apresentariam menores custos de dívida em relação às empresas não familiares.

No entanto, uma perspectiva alternativa seria que as famílias podem agravar os conflitos de agência, uma vez que, na maioria dos casos, possuem voz e poder de forçar a empresa a atender suas demandas em detrimento dos minoritários. Então, se as famílias aumentam os conflitos de agência, os fornecedores da dívida tenderiam a exigir maiores juros das empresas familiares para compensar o risco superior (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014). Contudo, as evidências em relação a cada uma dessas duas perspectivas ainda são inconclusivas, conforme salientam Lin et al. (2011), Tanaka (2014) e Hashim e Amrah (2016), por exemplo.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

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

Na literatura internacional, pesquisadores investigaram associações do custo da dívida com a qualidade da auditoria (PITTMAN; FORTIN, 2004; LAI, 2011; PERSAKIS; IATRIDIS, 2015), conexões políticas (BORISOVA et al., 2015; SHAILER; WANG, 2015; LIEDONG; RAJWANI, 2017), estrutura de propriedade (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014), nível de evidenciação de informações (SEMPER; BELTRÁN, 2014; CHEN et al., 2016; DERRIEN; KECSKÉS; MANSI, 2016), qualidade da informação (CRABTREE; MAHER; WAN, 2014; LI; RICHIE, 2016; GHOUMA, 2017) responsabilidade socioambiental (GOSS; ROBERTS, 2011; CHARITOU, 2015; GE; LIU, 2015) práticas de governança corporativa (BOZEC; BOZEC, 2010; BRADLEY; CHEN, 2011; GHOUMA; BEN-NASR; YAN, 2017) e independência do conselho de administração (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; CHEN, 2012; BRADLEY; CHEN, 2015), por exemplo.

Na literatura nacional, os fatores já investigados por pesquisadores brasileiros, que influenciam no custo do endividamento foram a concentração acionária (KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016), nível de evidenciação de informações (LIMA, 2009; ANGONESE et al., 2013), qualidade da informação (CASTRO; MARTINEZ, 2009; NARDI; NAKAO, 2009; MOURA et al., 2016), responsabilidade socioambiental (FERNANDES, 2013; PEIXOTO et al., 2015) e governança corporativa (CAROPREZO, 2011; BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016).

Ressalta-se que não foram encontrados estudos nacionais que analisaram a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida. Além disso, na literatura internacional, os resultados ainda são controversos. Em relação à estrutura de propriedade, enquanto Anderson, Mansi e Reeb (2003), Khan et al. (2013) e Ma, Ma e Tian (2017) verificaram que a estrutura de propriedade familiar reduzia o custo da dívida, de modo contrário, Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014) e Hashim e

Amrah (2016) constataram que a estrutura familiar influenciava para o aumento do custo da dívida.

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

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

1.2 OBJETIVOS

Com base na questão de pesquisa, foram definidos os objetivos geral e específicos deste estudo.

1.2.1 Objetivo geral

O estudo objetiva verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3.

1.2.2 Objetivos específicos

A partir do objetivo geral, elaboraram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar o tipo de estrutura de propriedade das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar);
- b) Averiguar o tipo de gestão das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar);
- c) Identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3;

- d) Relacionar estrutura de propriedade e gestão com o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

A pesquisa contribui para expandir o conhecimento existente sobre o custo da dívida, além de colaborar na identificação de sua possível inter-relação com fatores ainda não investigados nas companhias abertas brasileiras. Também contribui em razão da investigação dos fatores que podem influenciar para redução ou aumento do custo de financiamento da dívida ainda figurar como lacuna no cenário brasileiro.

Os fatores que influenciam no custo do endividamento investigados por pesquisadores brasileiros, conforme já descrito, foram a concentração acionária (KONRAHT; CAMARGO; VICENTE, 2016), nível de evidenciação de informações (LIMA, 2009; ANGONESE et al., 2013), qualidade da informação (CASTRO; MARTINEZ, 2009; NARDI; NAKAO, 2009; MOURA et al., 2016), responsabilidade socioambiental (FERNANDES, 2013; PEIXOTO et al., 2015) e governança corporativa (CAROPREZO, 2011; BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016).

Ressalta-se, novamente, que não foram encontrados estudos nacionais que analisaram a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida. Assim, a relevância do estudo está no fato dele relacionar o custo da dívida com fatores ainda não investigados por pesquisadores brasileiros, mas já apontados na literatura internacional.

Sendo assim, a pesquisa contribui para a literatura com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza. O tema, em razão da relativa importância e crescente discussão, merece destaque, haja vista que ainda há necessidade de se fortalecer o entendimento das análises e conclusões.

É importante destacar novamente que analisar a influência destes fatores no custo da dívida de companhias abertas é extremamente importante e, também, original, em virtude do reduzido número de estudos nacionais relacionados ao tema. Portanto, ao verificar a existência de relação entre essas variáveis, o estudo contribui, não apenas de maneira teórica, mas também de forma empírica.

O trabalho procura contribuir ainda de forma social, pois, permitirá que a sociedade, de maneira geral, e também os investidores, mais especificamente, tenham conhecimento sobre a influência de fatores que impactam no custo da dívida das companhias abertas nacionais.

Por fim, justifica-se também pela contribuição à linha de pesquisa em Contabilidade e Controle de Gestão, da Área de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Comunitária da Região de Chapecó - UNOCHAPECÓ, em específico, ao grupo de Pesquisa em Controle de Gestão e Desenvolvimento para aprofundar o conhecimento sobre um tema de extrema relevância que é o custo de financiamento da dívida.

1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O estudo foi estruturado em cinco capítulos. O primeiro capítulo apresenta a introdução, destacando o problema de pesquisa, a questão de pesquisa, os objetivos geral e específicos, a justificativa e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo compreende a revisão da literatura que trata sobre estrutura de propriedade e gestão, estrutura de capital e custo de financiamento da dívida e, também, estudos anteriores sobre a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida.

O terceiro capítulo apresenta a metodologia da pesquisa, iniciando com o delineamento, seguido da descrição da população e amostra do estudo. Na sequência, discorre-se sobre o constructo dos índices, coleta, descrição e análise dos dados. Por último, são apresentadas as limitações da pesquisa.

O quarto capítulo contém a descrição e análise dos dados. Primeiramente, apresenta-se a análise do tipo de estrutura de propriedade (familiar/não familiar) das companhias da amostra. Em seguida apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis relacionadas ao tipo de gestão (familiar/não familiar). Na sequência, descrevem-se os dados relacionados ao custo do endividamento das companhias que possuem estrutura de propriedade familiar e não familiar, assim como, os resultados do Teste-t de Student que permitem comparar as médias do custo do endividamento entre companhias com estrutura de propriedade familiar e não familiar. Em seguida, apresentam-se as estatísticas descritivas referentes ao custo do endividamento das companhias que possuem gestão familiar e não familiar, bem como, os resultados do Teste-t de Student que permitem comparar as médias do custo do endividamento entre companhias com gestão familiar e não familiar. Por último, são apresentados os resultados da regressão que possibilitam analisar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida das companhias da amostra.

Por fim, no quinto capítulo, são apresentadas as considerações finais com base no referencial teórico e estudo empírico. Encerra-se este capítulo com as recomendações para futuras pesquisas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo, apresenta-se o referencial teórico do trabalho, dividido em três tópicos, que servem de sustentação para o desenvolvimento do estudo empírico, sendo eles: estrutura de propriedade e gestão, estrutura de capital e custo de financiamento da dívida e estudos anteriores sobre a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida.

2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GESTÃO

Nesta subseção discorre-se inicialmente sobre a estrutura de propriedade familiar e não familiar e, em seguida, trata-se sobre a gestão familiar e não familiar.

2.1.1 Estrutura de propriedade familiar e não familiar

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

Nesse sentido, os acionistas podem ser famílias ou indivíduos, instituições financeiras, estado, inúmeros pequenos acionistas (estrutura de propriedade dispersa), ou, outra empresa com capital disperso, por exemplo. (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; HAUTZ; MAYER; STADLER, 2013). Porém, dentre os principais tipos de acionistas, de acordo com Moura (2014), as famílias tem recebido maior atenção na literatura, especialmente após os estudos de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Faccio e Lang (2002).

Um dos motivos do interesse crescente se refere ao fato da estrutura de propriedade familiar ser uma das formas mais comuns de estrutura de propriedade em todo o mundo e em razão do importante papel que desempenham no desenvolvimento e crescimento econômico dos países (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017).

Conforme descrevem La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), a estrutura de propriedade pode ser definida como familiar quando um indivíduo ou uma família for o acionista controlador, com participação direta ou indireta. Claessens, Djankov e Lang (2000) mencionam que uma empresa possui estrutura de propriedade familiar quando há presença de um indivíduo ou um grupo de pessoas ligadas por laços de sangue ou casamento, com participações de propriedade de grandes dimensões.

O estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) é apontado por Claessens, Djankov e Lang (2000) como sendo o primeiro a investigar o tipo de estrutura de propriedade considerando o controle final, ou seja, o primeiro a rastrear a cadeia de propriedade para descobrir quem possuía a maioria dos direitos de voto. Claessens, Djankov e Lang (2000) destacam também que até o estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) os pesquisadores identificavam apenas os proprietários das empresas que estavam sendo analisadas, ou seja, apenas o controlador direto. Somente a partir de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) uma série de pesquisas (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; CLAESSENS et al., 2002; FACCIO; LANG, 2002; VILLALONGA; AMIT, 2006; SANTOS; MOREIRA; VIEIRA, 2013) passaram a adotar essa metodologia para identificar quem apresentava o controle de forma indireta.

Portanto, Claessens, Djankov e Lang (2000), para definir o tipo de estrutura de propriedade, utilizaram os critérios descritos por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e verificaram que em mais de dois terços das empresas analisadas o controle era realizado por um único acionista, sendo que em torno de 60% destas o controle era familiar. A estrutura de propriedade familiar continua sendo uma das formas mais comuns de estrutura de propriedade em todo o mundo, conforme pode ser percebido nos estudos de Faccio e Lang (2002), Santiago-Castro e Brown (2007), Gutiérrez, Pombo e Taborda (2008), Villalonga e Amit (2009), Carney e Child (2013) e Lo et al. (2016).

Faccio e Lang (2002) analisaram o controle e a propriedade final em 5.232 corporações de 13 países da Europa Ocidental, entre eles Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido, no período de 1996 a 1999. Os resultados revelaram que em todos os países, as empresas de controle disperso e de controle familiar eram a categoria mais importante. Do total, em 36,93% das empresas da amostra o controle era disperso e em 44,29% delas o controle era familiar. Os menores percentuais de controle familiar estavam no Reino Unido (23,68%) e Irlanda (24,63%); na Europa Continental, os menores percentuais estavam na Noruega

(38,55%), Suécia (46,94%), Suíça (48,13%) e Finlândia (48,84%). Em todos os outros países da Europa Ocidental as empresas de controle familiar eram a maioria.

Santiago-Castro e Brown (2007) analisaram a estrutura de propriedade nas empresas de países da América Latina. A amostra final foi composta por 97 empresas divididas por países da seguinte forma: Brasil (34), Chile (28) e México (35). Os dados coletados corresponderam ao período de 2000 a 2002. Os resultados demonstraram que o proprietário final da maioria das empresas (58,2%) era uma família. Empresas mexicanas eram claramente dominadas por famílias que representavam 79% de todas as empresas, enquanto que no Brasil e no Chile representavam 42,9% e 47,9% das empresas, respectivamente.

Gutiérrez, Pombo e Taborda (2008) apresentaram uma análise profunda da estrutura de propriedade de empresas colombianas financeiras e não financeiras de capital aberto, durante o período de 1996 a 2002. Destacaram no estudo que pela primeira vez era fornecida evidência para a Colômbia, no que se referia aos direitos de voto ao nível final dos acionistas, semelhante à abordagem de estudos clássicos como La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Claessens, Djankov, Lang (2000) e Faccio e Lang (2002). A amostra foi composta por 148 empresas para o período de 1996 a 1999 e por 133 empresas para o período de 2000 a 2002. Seguiram o método de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) para definir o controlador final de uma empresa. Os resultados evidenciaram que empresas de controle familiar representavam cerca de 51% da amostra em 1996, primeiro ano da análise, e 56% no ano de 2002, último ano da análise.

Villalonga e Amit (2009) analisaram a estrutura de propriedade em uma amostra composta por 515 empresas americanas no período de 1994 a 2000. As empresas foram classificadas em três grupos: empresas controladas pelo fundador, empresas controladas e geridas por famílias e empresas não familiares. Empresas de controle familiar representavam cerca de 40% (210 empresas) da amostra e, destas, 101 empresas eram controladas pelo fundador e 117 empresas possuíam gestão familiar. Por fim, concluíram que o potencial conflito de agência entre os grandes acionistas e acionistas minoritários nos Estados Unidos era tão relevante quanto no resto do mundo.

Carney e Child (2013) investigaram a estrutura de propriedade das maiores empresas do Leste Asiático de 1996 a 2008. Os países analisados foram os mesmos da pesquisa de Claessens, Djankov, e Lang (2000), isto é, Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia. Todas as empresas da amostra negociavam ações na bolsa de valores de cada país no final do ano civil de 2008. Verificaram que o controle familiar continuava a ser a forma mais dominante de propriedade em toda a Ásia

Oriental, embora a posse difundida dominasse no Japão e Taiwan e fosse substancial na Coreia do Sul e Tailândia. As Filipinas testemunharam o maior aumento em empresas de controle familiar, enquanto Taiwan sofreu o maior declínio. O controle do Estado tornou-se particularmente importante para os países do Sudeste Asiático em 2008, incluindo Hong Kong, Malásia, Singapura, Tailândia e Indonésia, com Hong Kong e Malásia exibindo os maiores aumentos.

Lo et al. (2016) investigaram a estrutura de propriedade em companhias abertas de Taiwan. Realizaram uma análise empírica em um grande conjunto de dados de empresas taiwanesas no período de 1999 a 2014. A amostra foi baseada nos dados disponíveis no banco de dados Taiwan Economic Journal (TEJ), que contém dados de companhias abertas daquele país. Os resultados revelaram que aproximadamente 64% das empresas da amostra eram empresas controladas por famílias.

Na literatura, o interesse contínuo nas empresas familiares, como uma forma particular de concentração da propriedade, decorre do amplo acordo de que as empresas familiares são conceitualmente diferentes das empresas não familiares (WANG; SHAILER, 2017). Anderson, Mansi e Reeb (2003), por exemplo, depreendem que a estrutura de propriedade familiar representa uma classe especial de grandes acionistas, porque as famílias, além da natureza não diversificada de seus investimentos, possuem um interesse maior na sobrevivência a longo prazo da empresa que geralmente é a principal fonte de renda da família.

Anderson, Mansi e Reeb (2003) também descrevem que as famílias tem uma preocupação diferenciada com a reputação da empresa, que geralmente leva o nome da família. Deste modo, para não ter sua própria reputação afetada, administrariam a empresa com maior cuidado. Ressaltam ainda que esses fatores contribuem para que famílias procurem reduzir problemas de agência, principalmente quando o controle ocorre de modo direto. Cai, Luo e Wan (2012) alertam que empresas com os diferentes tipos de acionistas, também podem mostrar diferenças de conflitos principal-agente e principal-principal, dependendo do tipo de gestão.

Nessa direção, Villalonga e Amit (2006) mencionam que é importante analisar a gestão de forma distinta da estrutura de propriedade, pois nem sempre a gestão da empresa é executada pelo controlador e que o envolvimento do controlador na gestão é determinado pela influência que exerce nos principais cargos executivos, principalmente em relação ao CEO e sobre o presidente do conselho de administração. Sendo assim, tais questões serão abordadas na próxima seção.

2.1.2 Gestão familiar e não familiar

Quando a estrutura de propriedade é familiar, muitas vezes, a própria família é responsável pela gestão, ou seja, membros da família controladora atuam nos principais cargos de gestão. No entanto, nem sempre isso ocorre. As famílias também podem optar por uma gestão não familiar, que ocorre por meio da contratação de profissionais que não fazem parte da família. Por conseguinte, quando a estrutura de propriedade é do tipo não familiar, automaticamente a gestão também será do tipo não familiar (MILLER et al., 2007; MASRI; MARTANI, 2014; TANAKA, 2014)

Em relação à gestão, diversos pesquisadores, tais como Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001), Anderson, Mansi e Reeb (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011) e Tanaka (2014) descrevem o diretor presidente como o cargo que está no topo da hierarquia operacional e que todos os outros executivos prestam contas a ele. Por isso, tem sido utilizado na literatura (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; MA; MA; TIAN, 2017) como uma das principais variáveis para análise da gestão. Assim, quando o diretor presidente é familiar, a gestão é classificada como familiar.

O diretor presidente, segundo Villalonga e Amit (2006), também possui como responsabilidade, executar as diretrizes propostas pelo conselho de administração, que é um órgão central na governança interna das empresas. Os autores também mencionam que além de orientação estratégica, o conselho possui uma função de monitoramento chave e por isso, o conselho de administração também pode ser visto como uma *proxy* para determinar se a gestão é familiar ou não.

Nesse caso, quando o presidente do conselho de administração é familiar, de acordo com Villalonga e Amit (2006) a gestão também pode ser classificada como familiar. Outros pesquisadores, como Miller et al. (2007), Andres (2008), Block (2008), Silva e Majluf (2008), Block, Jaskiewicz e Miller (2011), Martin-Reyba e Durán-Encalada (2012) e Bouzgarrou e Navatte (2013), que também investigaram questões relacionadas a gestão familiar, analisaram o presidente do conselho de administração para classificar a gestão como familiar ou não familiar.

De acordo com autores como Andres (2008) e Villalonga e Amit (2006), analisar separadamente a gestão em empresas familiares é importante em razão dos diferentes objetivos e políticas que são peculiares às famílias. A partir da teoria da agência, pela perspectiva do efeito-alinhamento, quando a gestão também é familiar, os conflitos podem ser

atenuados, pois os interesses entre propriedade e gestão estarão altamente alinhados (ANDERSON; REEB, 2003; CAI; LUO; WAN, 2012; LIU; YANG; ZHANG, 2012). Além disso, os custos de agência oriundos do conflito principal-agente serão inferiores (VILLALONGA; AMIT, 2006; CAI; LUO; WAN, 2012).

Por outro lado, uma gestão familiar pode agravar o conflito principal-principal. A partir da perspectiva do efeito-entrenchamento, os conflitos ocorrem entre famílias e acionistas minoritários. Nesse caso, a gestão familiar pode contribuir para que os proprietários familiares (majoritários) possam expropriar os minoritários e outros *stakeholders* (VILLALONGA; AMIT, 2006; PENG; JIANG, 2010; LIU; YANG; ZHANG, 2012).

Portanto, os conflitos oriundos da relação entre principal e agente podem variar dependendo do tipo de estrutura de propriedade e do tipo de gestão das companhias e impactar diretamente na estrutura de capital e no custo de financiamento da dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; MA; MA; TIAN, 2017).

Ressalta-se que diversas pesquisas, como por exemplo, McConaughy (2000), Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001), Anderson e Reeb (2003), Barth, Gulbrandsen e Schone (2005), Barontini e Caprio (2006), Villalonga e Amit (2006), Peng e Jiang (2010), Cai, Luo, Wan (2012) e Schmid (2013) têm investigado diferenças entre gestão familiar e não familiar e evidenciado uma representação significativa das gestões familiares nas empresas de estrutura familiar.

McConaughy (2000) demonstrou que entre 82 grandes companhias americanas familiares de capital aberto, aproximadamente 55% delas possuíam CEO familiar. Evidenciaram também que os mandatos dos CEOs familiares eram mais longos, em média de 17,6 anos, comparado a uma média de 6,43 anos para os CEOs não familiares. Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001) demonstraram que entre 276 companhias abertas familiares da Espanha, no período de 1966 a 1993, em média, 47% possuíam um CEO familiar.

Anderson e Reeb (2003) também analisaram companhias abertas americanas e demonstraram que entre 403 companhias, 141 possuíam estrutura de propriedade familiar. Dentre estas companhias de estrutura familiar constataram que em aproximadamente 45% dos casos a gestão era familiar, sendo que, em 14,54% delas o CEO era o fundador e em 30,43% o CEO era um descendente. Barth, Gulbrandsen e Schone (2005) demonstraram que entre as 438 companhias norueguesas da sua amostra, 220 eram familiares e 218 não familiares. Entre as empresas familiares, 77% delas possuíam um CEO familiar.

Barontini e Caprio (2006) analisaram de maneira distinta o CEO do presidente do

conselho de administração. Entre as 675 companhias de capital aberto pesquisadas de 11 países da Europa Continental (Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia e Suíça), no período de 1999 a 2001, observaram que 314 companhias possuíam estrutura de propriedade familiar. Ao analisarem o cargo de CEO, verificaram que em aproximadamente 35% delas a gestão era familiar e ao analisarem o conselho de administração, aproximadamente 50% possuíam gestão familiar.

Villalonga e Amit (2006) também analisaram, além do CEO, o conselho de administração para determinar se a gestão era familiar ou não. Quando o presidente do conselho de administração era familiar, ou seja, quando era o fundador da empresa, ou ainda, um membro por sangue ou casamento, pertencente à família controladora, os autores denominaram a gestão como familiar. Os critérios foram os mesmos utilizados para a definição do CEO familiar. Entre as 2.808 companhias abertas americanas que compuseram a amostra de pesquisa, constataram que 1.041 eram de estrutura de propriedade familiar. Dentre essas, 41,40% foram classificadas como sendo de gestão familiar, ou seja, o CEO ou o presidente do conselho de administração era familiar.

Peng e Jiang (2010) demonstraram que, entre 634 companhias familiares de 7 países do Leste Asiático (Hong Kong, Indonésia, Malásia, Singapura, Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia), os membros da família mantem o cargo de CEO em 83% delas. Cai, Luo, Wan (2012) mencionam que diante da fraca proteção legal oferecida por instituições formais na China, proprietários de empresas familiares chinesas preferem nomear membros da família como CEOs para garantir o controle e proteger os seus interesses. Demonstraram que, no período de 2004 a 2007, em média, 54,40% das companhias eram geridas por um CEO familiar.

Schmid (2013) utilizou os mesmos critérios de Villalonga e Amit (2006), e constatou que na Alemanha, das 695 companhias analisadas, 331 eram de estrutura familiar, sendo que em 78,85% delas a gestão também era familiar. Além disso, Schmid (2013) analisou um conjunto de companhias internacionais que englobavam 9 países do Leste Asiático (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia), assim como no estudo de Claessens et al. (2000), e 13 países da Europa Ocidental (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido), assim como no estudo de Faccio e Lang (2002), e constataram que das 4.007 companhias internacionais, 1.659 (41,40%) eram de estrutura de propriedade familiar. Dentre as companhias familiares, 48,16% possuíam gestão familiar.

2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL E CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA

Nesta subseção discorre-se, em um primeiro momento, sobre o tema estrutura de capital e, após, trata-se, de forma mais específica, sobre o custo de financiamento da dívida em empresas familiares.

2.2.1 Estrutura de capital

As empresas, conforme já descrito, financiam seus ativos por meio de uma combinação entre o capital próprio e o capital de terceiros, sendo que este *mix* é denominado de estrutura de capital. Os capitais próprios, de modo geral, são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros englobam os recursos obtidos por meio de dívidas, que são financiamentos bancários, debêntures, bonds, etc. (ARDALAN, 2017; LE; BICH, 2017).

O tema estrutura de capital é um assunto relevante e intensamente discutido pelos pesquisadores da área de administração, economia e contabilidade. Ressalta-se que o interesse por esse assunto aumentou, especialmente, a partir do trabalho clássico de Modigliani e Miller (1958), no qual os autores postularam que o valor da empresa não era influenciado pela estrutura de capital. De forma mais específica, descreveram que o valor da empresa seria determinado pelos seus próprios ativos, não pela proporção de dívida ou patrimônio emitido (ARDALAN, 2017; LE; BICH, 2017).

Tal proposição, na época, contrariou a teoria convencional representada principalmente por Durand (1952) que defendia a existência de uma estrutura de capital ótima, capaz de minimizar o custo de capital da empresa e maximizar o seu valor. Essa discussão deu origem a um grande número de pesquisas centradas no entendimento da forma como as empresas se financiam (LE; BICH, 2017; VO, 2017).

A teoria de Modigliani e Miller (1958), segundo Le e Bich (2017), era baseada em pressupostos restritivos de um mercado de capitais perfeito que não existia no mundo real. Então, os pesquisadores passaram a avaliar a questão também levando em conta as imperfeições existentes no mercado, como impostos, custos de falência, custos de agência e assimetria de informações. Assim, de acordo com os autores, novas teorias passaram a ser utilizadas em estudos sobre estrutura de capital, sendo que as três principais são a teoria do *pecking order*, teoria do *trade-off* e a teoria da agência.

A teoria do *pecking order*, que oriunda principalmente do estudo de Myers (1984) e de Myers e Majluf (1984), considera a existência de uma hierarquia nas fontes de financiamento, ou seja, assume que as empresas devem dar prioridade às fontes de financiamento com um nível de esforço menor: 1º) autofinanciamento; 2º) recursos de terceiros; 3º) recursos captados por meio de emissão de novas ações. A ideia é que os lucros acumulados reduziriam a necessidade da utilização de capitais de terceiros (ARDALAN, 2017; LE; BICH, 2017; VO, 2017).

Com base na teoria do *trade-off*, que teve origem principalmente a partir de Myers (1984), à medida que aumenta o endividamento de uma empresa, aumenta também o seu benefício fiscal, levando a empresa a aumentar o seu valor. Porém, à medida que aumenta a dívida, também tende a aumentar os custos associados às dificuldades financeiras. Consequentemente, a empresa deve ir contrabalançando os impactos do benefício fiscal com as dificuldades financeiras, de forma a atingir um ponto de endividamento que maximize o valor da empresa (ARDALAN, 2017; LE; BICH, 2017; VO, 2017).

A teoria da agência, desenvolvida a partir de Jensen e Meckling (1976), afirma que uma estrutura de capital ótima para maximizar o valor da empresa deve ser aquela que minimiza os conflitos de interesse entre as partes interessadas (GRAHAM; LEARY; ROBERTS, 2015, ARDALAN, 2017; LE; BICH, 2017).

Em estudos sobre empresas familiares, diversos autores, tais como Villalonga e Amit (2006), Young et al. (2008), Mazzi (2011) e Moura (2014), descrevem que a teoria da agência tem se concentrado tanto nas relações entre principal e agente, ou seja, entre proprietários e gestores, quanto nas relações entre principal e principal, ou seja, entre famílias, minoritários e outros *stakeholders*. Nesse sentido, Villalonga e Amit (2006), com foco em empresas familiares, se referem ao conflito principal-agente como Problema de Agência I e ao conflito principal-principal como Problema de Agência II.

Na perspectiva do principal-agente, os conflitos de interesses ocorrem principalmente entre acionistas e diretores, já que a propriedade e a gestão são separadas. Então, quando o controle é familiar e o diretor presidente também é membro da família, os conflitos podem ser atenuados e o desempenho melhorado, pois os interesses entre propriedade e gestão estão altamente alinhados (PENG; JIANG, 2010; CAI; LUO; WAN, 2012; LIU; YANG; ZHANG, 2012).

Sob a ótica do principal-principal, os conflitos ocorrem principalmente entre acionistas majoritários, minoritários e outros *stakeholders*. Nessa abordagem, uma gestão familiar contribui para que os proprietários familiares (majoritários) possam expropriar os minoritários

e outros *stakeholders*. Por isso, o conflito principal-principal pode ser mais comum em empresas familiares (YOUNG et al.2008; PENG; JIANG,2010; LIU; YANG; ZHANG; 2012).

Autores como Ardalán (2017), Le e Bich (2017) e Vo (2017) mencionam que as diversas teorias existentes têm contribuído para o desenvolvimento do tema estrutura de capital, que continua sendo uma questão central, relevante e que ainda carece de investigações. Além disso, estudos (BRADLEY; PANTZALIS; YUAN, 2016; CHEN et al., 2016; DERRIEN; KECSKÉS; MANSI, 2016; LI; RICHIE, 2016; GHOUMA, 2017; LIEDONG; RAJWANI, 2017) têm demonstrado que a definição da estrutura de capital, em um cenário de dinâmicas complexas, está diretamente relacionada com o custo do financiamento.

2.2.2 Custo de financiamento da dívida em empresas familiares

Na literatura, diversos pesquisadores, tais como Lai (2011), Byun et al (2013), Waisman (2013), Ge e Liu (2015), Li e Richie (2016) e Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017) têm mencionado que o uso do capital de terceiros, por meio da dívida, possui vantagens em relação ao capital próprio. Como exemplos, Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2017) citam os benefícios fiscais, o papel de monitoramento interno da dívida e uma possível sinalização de confiança dos credores ao mercado. Outro aspecto é que os financiamentos formais são uma forma importante que as empresas de países emergentes, caso do Brasil, possuem para obter recursos, visto que nesses países o mercado acionário tende a ser pouco desenvolvido (SHAILER; WANG, 2015; MA; MA; TIAN, 2017).

Ao buscar financiamentos, as empresas devem realizar uma análise detalhada, a fim de escolher dentre as alternativas existentes no mercado, aquelas mais benéficas e menos onerosas (BARROS, SILVA, VOESE, 2015). Desta forma ao buscar um financiamento, a empresa depara-se com o custo de financiamento da dívida, que está diretamente ligado à taxa de juros praticada pelo mercado ou pelo agente financiador. Por sua vez, o agente financiador, a fim de definir a taxa de juros, faz uma análise detalhada das variáveis que podem envolver o negócio.

Os custos de agência da dívida, de acordo com Jensen e Meckling (1976), são caracterizados em três tipos. O primeiro é caracterizado quando a empresa capta recursos de terceiros, desta forma, o risco das decisões do gestor é compartilhado com os credores/financiadores da empresa. Na sequência, quando o credor financia uma empresa

incorre em gastos de monitoramento quanto ao desempenho e reflexos das decisões tomadas. E, por fim, há o custo de agência de dívida atrelado a prejuízos decorrentes da irrecuperabilidade do capital emprestado.

Conforme descreve Tanaka (2014), as famílias têm um forte ímpeto para atuar de forma correta e melhorar o desempenho da empresa, visando a transferência da empresa para outros membros da família ou para os descendentes. Assim, as famílias procuram gerir a empresa para a sobrevivência, maximizando o valor da empresa e não o valor para o próprio acionista. Como os financiadores da dívida também se beneficiam de um maior valor da empresa, ainda segundo o autor, esse incentivo exclusivo da empresa familiar poderia ajudar a mitigar os conflitos de agência com os detentores da dívida.

Além disso, as famílias têm maior preocupação com a reputação perante terceiros. As empresas familiares geralmente experimentam rotatividade infrequente de gerentes e diretores. Deste modo, a propriedade familiar favorece relacionamentos fortes com seus *stakeholders*. O relacionamento de longo prazo estabelecido por meio da reputação familiar é altamente desejável para os fornecedores da dívida porque as famílias continuam a manter o desempenho da empresa a longo prazo (ANDERSON; MANSI, REEB, 2003; TANAKA, 2014).

Mesmo quando a gestão da empresa não é familiar, as famílias têm um maior incentivo para monitorar e disciplinar a gestão, aumentando assim o desempenho da empresa. Essas atividades de monitoramento beneficiam os devedores e, portanto, ajudam a mitigar o conflito entre o acionista e os detentores de títulos de dívida, resultando em uma redução no risco de inadimplência. Logo, se os detentores de títulos de dívida preveem esses incentivos, as empresas familiares tendem a desfrutar de menor custo da dívida (LIN et al., 2011; TANAKA, 2014).

Por outro lado, as empresas familiares também podem extrair os benefícios privados de controle à custa de outros *stakeholders*, incluindo os fornecedores da dívida (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010). O comportamento oportunista das famílias poderia agravar o conflito entre os acionistas e os detentores de títulos de dívida, levando a um aumento no risco de inadimplência. Quando os detentores de títulos reconhecem tal risco, as empresas familiares tenderiam a apresentar maior custo da dívida (ANDERSON; MANSI, REEB, 2003; TANAKA, 2014).

Além disso, as famílias geralmente evitam captar recursos pelo mercado de ações, porque este tipo de operação envolve risco de perda do controle, haja vista que podem diminuir a concentração acionária do controlador. Assim, espera-se que empresas com

estrutura de propriedade familiar priorizem financiamentos bancários, o que levaria a uma maior alavancagem financeira, por consequência, poderia aumentar o risco e o custo da dívida (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010).

No entanto, na literatura, os resultados acerca da influência das famílias no custo da dívida das empresas ainda são bastante divergentes, pois, enquanto alguns autores identificaram influência positiva, outros encontraram o inverso. Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações, conforme pode ser verificado de forma mais detalhada por meio dos estudos anteriores que serão descritos na sequência.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR NO CUSTO DA DÍVIDA

Para a seleção dos artigos desta subseção, foram consultados periódicos internacionais, da área de contabilidade, classificados com índice de alto impacto pelo *Journal Citation Reports* (JCR), edição 2016. O JCR é uma publicação do Institute for Scientific Information (ISI) que oferece recursos para avaliação de títulos de periódicos que compõem a base da *Web of Science*. *Web of Science* é uma base de dados do ISI que permite a recuperação de trabalhos publicados nos mais importantes periódicos internacionais e está entre as bases internacionais de maior repercussão no meio acadêmico (TARGINO; GARCIA, 2000; MOURA, 2014).

Também foram consultadas as seguintes bases de dados: *Web of Science*, *Emerald*; *JSTOR*; *Science Direct (Elsevier)*; *SpringerLink*. Por fim, foram consultados periódicos nacionais listados no *Webqualis* da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) (Quadriênio 2013-2016), nos estratos A1 a B5, da área de Administração/Contabilidade/Turismo.

Para identificar os artigos que abordaram a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida foram realizadas combinações envolvendo as seguintes palavras-chave: *family firms*; *family-owned*; *family-owned business enterprise*; *family-controlled*; *family corporation*; *family involvement*; *family businesses*; *family management*; *cost of debt*; *debt financing*; *debt maturity*; *long-term debt*; *debt maturity structure*. Nos periódicos nacionais foram utilizadas as respectivas palavras em português.

No Quadro 1 apresenta-se a síntese das pesquisas identificadas.

Quadro 1 – Pesquisas anteriores correlatas que abordaram a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida

Autores	Objetivo	Amostra	Período	Principais resultados
Anderson, Mansi e Reeb (2003)	Investigar o impacto da estrutura de propriedade familiar no custo de agência da dívida	252 companhias abertas americanas	1993 a 1998	Estrutura de propriedade familiar reduzia o custo da dívida. Quando a gestão era familiar o custo do financiamento da dívida era maior.
Steijvers e Voordeckers (2009)	Investigar se os custos da dívida em empresas familiares eram superiores aos das empresas não familiares	443 companhias abertas americanas	1993	Empresas de controle familiar apresentaram custos de agência da dívida mais elevados.
Boubakri e Ghouma (2010)	Analisar a influência da identidade do acionista controlador no custo de financiamento da dívida	Um conjunto multinacional de empresas de países desenvolvidos e em desenvolvimento do Leste Asiático e da Europa Ocidental	1994 a 2002	O controle familiar influenciava para um maior custo da dívida.
Lin et al. (2011)	Verificar a influência do controle familiar e da gestão no custo de financiamento da dívida	Empresas de 22 países da Ásia Oriental e da Europa Ocidental	1996 a 2008	Os custos de financiamento da dívida tornavam-se ainda mais elevados em empresas de controle familiar que também possuíam o CEO familiar.
Khan et al. (2013)	Investigar a influência da propriedade familiar no custo de financiamento da dívida	100 companhias abertas do Paquistão	2006 a 2010	A propriedade familiar influenciava para redução do custo da dívida.
Tanaka (2014)	Explorar a relação entre mecanismos de governança corporativa e o custo de financiamento da dívida	196 companhias abertas japonesas	2005 a 2008	A propriedade familiar estava positivamente correlacionada com o custo da dívida. Não identificaram influência da gestão familiar.
Hashim e Amrah (2016)	Verificar se havia alguma diferença no custo da dívida entre as empresas com controle familiar e não familiar	68 companhias abertas do Sultanato de Omã, país árabe na costa sudeste da Península Arábica	2005 a 2011	O custo da dívida em empresas familiares era maior em comparação com empresas não familiares
Ma, Ma e Tian (2017)	Analisar o impacto da opacidade corporativa sobre a relação entre o controle familiar e o custo da dívida	705 companhias abertas chinesas	2004 a 2010	Empresas de controle familiar apresentavam um custo menor da dívida. Empresas com CEOs familiares também. A moderação da opacidade corporativa tornava-se insignificante nas empresas familiares com CEOs familiares

Fonte: Dados da pesquisa.

No Quadro 1 foram apresentados o objetivo, a amostra de pesquisa, o período de análise e os principais resultados das pesquisas anteriores similares, sendo que o primeiro artigo identificado foi o de Anderson, Mansi e Reeb (2003) que investigaram o impacto da estrutura de propriedade familiar no custo de agência da dívida. A análise ocorreu em uma amostra de 252 companhias abertas americanas constantes na base Lehman Brothers Bond Database (LBBD) e no índice Standard e Poor's (S&P) 500, que possuíam dados disponíveis no período de 1993 a 1998. Os resultados evidenciaram que a estrutura de propriedade familiar reduzia o custo da dívida. Todavia, perceberam que quando os membros da família ocupavam a posição de CEO, o custo do financiamento da dívida era maior em relação às empresas familiares com CEOs externos. Os autores descreveram que devido a visão de longo prazo, por possuírem carteiras não diversificadas, pela preocupação com a reputação e o desejo de passar a empresa aos descendentes, as famílias representam uma classe única de acionistas com maiores incentivos para aliviar o conflito de agência com os credores e assim reduzir o custo do financiamento da dívida. Concluíram que os detentores de títulos de dívida consideravam a propriedade familiar como uma estrutura organizacional que protegia melhor os seus interesses.

Steijvers e Voordeckers (2009) investigaram se os custos de agência da dívida em empresas familiares eram maiores ou menores na comparação com empresas não familiares. Para isso, analisaram uma amostra composta por 443 companhias abertas americanas. Os resultados indicaram que as empresas de controle familiar apresentaram custos de agência da dívida mais elevados. Segundo os autores, os bancos pareciam ser mais cautelosos ao lidarem com empresas familiares por causa de um maior risco de oportunismo proprietário-gerente e em razão do uso indevido dos ativos das empresas para os benefícios pessoais dos proprietários da família. Isso aumentava a probabilidade de exigência de garantias pessoais. Os autores destacaram também que os custos de agência da dívida pareciam estar refletidos na necessidade de apresentar garantias pessoais e que a garantia pessoal parecia ser uma excelente ferramenta para as instituições financeiras contornarem os problemas de autocontrole e os efeitos negativos do altruísmo em empresas familiares. Concluíram que as instituições financeiras tratavam dos problemas de agência específicos nas empresas familiares privadas, exigindo garantias pessoais aos proprietários.

Boubakri e Ghouma (2010) analisaram a influência da identidade do acionista controlador e dos excessos de direitos de votos dos controladores no custo de financiamento das dívidas e na classificação das agências de *rating*. A amostra foi composta por um conjunto multinacional de empresas de países desenvolvidos e em desenvolvimento do Leste

Asiático e da Europa Ocidental. Para a análise consideraram todas as empresas que possuíam informações completas sobre a divergência entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa e acerca da identidade do proprietário final no período de 1994 a 2002. Verificaram que os excessos de direitos de votos dos controladores elevavam significativamente o custo de financiamento da dívida. No que diz respeito à identidade do acionista controlador, constataram que o controle familiar era percebido pelos detentores de títulos de dívida e pelas agências de *rating* como um risco potencial de expropriação. Fato que influenciava para um maior custo da dívida e para uma classificação negativa por parte das agências de *rating*. Os resultados foram similares tanto na amostra de países do Leste Asiático, quanto da Europa Ocidental. Justificaram os resultados descrevendo que as famílias, quando estão em uma posição de controle, tornam-se mais propensas a extrair os benefícios privados que prejudicam os interesses dos credores. Também relataram que as famílias evitam a diluição do capital para preservar o controle e ficam mais propensas a utilizarem o financiamento da dívida. Logo, tem maiores índices de alavancagem, ou seja, maior risco de falência.

Lin et al. (2011) verificaram a influência do controle familiar, da gestão familiar e dos excessos de direitos de votos dos controladores no custo de financiamento da dívida de companhias abertas. A análise ocorreu em um conjunto de empresas de 22 países da Ásia Oriental e da Europa Ocidental que possuíam dados para o período de 1996 a 2008. Os resultados indicaram que o custo de financiamento da dívida era significativamente maior em empresas com maior divergência entre os direitos de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa. Também eram mais elevados em empresas que possuíam acionistas controladores familiares. Os autores destacaram que as famílias geralmente limitavam os cargos de direção executiva aos membros da família para fortalecer ainda mais o poder de controle sobre a empresa e, por isso, era importante analisar também a influência da gestão no custo da dívida. Em relação a essa questão, verificaram que os custos de financiamento da dívida eram ainda mais elevados em empresas de controle familiar que também possuíam o cargo de CEO ocupado por algum membro da família controladora.

Khan et al. (2013) investigaram a influência da propriedade familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas do Paquistão. A análise foi realizada com dados do período de 2006 a 2010. Os resultados demonstraram que a propriedade familiar influenciava para redução do custo da dívida e que um maior percentual de ações em posse das famílias também reduzia o custo de financiamento da dívida. Os autores ressaltaram que, devido aos incentivos exclusivos gerados por compromissos de longo prazo, carteiras não diversificadas de investimentos e a própria pressão familiar, influenciavam para reduzir os

conflitos de agência entre famílias e os financiadores de dívidas e, conseqüentemente, reduzir o custo do financiamento da dívida. Portanto, segundo os autores, os obrigacionistas deveriam considerar a propriedade familiar como uma estrutura organizacional que protege melhor os seus interesses.

Tanaka (2014) explorou a relação entre mecanismos de governança corporativa e o custo de financiamento da dívida de companhias abertas. Entre os vários mecanismos de governança corporativa, o foco do autor foi à participação acionária do CEO, a propriedade e gestão familiar e a concentração acionária de grandes acionistas. Investigou uma amostra composta por 196 companhias abertas japonesas com dados disponíveis no período de 2005 a 2008. A análise empírica revelou que a participação acionária do CEO estava positivamente associada ao custo da dívida, sugerindo que os detentores de títulos preocupam-se com os conflitos de interesse com o CEO e, portanto, exigem maiores rendimentos para as empresas que possuem CEO com maior participação acionária. Os resultados também revelaram que a propriedade familiar estava positivamente correlacionada com o custo da dívida, segundo o autor, indicando preocupações dos credores com a possibilidade de existirem maiores conflitos de agência nesse tipo de empresa. Não identificaram influência da gestão familiar no custo da dívida na maioria dos testes realizados. Por fim, as empresas com grandes acionistas corporativos apresentavam custos da dívida mais baixos, indicando que os detentores de títulos da dívida consideravam favoráveis as atividades de monitoramento de grandes acionistas.

Hashim e Amrah (2016) verificaram se havia alguma diferença na associação entre independência do conselho de administração, efetividade do comitê de auditoria e custo da dívida entre empresas com controle familiar e não familiar do Sultanato de Omã, país árabe localizados na costa sudeste da Península Arábica. A análise ocorreu em um conjunto de 68 companhias abertas e não financeiras que possuíam dados disponíveis para o período de 2005 a 2011. Os resultados evidenciaram que o custo da dívida em empresas familiares era maior em comparação com empresas não familiares. Também revelaram que a associação entre a independência do conselho de administração e o custo da dívida foi negativa e significativa quando a análise ocorreu na amostra total e também negativa e significativa na amostra de empresas não familiares. Esta relação, no entanto, foi fraca e não significativa para a amostra de empresas familiares. Além disso, o estudo indicou que a efetividade do comitê de auditoria apresentava um efeito significativo no custo da dívida com base na amostra total e na amostra de empresas familiares, mas não foi significativo para as empresas não familiares.

Ma, Ma e Tian (2017) analisaram o impacto da opacidade corporativa sobre a relação entre o controle familiar e o custo da dívida em uma amostra composta por 705 companhias abertas chinesas no período de 2004 a 2010. A opacidade corporativa foi descrita como a ausência de transparência corporativa. Inicialmente os resultados revelaram que as empresas de controle familiar, em média, pagavam um custo significativamente menor da dívida (cerca de 10% menor), no comparativo com as de controle não familiar. Além disso, constataram que as companhias de controle familiar eram significativamente mais transparentes do que as não familiares. Também verificaram que o efeito do controle familiar no custo da dívida das empresas era significativamente mais fraco quando a transparência era inferior. De forma complementar investigaram também o impacto do tipo de CEO no custo da dívida e descobriram que apenas empresas com CEOs familiares desfrutavam de menor custo da dívida. Além de constatarem que a moderação da opacidade corporativa tornava-se insignificante para as empresas familiares com CEOs familiares. Sendo assim, concluíram que empresas com estrutura e gestão familiares apresentavam menos problemas e ressaltaram que nas companhias familiares chinesas o efeito alinhamento superava o efeito entrincheiramento.

Depreende-se a partir dos artigos apresentados que as justificativas descritas para fundamentar os resultados baseiam-se principalmente na Teoria da Agência, a partir da perspectiva do efeito alinhamento e do efeito entrincheiramento. Quando o efeito alinhamento é percebido nas empresas familiares, pelos credores, há maior probabilidade do custo de financiamento da dívida ser menor. Por outro lado, quando o efeito entrincheiramento é percebido como dominante, aumenta a probabilidade do custo de financiamento da dívida ser maior. Percebe-se também a existência de resultados divergentes, pois, enquanto alguns autores identificaram maior custo da dívida em empresas familiares, outros encontraram o inverso. Sendo assim, este assunto ainda apresenta lacunas que requerem investigações. Nota-se, ainda, nos estudos apresentados, que as investigações ocorreram em empresas americanas, europeias e asiáticas. Deste modo, este assunto merece atenção em outros países, como no caso do Brasil.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, apresentam-se os procedimentos metodológicos utilizados para a execução da pesquisa. Inicia-se pelo delineamento da pesquisa, seguido da descrição da população e amostra do estudo. Na sequência, discorre-se sobre o constructo das variáveis, a coleta de dados e os procedimentos de análise. Por fim, apresenta-se a trajetória da pesquisa.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O delineamento, para Gil (2008, p. 43), “[...] refere-se ao planejamento da pesquisa em sua dimensão mais ampla, que envolve tanto a diagramação, quanto a previsão de análise e interpretação da coleta de dados”. Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, foi realizada por meio de pesquisa documental e com abordagem quantitativa.

Caracteriza-se como descritiva, haja vista que, segundo Martins e Theóphilo (2007, p. 28), tal tipo de pesquisa “[...] tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos”. Para Triviños (1987), esse tipo de estudo pretende descrever os fatos e fenômenos de determinada realidade. Esta pesquisa buscou descrever e analisar as características da estrutura de propriedade e da gestão das companhias analisadas, bem como o custo de financiamento da dívida destas companhias e, ainda, a relação entre essas variáveis, logo, enquadra-se nesta classificação.

A pesquisa documental, conforme mencionam Marconi e Lakatos (2002, p. 62), é aquela cuja “[...] fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias. Estas podem ser recolhidas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois”. No caso deste estudo, a coleta de dados ocorreu por meio das demonstrações contábeis e Formulários de Referência das companhias abertas listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.

Em relação à abordagem quantitativa, Martins e Theóphilo (2007, p. 103) descrevem que nesse tipo de pesquisa, “[...] o pesquisador, dependendo da natureza das informações, dos dados e das evidências levantadas, poderá empreender uma avaliação quantitativa, isto é: organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”.

Richardson (1989, p. 29) destaca que a abordagem quantitativa “[...] caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento dessas através de técnicas estatísticas desde as mais simples, às mais complexas,

como coeficiente de correlação, análise de regressão etc [...]”. Para atingir o objetivo do estudo, foi aplicada análise descritiva, teste de médias e regressão.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Neste tópico, são descritas a população e amostra da pesquisa. A população, segundo Silveira (2004, p. 111) pode ser entendida como “[...] um conjunto de elementos que possui as características desejáveis para o estudo” e, nesta pesquisa, compreendeu todas as companhias listadas em todos os setores da B3 que constavam na lista, consultada em 30 de junho de 2017, disponibilizada pela instituição.

A amostra, conforme citado por Silveira (2004, p. 111), pode ser entendida como “[...] uma parte escolhida, segundo critérios de representatividade, na população”. Neste estudo é considerada intencional não probabilística e compreendeu um conjunto de companhias abertas listadas na B3.

A amostra é intencional, pois segundo Colauto e Beuren (2006, p. 126) esse tipo de pesquisa “[...] consiste em selecionar amostras com base em informações disponíveis e que sejam consideradas representativas da população.” E não probabilística, porque, segundo Colauto e Beuren (2006, p. 125), “[...] os métodos não probabilísticos fazem uso do raciocínio, dependendo exclusivamente dos critérios do pesquisador para construir as amostras”.

Para definir a amostra, inicialmente, em razão das peculiaridades do setor, em cada ano, foram excluídas as companhias que exerciam atividades financeiras. Também foram excluídas as companhias que não possuíam informações necessárias para o cálculo das variáveis utilizadas na pesquisa. Então, de modo geral, para definição da amostra, foram identificadas todas as companhias que possuíam dados disponíveis para todas as variáveis da pesquisa. Após estes procedimentos, a amostra foi composta por 211 companhias em 2012, 214 em 2013, 225 em 2014, 220 em 2015 e 223 em 2016.

Portanto, a pesquisa foi realizada com dados de um período de 5 anos (2012 a 2016). Em relação ao período de análise é importante destacar que o ano de 2010 constitui o período inicial de adoção plena das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no Brasil. Nesse sentido, Santos, Ponte e Mapurunga (2014) realizaram uma análise do nível de conformidade com a divulgação requerida pelo padrão *International Financial Reporting Standards* (IRFS) no primeiro ano (2010) de adoção plena das normas no Brasil. De modo geral, investigaram 638 itens de divulgação obrigatória, requeridos por 28 IFRS, para 366 companhias brasileiras

não financeiras listadas na BM&FBovespa. Os resultados apontaram para níveis presumivelmente baixos de cumprimento das exigências de divulgação.

Como justificativa para o baixo nível de conformidade, Santos, Ponte e Mapurunga (2014) descrevem que 2010 foi um primeiro passo de aprendizagem para as empresas brasileiras na assimilação de um sistema contábil novo, fundado em tradições culturais e institucionais (*common law*) diferentes das raízes da contabilidade brasileira (*codelaw*). Por isso, de acordo com os autores, dificilmente se poderia esperar que todas as normas fossem radicalmente incrementadas no primeiro ano de adoção no Brasil.

Deste modo, para reduzir vieses, optou-se por excluir os dois primeiros anos de adoção plena das normas internacionais da análise. Então, a investigação se concentrou no período de 2012 a 2016, a fim de estabelecer um corte temporal capaz de contribuir para a literatura.

3.3 CONSTRUCTO DA PESQUISA

Para demonstrar a operacionalização da pesquisa, apresentam-se nos Quadros 2, 3, 4, e 5 os constructos em relação a cada um dos objetivos específicos. Em cada quadro apresentam-se as variáveis, subvariáveis, métricas e autores de base. Desse modo, o Quadro 2 apresenta o constructo correspondente ao primeiro objetivo específico deste estudo.

Quadro 2 – Constructo da pesquisa para o objetivo específico “a”

a) Identificar o tipo de estrutura de propriedade das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar)		
Variável	Métricas	Autores de base
Tipo de Estrutura de propriedade (Estrut_Fam)	Estrut_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Anderson, Mansi e Reeb (2003); Steijvers e Voordeckers (2009); Boubakri e Ghouma (2010); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Khan et al. (2013); Hashim e Amrah (2016); Ma, Ma e Tian (2017)

Fonte: elaboração própria.

No Quadro 2 observa-se o constructo para o objetivo específico “a” da pesquisa. Para identificar o tipo de estrutura de propriedade criou-se uma variável categórica denominada de estrutura familiar (Estrut_Fam), que recebeu valor “1” nos casos em que o último acionista controlador era uma família ou um indivíduo (em termos de direitos de voto), com

participação mínima de 10%, assim como no estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), e valor “0” caso contrário.

A adoção desse critério também é similar à adotada em outros estudos anteriores como os de Anderson, Mansi e Reeb (2003); Steijvers e Voordeckers (2009); Boubakri e Ghouma (2010); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Khan et al. (2013); Hashim e Amrah (2016); Ma, Ma e Tian (2017).

O constructo do Quadro 3 foi elaborado com a finalidade de operacionalizar o objetivo específico “b” do estudo. Evidenciam-se as métricas utilizadas para caracterizar a gestão das companhias da amostra.

Quadro 3 – Constructo da pesquisa para o objetivo específico “b”

b) Averiguar o tipo de gestão das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar)			
Variáveis	Subvariáveis	Métricas	Autores de base
Tipo de Gestão	Diretor Presidente (DirPres_Fam)	DirPres_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	Anderson, Mansi e Reeb (2003); Villalonga e Amit (2006); Boubakri e Ghouma (2010); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Ma, Ma e Tian (2017)
	Presidente do Conselho de Administração (PresCA_Fam)	PresCA_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	
	Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração (DirPres&PresCA_Fam)	DirPres&PresCA_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	

Fonte: elaboração própria.

Para identificar o tipo de gestão adotou-se a metodologia de Villalonga e Amit (2006), que investigaram a participação das famílias na diretoria executiva e no conselho de administração. Nota-se no Quadro 3, que foram criadas três variáveis *dummy*, que receberam valor “1” nos casos em que o “diretor presidente (DirPres_Fam)”, o “presidente do Conselho de Administração (PresCA_Fam)” e ainda quando o “Diretor Presidente e o Presidente do Conselho de Administração (DirPres&PresCA_Fam)” eram o fundador da empresa, ou então, um membro por sangue ou casamento, pertencente à família controladora, ou valor “0” caso contrário.

Nesta pesquisa é analisada a participação das famílias na diretoria executiva e no conselho de administração, assim como no estudo de Villalonga e Amit (2006) e em outros

estudos subsequentes, tais como de Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014) e Ma, Ma e Tian (2017).

O constructo do Quadro 4 foi elaborado com a finalidade de operacionalizar o objetivo específico “c” do estudo. Evidencia-se a métrica utilizada para identificar o custo da dívida das companhias da amostra.

Quadro 4 – Constructo da pesquisa para o objetivo específico “c”

c) Identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3		
Variável	Métricas	Autores de base
Custo de financiamento da dívida (Custo_Dív)	Custo_Dív: $\frac{\text{Despesas financeiras}}{\text{Passivo financeiro oneroso}}$	Lima (2009); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Barros, Silva e Voese (2015); Fonseca e Silveira (2016); Hashim e Amrah (2016); Ma, Ma e Tian (2017).

Fonte: elaboração própria.

Observa-se no Quadro 4 que para identificar o custo de financiamento da dívida, em consonância com estudos anteriores (LIMA, 2009; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017), foi calculado, em cada ano, para cada empresa, a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso médio do ano. O passivo oneroso foi representado pelos empréstimos e financiamento de curto e longo prazo, incluindo as debêntures emitidas.

No Quadro 5 apresenta-se o constructo elaborado com a finalidade de operacionalizar o objetivo específico “d” do estudo. Demostram-se também as métricas utilizadas para verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida das companhias da amostra.

Quadro 5 – Constructo da pesquisa para o objetivo específico “d”

d) Relacionar estrutura de propriedade e gestão com o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3.			
Objetivos	Variáveis/ Subvariáveis	Métricas	Autores de base
Objetivo específico a)	Estrutura familiar (Estrut_Fam)	REGRESSÃO MQO Variável predita: Custo_Dív Variáveis predictoras: Estrut_Fam; DirPres_Fam; PresCA_Fam; DirPres&PresCA_Fam Variáveis de controle: Idade_Cia; Governança; Endividamento; Tamanho; ROA; Crescim.	Anderson, Mansi e Reeb (2003); Steijvers e Voordeckers (2009); Boubakri e Ghouma (2010); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Khan et al. (2013); Hashim e Amrah (2016); Ma, Ma e Tian (2017)
Objetivo específico b)	Diretor Presidente (DirPres_Fam)		
	Presidente do Conselho de Administração (PresCA_Fam)		
	Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração (DirPres&PresCA_Fam)		
Objetivo Específico c)	Custo da dívida (Custo_Dív)		

Fonte: elaboração própria.

Nota-se no Quadro 5 que as variáveis relativas a estrutura de propriedade, tipo de gestão e custo de financiamento da dívida, relacionadas aos objetivos específicos a), b) e c) já foram descritas nos Quadros 1, 2 e 3. Sendo assim, para operacionalizar o objetivo específico “d” essas variáveis foram classificadas como predita ou predictoras, também denominadas de dependentes e independentes na regressão, juntamente com as variáveis de controle especificadas no Quadro 6, já que se busca verificar a influência dessas variáveis no custo de financiamento da dívida.

Quadro 6 - Variáveis de controle para o objetivo específico “d”

VARIÁVEIS DE CONTROLE		
Variável	Métrica	Autores de base
Idade da empresa (Idade_Cia)	Idade da empresa, medida pelo número de anos decorridos desde a data de fundação constante no registro da CVM	Steijvers e Voordeckers (2009); Tanaka (2014).
Governança Corporativa (N_GC)	Listada em algum nível diferenciado de governança da BM&FBovespa Variável categórica: Sim = 1 Não = 0	Barros, Silva e Voese (2015); Fonseca e Silveira (2016)
Endividamento	(Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total	Boubakri e Ghouma (2010); Khan et al. (2013); Tanaka (2014); Hashim e Amrah (2016); Ma, Ma e Tian (2017)
Tamanho da Empresa (Tamanho)	Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais da empresa	Anderson, Mansi e Reeb (2003); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Hashim e Amrah (2016); Ma, Ma e Tian (2017)
Retorno sobre ativos (ROA)	ROA = Ebitda/Ativo total	Anderson, Mansi e Reeb (2003); Boubakri e Ghouma (2010); Lin et al. (2011); Tanaka (2014); Hashim e Amrah (2016)
Crescimento da Empresa (Crescim)	Taxa de crescimento dos ativos	Bliss e Gul (2012); Tanaka (2014); Shailer e Wang (2015); Ma, Ma e Tian (2017)

Fonte: elaboração própria.

Observa-se no Quadro 6 que as variáveis de controle utilizadas foram a idade da empresa, governança corporativa, endividamento, tamanho, ROA e o crescimento da empresa.

- a) Idade da empresa - empresas que atuam há mais tempo no mercado apresentam melhores mecanismos de gestão que auxiliam na obtenção de vantagem competitiva. Além disso, normalmente, estabelecem reputações favoráveis e boas relações com os diversos *stakeholders*. Sendo assim, empresas mais antigas tendem a ter menores custos da dívida (STEIJVERS; VOORDECKERS, 2009; TANAKA, 2014).
- b) Governança corporativa - boas práticas de governança corporativa contribuem para a redução de problemas de agência, da assimetria de informações e ajudam a proteger os interesses dos diversos *stakeholder*. Deste modo, empresas que

possuem melhores práticas de governança tendem a apresentar menores custos da dívida (BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016).

- c) Endividamento - empresas que possuem maiores níveis de endividamento aumentam a probabilidade de falência e, portanto, tendem a pagar juros mais elevados por serem vistas como mais arriscadas (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017).
- d) Tamanho da empresa - empresas maiores geralmente beneficiam-se de economias de escala e desempenho estável. Também apresentam capacidade superior para suportar choques negativos nos fluxos de caixa e, portanto, são menos propensas à inadimplência. Por isso, são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos de dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; HASHIM; AMRAH, 2016; MA; MA; TIAN, 2017).
- e) ROA - empresas mais lucrativas terão menores dificuldades de pagar suas dívidas e, por isso, geralmente, apresentam menores custos de endividamento (ANDERSON; MANSI; REEB, 2003; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; LIN et al., 2011; TANAKA, 2014; HASHIM; AMRAH, 2016).
- f) Crescimento - as empresas que se encontram em constante crescimento também podem estar sujeitas a um maior risco e, portanto, tendem a apresentar maiores custos de endividamento (BLISS; GUL, 2012; TANAKA, 2014; SHAILER; WANG, 2015; MA; MA; TIAN, 2017).

3.4 COLETA DE DADOS

Nesta seção, apresenta-se a fonte dos dados para as variáveis da pesquisa. Inicia-se pela fonte dos dados para identificação do tipo de estrutura de propriedade. Em seguida, apresenta-se a fonte dos dados para o tipo de gestão das companhias. Após, exibe-se a fonte dos dados para identificação do custo do endividamento. Por fim, apresenta-se a fonte dos dados para as variáveis de controle da pesquisa.

Inicialmente, o estudo procura fornecer uma visão da estrutura de propriedade das empresas da amostra, ou seja, do tipo de estrutura, se familiar ou não familiar. No Quadro 7 apresentam-se informações sobre a fonte dessa coleta dos dados.

Quadro 7 – Fonte dos dados para o tipo de estrutura de propriedade

Variável	Métrica	Fonte dos dados
		2011 a 2015
Tipo de Estrutura de propriedade (Estrut_Fam)	Estrut_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	Formulário de Referência: Seção 6.3 – Breve histórico; Seção 8.1 - Descrição do grupo econômico; Seção 15.2 - Posição acionária; Seção 15.4 – Organograma dos acionistas; Seção 15.5 – Acordo de acionistas.

Fonte: elaboração própria.

Os dados sobre estrutura de propriedade, conforme exposto no Quadro 7, são para o ano $t-1$ em relação ao custo da dívida, assim como nos estudos anteriores de Anderson, Mansi e Reeb (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014). A justificativa é pautada no fato de que as decisões do passado impactam nas operações empresariais do presente.

Quando se verifica a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida do ano de 2016, os dados sobre estrutura de propriedade e gestão correspondem ao ano de 2015. O mesmo ocorre em relação ao custo da dívida do período 2012 a 2015, em que os dados sobre estrutura de propriedade e gestão correspondem ao período 2011 a 2014. Ressalta-se que os dados sobre o tipo de estrutura de propriedade foram coletados manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra nos Formulários de Referência das companhias.

Em seguida, foi realizada a identificação do tipo de gestão das empresas da amostra. O Quadro 8 evidencia a fonte dos dados para cada umas das variáveis de gestão.

Quadro 8 – Fonte dos dados para o tipo de gestão das companhias

Variáveis	Subvariáveis	Métricas	Fonte dos dados
			2011 a 2015
Tipo de Gestão	Diretor Presidente (DirPres_Fam)	DirPres_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	Formulário de Referência: Seção 12.6 – Composição e experiência prof. da adm. e do CF; Seção 12.9 - Relações familiares.
	Presidente do Conselho de Administração (PresCA_Fam)	PresCA_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	
	Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração (DirPres&PresCA_Fam)	DirPres&PresCA_Fam: Familiar = 1 Não familiar = 0	

Fonte: elaboração própria.

Os dados relativos à gestão, conforme o Quadro 8, também correspondem ao ano t_1 em relação ao custo da dívida, assim como os dados de estrutura de propriedade. No que tange ao tipo de gestão, os dados foram coletados manualmente, em cada ano, para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência, na Seção 12.6 – Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal e na Seção 12.9 - Relações familiares.

No Quadro 9 demonstra-se a fonte dos dados para o custo da dívida das companhias da amostra.

Quadro 9 – Fonte dos dados para identificação do custo de financiamento da dívida

c) Identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3.		
Variável	Métricas	Fonte dos dados 2012 a 2016
Custo de financiamento da dívida (Custo_Dív)	Custo_Dív: <u>Despesas financeiras</u> Passivo financeiro oneroso	Banco de dados Economática

Fonte: elaboração própria.

Nota-se no Quadro 9 que para identificar o custo da dívida das companhias do período de 2010 a 2016 os dados foram coletados no banco de dados Economática. No Quadro 10 expõe-se as fontes dos dados para as variáveis de controle utilizadas na pesquisa.

Quadro 10 – Fonte dos dados para as variáveis de controle

VARIÁVEIS DE CONTROLE	
Variáveis	Fonte dos dados 2012 a 2016
Idade das companhias (Idade_Cia)	Formulário de Referência: Dados cadastrais - Dados gerais
Governança Corporativa (Governança)	BM&FBovespa
Endividamento	Banco de dados Economática
Tamanho da Empresa (Tamanho)	Banco de dados Economática
Retorno sobre ativos (ROA)	Banco de dados Economática
Crescimento da companhia (Crescim)	Banco de dados Economática

Fonte: elaboração própria.

É possível perceber no Quadro 10 que os dados sobre “Endividamento”, “Tamanho”, “ROA” e “Crescimento” foram coletados no banco de dados Economatica, para todo o período analisado. Os dados sobre “Governança” foram coletados manualmente no sítio da BM&FBovespa e os dados referentes a idade das companhias foram coletados manualmente nos Formulários de Referência, para cada um dos anos.

3.5 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados coletados foi realizada de acordo com os objetivos específicos da pesquisa. O Quadro 11 demonstra os procedimentos de análise adotados para atingir o objetivo específico “a”.

Quadro 11 – Procedimentos de análise – Objetivo específico “a”

Objetivo específico	Tipo de análise	Procedimentos de análise
a) Identificar o tipo de estrutura de propriedade das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar)	Estatística descritiva da variável: tipo de estrutura de propriedade	a) Medida de tendência central: média; b) Medida de dispersão ou variabilidade: desvio padrão; c) Medida de assimetria e curtose; d) Mínimos e Máximos.

Fonte: elaboração própria.

Verifica-se no Quadro 11 que, inicialmente, foi realizada uma análise descritiva do tipo de estrutura de propriedade, pois de acordo com Hair Jr. et al. (2005), “quase todos os conjuntos de dados precisam de um resumo de suas informações, ou seja, algo que sintetize e descreva os números que eles contém”.

As medidas de tendência central possibilitam identificar os valores centrais das variáveis da amostra total. Por outro lado, as medidas de tendência não central permitem verificar se os dados não são afetados por percentuais extremos. As medidas de dispersão possibilitam identificar se há variabilidade nos dados.

As medidas de assimetria e curtose evidenciam as formas de distribuição dos dados em torno da média. No caso da assimetria, Hair Jr. et al. (2005) esclarecem que em uma distribuição simétrica, a média, a mediana e a moda estarão na mesma localização, e, caso os dados se posicionem ao longo de uma extremidade ou de outra serão chamados de assimétricos. A curtose é descrita por Hair Jr. et al. (2005) como uma medida do pico ou achatamento, de uma distribuição. Caso os percentuais se concentrem no centro serão

denominadas agudas, caso sejam amplamente distribuídas e com extremidades mais separadas serão consideradas achatadas.

O Quadro 12 demonstra os procedimentos de análise adotados para atingir o objetivo específico “b”.

Quadro 12 – Procedimentos de análise – Objetivo específico “b”

Objetivo específico	Tipo de análise	Procedimentos de análise
b) Averiguar o tipo de gestão das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar)	Estatística descritiva da variável: tipo de gestão	a) Medida de tendência central: média; b) Medida de dispersão ou variabilidade: desvio padrão; c) Medida de assimetria e curtose; d) Mínimos e Máximos.

Fonte: elaboração própria.

Observa-se no Quadro 12 que a análise do tipo de gestão ocorreu com auxílio de medidas de estatísticas descritivas, tais como médias, desvio padrão, assimetria, curtose, mínimos e máximos.

O Quadro 13 demonstra os procedimentos de análise adotados para atingir o objetivo específico “c”.

Quadro 13 – Procedimentos de análise – Objetivo específico “c”

Objetivo específico	Tipos de análise	Procedimentos de análise
c) Identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3	Estatística descritiva da variável: Custo de financiamento da dívida	a) Medida de tendência central: média; b) Medida de dispersão ou variabilidade: desvio padrão; c) Medida de assimetria e curtose; d) Mínimos e Máximos.
	Comparar as médias do custo da dívida entre empresas que possuem estrutura familiar e não familiar e entre as empresas que possuem gestão familiar e não familiar	a) Análise univariada: Teste-t de Student;

Fonte: elaboração própria.

Nota-se no Quadro 13 que, inicialmente, foi realizada a análise descritiva do custo da dívida e em seguida realizou-se o Teste-t de Student para comparar as médias do custo da dívida entre empresas que possuem estrutura de propriedade familiar e não familiar e entre empresas que possuem gestão familiar e não familiar. O Teste-t de Student permitiu verificar se o custo da dívida era inferior ou superior quando a estrutura e gestão eram familiares. Ressalta-se que foram observados os pressupostos de normalidade dos dados, por meio do

teste de Kolmogorov-Smirnov; e homogeneidade de variâncias, por meio do teste de Levene.

O Quadro 14 demonstra os procedimentos de análise adotados para atingir o objetivo específico “d”.

Quadro 14 – Procedimentos de análise – Objetivo específico “d”

Objetivo específico	Tipos de análise	Procedimentos de análise
d) Relacionar estrutura de propriedade e gestão com o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3	Analisar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida	b) Análise multivariada (Regressão por mínimos quadrados ordinários).

Fonte: elaboração própria.

É possível verificar no Quadro 14 que foi realizada análise de regressão por mínimos quadrados ordinários para verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida. Foram observados os pressupostos de normalidade, por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov; multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance; e ausência de autocorrelação serial, por meio do teste de Durbin-Watson.

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

O Quadro 15 evidencia a variável dependente da equação, as variáveis independentes e as de controle.

Quadro 15 – Variáveis para análise da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida

Variável dependente	Variáveis independentes	Variáveis de controle
Custo_Dív	Estrut_Fam DirPres_Fam PresCA_Fam DirPres&PresCA_Fam	Idade_Cia Governança Endividamento Tamanho ROA Crescim

Fonte: elaboração própria.

Verifica-se no Quadro 15 que a variável de custo da dívida foi classificada como dependente. As variáveis de estrutura de propriedade e gestão, assim como as de controle, foram classificadas como independentes, pois a finalidade, neste caso, era verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida, conforme Equação 1:

(Equação 1)

$$\begin{aligned} \text{Custo_Dív}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Estrut_Fam}_{it} + \beta_2 \text{ADirPres_Fam}_{it} + \beta_3 \text{PresCA_Fam}_{it} + \\ & \beta_4 \text{DirPres\&PresCA_Fam}_{it} + \beta_5 \text{Idade_Cia}_{it} + \beta_6 \text{Governança}_{it} + \\ & \beta_7 \text{Endividamento}_{it} + \beta_8 \text{Tam}_{it} + \beta_9 \text{ROA}_{it} + \beta_{10} \text{Crescim}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Em que:

i representa a empresa, variando de 1 até N, *t* representa o ano, variando de 1 até T;

Custo_Dív = Custo de financiamento da dívida;

Estrut_Fam = Estrutura de propriedade familiar;

DirPres_Fam = Diretor presidente familiar;

PresCA_Fam = Presidente do conselho de administração familiar;

DirPres&PresCA_Fam = Diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar;

Idade_Cia = Idade da companhia;

Governança = Nível de governança corporativa da companhia;

Endividamento = Nível de endividamento da companhia;

Tamanho = Tamanho da companhia;

ROA = Rentabilidade dos ativos da companhia;

Crescim = Taxa de crescimento.

Ressalta-se que os procedimentos adotados e descritos nesta seção permitiram atingir os objetivos específicos e alcançar o objetivo geral deste estudo.

3.6 TRAJETÓRIA DA PESQUISA

A trajetória engloba a descrição das diversas etapas empregadas no desenvolvimento da pesquisa. A Figura 1 mostra a trajetória da pesquisa sistematizada em cinco grandes etapas.

Figura 1 - Trajetória da pesquisa

TRAJETÓRIA DA PESQUISA			
1ª Etapa	Definição do Problema	Qual a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3?	
	Definição dos Objetivos	Geral	Verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3
		Específicos	a) Identificar o tipo de estrutura de propriedade das companhias abertas listadas na B3 S.A. (familiar/não familiar); b) Averiguar o tipo de gestão das companhias abertas listadas na B3 S.A. (familiar/não familiar); c) Identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3; d) Relacionar estrutura de propriedade e gestão com o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3
2ª e 3ª Etapas	Definição da Estrutura da Revisão de Literatura	Definição das Variáveis do Estudo	
	Estrutura de capital Estrutura de propriedade e gestão familiar Estudos anteriores	Variável dependente: Custo_Dív Variáveis independentes: Estrut_Fam; DirPres_Fam; PresCA_Fam; DirPres&PresCA_Fam Variáveis de controle: Idade_Cia; Governança; Endividamento; Tamanho; ROA; Crescim.	
4ª e 5ª Etapas	Coleta de Dados	Análise dos Dados	
	Estrutura de propriedade: Formulários de referência. Gestão: Formulários de referência. Custo da dívida: Banco de dados Econômica Variáveis de controle: Formulários de referência e Banco de dados Econômica	Objetivo específico “a” e “b”: Estatísticas descritivas. Objetivo específico “c”: Estatísticas descritivas e Teste t de Student. Objetivo específico “d”: Regressão por Mínimos quadrados ordinários. Conclusões sobre a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida das companhias da amostra.	

Fonte: elaboração própria.

Observa-se, na Figura 1, que na primeira etapa foi definido o problema de pesquisa, seguido dos objetivos geral e específicos. Na segunda e terceira etapas realizou-se a estruturação da revisão da literatura e definiram-se as variáveis do estudo. Na quarta e quinta etapas, ocorreram a coleta, o tratamento e a análise dos dados frente ao direcionamento metodológico construído para a pesquisa e, por fim, descreveram-se as conclusões finais.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Primeiramente, com o uso de medidas de estatísticas descritivas, em específico, mínimo, máximo, média, desvio padrão, assimetria e curtose realizou-se a análise do tipo de estrutura de propriedade (familiar/não familiar) das companhias da amostra. Na seção seguinte, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis relacionadas ao tipo de gestão (familiar/não familiar).

Na sequência, descrevem-se as estatísticas descritivas relacionadas ao custo do endividamento das companhias que possuem estrutura de propriedade familiar e não familiar, assim como, os resultados do Teste-t de Student que permitem comparar as médias do custo do endividamento entre companhias com estrutura de propriedade familiar e não familiar.

Em seguida, apresentam-se as estatísticas descritivas referentes ao custo do endividamento das companhias que possuem gestão familiar e não familiar, bem como, os resultados do Teste-t de Student que permitem comparar as médias do custo do endividamento entre companhias com gestão familiar e não familiar.

Por fim, na última seção são apresentados os coeficientes das regressões que possibilitam analisar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida das companhias da amostra.

4.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Nesta seção realizou-se a análise do tipo de estrutura de propriedade das companhias da amostra. Para identificar o tipo de estrutura de propriedade utilizou-se a metodologia de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), que rastreou a cadeia de propriedade até identificar o último acionista controlador. O último acionista controlador é aquele que, de forma direta ou indireta, tem o controle da empresa. Os autores fizeram uma distinção entre cinco tipos de proprietários finais: 1) família ou um indivíduo; 2) Estado; 3) instituição financeira, como um banco ou uma companhia de seguros; 4) uma empresa amplamente difundida; 5) diversos, como uma cooperativa ou um grupo com nenhum investidor controlador.

No entanto, como o interesse central desta pesquisa é a estrutura de propriedade familiar, foi realizada a distinção apenas entre empresas familiares e não familiares. Este procedimento é similar ao realizado em estudos internacionais anteriores que verificaram a influência das famílias no custo da dívida, tais como Anderson, Mansi e Reeb (2003), Steijvers e Voordeckers (2009), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Khan et al.

(2013), Tanaka (2014), Hashim e Amrah (2016) e Ma, Ma e Tian (2017).

Na Tabela 1, descreve-se o tipo de estrutura de propriedade das companhias que compõem a amostra do período de 2011 a 2015. Cabe destacar que os dados sobre estrutura de propriedade correspondem ao ano t_{-1} em relação ao custo da dívida.

Tabela 1 – Tipo de estrutura de propriedade das companhias no período de 2011 a 2015

Tipo de estrutura de propriedade	2011		2012		2013		2014		2015	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Familiares	113	54	116	54	123	55	123	56	125	56
Não familiares	98	46	98	46	102	45	97	44	98	44
Total	211	100	214	100	225	100	220	100	223	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 1 que em todos os anos analisados o percentual de empresas da amostra com estrutura de propriedade familiar é superior ao percentual de empresas com estrutura não familiar. Em 2011 e 2012 54% eram familiares, em 2013 55%, em 2014 56% e em 2015 57% eram familiares.

Estes resultados corroboram os estudos clássicos de La Porta et al. (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Faccio e Lang (2002), e de estudos subsequentes, como os de Santiago-Castro e Brown (2007), Gutiérrez, Pombo e Taborda (2008), Villalonga e Amit (2009), Carney e Child (2013) e Lo et al. (2016) que investigaram questões relacionadas a estrutura de propriedade das empresas e também constataram que o número de companhias com estrutura de propriedade familiar era superior ao número de empresas não familiares.

É importante destacar que os problemas de agência nas empresas brasileiras resultam principalmente do desalinhamento de metas e objetivos entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, em vez de resultar do conflito de interesses entre administração e proprietários. Pela perspectiva principal-agente da Teoria da Agência, quando a gestão também é familiar, prevalecerão ainda mais os interesses da família (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; MOURA, 2014; MA; MA; TIAN, 2017).

Nesse sentido, de acordo com Cai, Luo e Wan (2012), as empresas podem apresentar diferenças significativas no grau de conflitos principal-agente e principal-principal, dependendo do tipo de gestão que possuem. Villalonga e Amit (2006) mencionam que é importante analisar a gestão de forma distinta da estrutura de propriedade, pois nem sempre a gestão da empresa é executada pelo controlador. Na estrutura de propriedade familiar, muitas

vezes, o responsável pela gestão é o próprio controlador ou um membro da família, entretanto nem sempre a gestão também é realizada pela família proprietária.

4.2 TIPO DE GESTÃO

Para identificação e análise da gestão familiar adotou-se metodologia similar a de Anderson, Mansi e Reeb (2003), Villalonga e Amit (2006), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014) e Ma, Ma e Tian (2017). Quando o “diretor presidente (Dir_Pres)”, o “presidente do Conselho de Administração (Pres_CA)”, e ainda, quando o “diretor presidente e o presidente do Conselho de Administração (DirPres_PresCA)”, de forma combinada, eram o fundador da empresa, ou então, um membro por sangue ou casamento pertencente à família controladora, considerou-se a gestão como familiar.

Na Tabela 2, faz-se a exposição do tipo de gestão. Os dados relacionados à gestão também correspondem ao ano t_1 (2011 a 2015) em relação ao custo da dívida.

Tabela 2 – Tipo de gestão das companhias no período de 2011 a 2015

Tipo de Gestão	Familiar	Percentual em relação às empresas que possuíam estrutura familiar	Percentual em relação ao total da amostra
2015			
DirPres_Fam	69	56	31
PresCA_Fam	85	69	39
DirPres&PresCA_Fam	59	48	27
2014			
DirPres_Fam	67	54	30
PresCA_Fam	83	67	38
DirPres&PresCA_Fam	57	46	26
2013			
DirPres_Fam	67	54	30
PresCA_Fam	85	69	38
DirPres&PresCA_Fam	57	46	25
2012			
DirPres_Fam	65	56	30
PresCA_Fam	87	75	41
DirPres&PresCA_Fam	61	53	29
2011			
DirPres_Fam	65	58	31
PresCA_Fam	83	73	39
DirPres&PresCA_Fam	63	56	30

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 2, em relação ao cargo de diretor presidente (DirPres_Fam) que, no ano de 2011, primeiro ano da análise, 65 empresas possuíam o fundador, ou, um membro por sangue ou casamento pertencente à família controladora ocupando este cargo. Quando se analisa o percentual em relação as 113 empresas (conforme Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar, constata-se que em 58% delas o diretor presidente era familiar.

Destaca-se que ao longo do período de 2011 a 2015 não ocorreram grandes variações, sendo que no ano de 2015, último ano da análise, 69 empresas possuíam o diretor presidente familiar, que em termos percentuais, equivalem a 56% das 125 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar.

Verifica-se que estes resultados são similares aos encontrados em pesquisas anteriores, que investigaram questões relacionadas à gestão familiar, como é o caso de McConaughy (2000), que demonstrou que entre 82 grandes companhias americanas familiares de capital aberto, 54,88% delas possuíam CEO familiar. Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001) demonstraram que entre 276 companhias abertas familiares da Espanha, em média, 47% possuíam um CEO familiar. Anderson e Reeb (2003) analisaram companhias abertas americanas e constataram que em aproximadamente 45% delas o diretor presidente era familiar. Cai, Luo, Wan (2012) demonstraram que, em média, 54,40% das companhias chinesas analisadas eram geridas por um CEO familiar.

Quanto ao cargo de presidente do conselho de administração (PresCA_Fam), no ano de 2011, primeiro ano da análise, nota-se na Tabela 2 que 83 empresas possuíam este cargo ocupado pelo fundador, ou, um membro da família. O percentual em relação as 113 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar é equivalente a 73%. Também não ocorreram grandes variações no período de 2011 a 2015. No ano de 2015, último ano da análise, 85 empresas possuíam o presidente do conselho familiar, ou seja, 69% dentre as 125 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar.

Os percentuais identificados nesta pesquisa, próximos a 70%, também são similares aos encontrados por Barontini e Caprio (2006), que entre as 314 companhias familiares de capital aberto pesquisadas, de 11 países da Europa Continental (Bélgica, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia e Suíça), no período de 1999 a 2001, 50% possuíam o presidente do conselho familiar. Schmid (2013) constatou que na Alemanha, em 78,85% das companhias da amostra o presidente do conselho de administração era familiar. Schmid (2013) ainda analisou um conjunto de companhias internacionais, que englobavam 9 países do Leste Asiático (Hong Kong, Indonésia, Japão, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas, Singapura, Taiwan e Tailândia) e de 13 países da Europa

Ocidental (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e Reino Unido), e constatou que das 4.007 companhias internacionais, 1.659 (41,40%) eram de estrutura de propriedade familiar. Dentre as companhias familiares, em 48,16% delas o presidente do conselho de administração era familiar.

No tocante aos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração (DirPres&PresCA_Fam), de forma combinada, ou seja, se ambos eram ocupados por membros da família, verifica-se que, no ano de 2011, 63 empresas possuíam estes cargos ocupados pelo fundador ou por um membro da família. O percentual em relação as 113 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar é equivalente a 56%. Outra vez, não ocorreram grandes variações no período de 2011 a 2015.

No ano de 2015, 59 empresas possuíam o CEO e o presidente do conselho de administração familiar, ou seja, 48% dentre as 125 empresas (Tabela 1) que possuíam estrutura de propriedade familiar. Esses percentuais são similares aos encontrados por Villalonga e Amit (2006), que entre 2.808 companhias abertas americanas, verificaram que 1.041 eram de estrutura de propriedade familiar. Dentre essas, 41,40% possuíam o CEO e o presidente do conselho de administração familiar.

De modo geral, o número de companhias que possuem gestão familiar, neste estudo, é significativo, principalmente quando comparado com o resultado encontrado em outras pesquisas anteriores. Destaca-se que uma gestão familiar, de acordo com a abordagem principal-agente da Teoria da Agência, poderá resultar em benefícios, pois o custo para reduzir as assimetrias de informação e o risco moral serão mais baixos e, assim, poderá influenciar para redução do custo de financiamento da dívida, conforme evidenciado por Ma, Ma e Tian (2017).

Todavia, pela perspectiva principal-principal, uma gestão familiar pode contribuir para o entrincheiramento familiar, aumentar a assimetria informacional entre famílias e minoritários e influenciar para aumento do custo da dívida, conforme os resultados apresentados nas pesquisas de Anderson, Mansi e Reeb (2003) e Lin et al. (2011).

O envolvimento do controlador na gestão, segundo Mork et al. (1988), é determinado pela influência que ele exerce nos principais cargos executivos, principalmente em relação ao cargo de CEO e de presidente do conselho de administração. Portanto, infere-se que, nas empresas da amostra, as famílias controladoras exercem influência significativa na gestão, visto que os percentuais de empresas com estrutura de propriedade familiar e que também possuem gestão familiar foram representativos.

4.3 CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Nesta seção, apresentam-se as estatísticas descritivas (mínimo, máximo, média, desvio padrão, assimetria e curtose) e os resultados do Teste-t, relacionados ao custo da dívida das companhias com estruturas de propriedade familiares e não familiares.

Na Tabela 3, mostram-se as estatísticas descritivas do custo da dívida das empresas com estrutura familiar, não familiar e da amostra total.

Tabela 3 – Custo de financiamento da dívida das companhias com estrutura familiar e não familiar do período de 2012 a 2016

Custo da dívida	Nº Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
PAINEL A							
ESTRUTURA DE PROPRIEDADE FAMILIAR							
2016	125	0,03	8,94	0,64	1,31	4,45	21,04
2015	123	0,02	7,67	0,65	1,16	3,88	17,23
2014	123	0,01	2,93	0,39	0,54	3,14	10,41
2013	116	0,01	4,09	0,39	0,63	3,56	14,42
2012	113	0,01	4,14	0,34	0,51	4,88	30,53
2012-2016	600	0,01	8,94	0,49	0,91	5,13	32,47
PAINEL B							
ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NÃO FAMILIAR							
2016	98	0,02	4,25	0,54	0,65	3,51	16,16
2015	97	0,02	4,79	0,51	0,66	4,21	22,20
2014	102	0,01	4,45	0,44	0,67	3,93	17,47
2013	98	0,01	1,75	0,36	0,36	2,12	4,42
2012	98	0,00	1,33	0,32	0,29	1,81	2,91
2012-2016	493	0,00	4,79	0,43	0,56	4,20	23,52
PAINEL C							
AMOSTRA TOTAL							
2016	223	0,02	8,94	0,59	1,07	4,93	28,28
2015	220	0,02	7,67	0,59	0,97	4,31	22,34
2014	225	0,01	4,45	0,41	0,60	3,67	15,60
2013	214	0,01	4,09	0,38	0,52	3,69	17,46
2012	211	0,00	4,14	0,33	0,42	4,86	35,21
2012-2016	1093	0,00	8,94	0,46	0,77	5,37	38,25

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível verificar na Tabela 3 que, ao longo de praticamente todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuem estrutura de propriedade familiar. Ressalta-se que apenas no ano de 2014 a média foi superior nas não familiares. Esses resultados indicam que as empresas com estrutura familiar podem

estar sujeitas a maiores problemas de agência. Sendo assim, acredita-se que o efeito entrincheiramento pode estar superando o efeito alinhamento nas companhias familiares.

Observa-se ainda, na Tabela 3, que o desvio padrão, nos anos de 2012 e 2013, 2015 e 2016 foi superior nas companhias familiares, indicando que existem maiores diferenças no custo da dívida entre as empresas que possuem controlador familiar. Por outro lado, no período de 2014 existem maiores diferenças no custo da dívida entre as empresas que não possuem famílias no controle.

Verifica-se também, na Tabela 3, que os dois grupos apresentaram assimetria positiva, significando que os indicadores do custo da dívida que mais se repetem ao longo dos anos são inferiores ao indicador médio, principalmente no caso das familiares, que possuem assimetria mais elevada na maioria dos anos. A curtose positiva mais elevada para as empresas de estrutura familiar confirma que os indicadores do custo da dívida estão menos concentrados em torno dos coeficientes médios.

De modo geral, o custo médio de financiamento da dívida elevou-se no período de 2012 a 2016. Ao analisar os dados da amostra total, é possível perceber na Tabela 3 que o indicador médio do custo da dívida elevou-se de 0,33 no ano de 2012 para 0,59 no ano de 2016. No caso das companhias com estrutura de propriedade não familiar o indicador médio elevou-se de 0,32 em 2012 para 0,54 em 2016. No grupo de empresas com estrutura familiar, o indicador médio do custo de financiamento da dívida elevou-se de 0,34 em 2012 para 0,64 em 2016.

Para verificar se as diferenças no custo da dívida entre os grupos de empresas com estrutura familiar e não familiar são estatisticamente significativas, calculou-se o Teste-t. Os resultados são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Teste de médias do custo da dívida entre companhias com estrutura familiar e não familiar do período de 2012 a 2016

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

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Levene, cujos resultados estão expostos na Tabela 4, permite averiguar a homogeneidade das variâncias. Neste caso, nota-se que as variâncias são diferentes nos anos de 2013, 2015 e 2016, haja vista que a significância associada aos testes foi de 0,05, 0,02 e 0,08 para os indicadores F de 4,04, 5,52 e 3,12, respectivamente. Quando o resultado do Teste de Levene é significativo, devem-se utilizar os valores do Teste-t de *Equal variances not assumed*, caso contrário usa-se *Equal variances assumed*, conforme orientam Hair Jr. et al. (2005). Sendo assim, nos anos de 2012 e 2014 utilizaram-se os valores do Teste-t de *Equal variances assumed*.

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

4.4 CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA E GESTÃO

Nesta seção, apresentam-se as estatísticas descritivas (mínimo, máximo, média, desvio padrão, assimetria e curtose) e os resultados do Teste-t, relacionados ao custo da dívida das companhias com gestões familiares e não familiares.

Na Tabela 5, evidenciam-se as estatísticas descritivas do custo da dívida das empresas com: a) estrutura de propriedade e diretor presidente familiar; b) estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar; c) estrutura de propriedade e diretor presidente não familiar.

Tabela 5 – Custo de financiamento da dívida do período de 2012 a 2016 das companhias com estrutura e diretor presidente familiar, estrutura familiar e diretor presidente não familiar e estrutura e diretor presidente não familiar

Custo da dívida	Nº Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
PAINEL A							
ESTRUTURA “FAMILIAR” E DIRETOR PRESIDENTE “FAMILIAR”							
2016	69	0,03	8,94	0,52	1,13	6,43	46,59
2015	67	0,04	7,67	0,50	0,99	6,13	43,24
2014	67	0,01	2,47	0,29	0,34	4,30	24,65
2013	65	0,01	2,93	0,29	0,42	4,47	24,60
2012	65	0,02	2,41	0,28	0,33	4,53	26,13
2012-2016	333	0,01	8,94	0,38	0,74	8,14	82,41
PAINEL B							
ESTRUTURA “FAMILIAR” E DIRETOR PRESIDENTE “NÃO FAMILIAR”							
2016	56	0,04	6,84	0,77	1,51	3,26	9,95
2015	56	0,02	6,62	0,83	1,32	2,63	7,13
2014	56	0,05	2,93	0,51	0,70	2,33	4,95
2013	51	0,02	4,09	0,52	0,80	2,78	8,32
2012	48	0,01	4,14	0,43	0,67	4,12	20,67
2012-2016	267	0,01	6,84	0,62	1,07	3,56	14,18
PAINEL C							
ESTRUTURA E DIRETOR PRESIDENTE “NÃO FAMILIAR”							
2016	98	0,02	4,25	0,54	0,65	3,51	16,16
2015	97	0,02	4,79	0,51	0,66	4,21	22,20
2014	102	0,01	4,45	0,44	0,67	3,93	17,47
2013	98	0,01	1,75	0,36	0,36	2,12	4,42
2012	98	0,00	1,33	0,32	0,29	1,81	2,91
2012-2016	493	0,00	4,79	0,43	0,56	4,20	23,52

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 5 que ao longo de todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuem estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar. Esses resultados indicam que as empresas com estrutura de propriedade familiar que não possuem diretor familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência. Portanto, no período de 2012 a 2016, quando o diretor presidente era familiar, o custo da dívida nas companhias analisadas era inferior, logo, acredita-se que o efeito alinhamento supera o efeito entrincheiramento nas companhias familiares quando o diretor presidente também é familiar.

Também é possível observar na Tabela 5 que o desvio padrão, ao longo de todo o período de 2012 a 2016, foi superior nas companhias que possuem estrutura familiar e diretor presidente não familiar, indicando que existem maiores diferenças no custo da dívida entre as empresas familiares que não possuem membros da família nos cargos de diretor presidente.

Verifica-se, ainda na Tabela 5, que os três grupos apresentaram assimetria positiva,

significando que os indicadores do custo da dívida que mais se repetem ao longo dos anos são inferiores ao indicador médio, principalmente no caso das empresas que possuem estrutura e diretor presidente familiar, visto, que possuem assimetria mais elevada em todos os anos. A curtose positiva e mais elevada para as empresas com estrutura e diretor presidente familiar confirma que os indicadores do custo da dívida estão menos concentrados em torno dos coeficientes médios.

Para verificar se as diferenças no custo da dívida entre os três grupos de empresas são estatisticamente significativas, calculou-se o Teste-t. Os resultados são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura e diretor presidente familiar, estrutura familiar e diretor presidente não familiar e estrutura e diretor presidente não familiar

PAINEL A – TESTE DE MÉDIAS 1								
Custo da dívida	Estrut_Fam e DirPres_Fam		Estrut_Fam e DirPres_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	69	0,52	56	0,77	3,34	0,07	-1,04	0,09
2015	67	0,50	56	0,83	6,48	0,01	-1,53	0,03
2014	67	0,29	56	0,51	14,51	0,00	-2,18	0,03
2013	65	0,29	51	0,52	10,12	0,00	-1,89	0,06
2012	65	0,28	48	0,43	5,99	0,02	-1,45	0,05
2012-2016	333	0,38	267	0,62	24,96	0,00	-3,15	0,00

PAINEL B – TESTE DE MÉDIAS 2								
Custo da dívida	Estrut_Fam e DirPres_Fam		Estrut_NãoFam e DirPres_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	69	0,52	98	0,54	0,18	0,67	-0,10	0,92
2015	67	0,50	97	0,51	0,21	0,65	-0,06	0,95
2014	67	0,29	102	0,44	4,88	0,03	-1,88	0,06
2013	65	0,29	98	0,36	0,21	0,65	-1,07	0,10
2012	65	0,28	98	0,32	0,62	0,43	-0,87	0,38
2012-2016	333	0,38	493	0,43	0,21	0,65	-1,19	0,24

PAINEL C – TESTE DE MÉDIAS 3								
Custo da dívida	Estrut_Fam e DirPres_NaoFam		Estrut_NãoFam e DirPres_NaoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	56	0,77	98	0,54	8,79	0,00	1,13	0,03
2015	56	0,83	97	0,51	15,16	0,00	1,68	0,05
2014	56	0,51	102	0,44	1,52	0,22	0,67	0,10
2013	51	0,52	98	0,36	13,89	0,00	1,43	0,07
2012	48	0,43	98	0,32	6,92	0,01	1,09	0,08
2012-2016	267	0,62	493	0,43	38,27	0,00	2,69	0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 6, é possível observar que o teste de Levene indicou variâncias diferentes nos três painéis (A, B e C), haja vista que houve significância em vários anos. Sendo assim, nesses casos, utilizaram-se os valores do Teste-t de *Equal variances not assumed*, conforme orientam Hair JR. et al. (2005), para os casos em que se assume a homogeneidade. Ressalta-se que nos anos em que o teste de Levene não foi significativo foram utilizados os valores do Teste-t de *Equal variances assumed*.

Em relação ao custo da dívida, inicialmente, ao comparar os dois grupos que possuem estrutura de propriedade familiar, percebe-se no Painel A da Tabela 6 que as médias do primeiro grupo, das empresas que também possuem o diretor presidente familiar, são estatisticamente inferiores às médias do segundo grupo, em todos os anos. Inclusive quando se comparam as médias de todo o período de 2012 a 2016 (0,38 e 0,62). Assim, depreende-se que, dentre as empresas familiares, àquelas com diretor presidente familiar possuem menor custo de financiamento da dívida.

No entanto, quando comparam-se as médias do custo da dívida do grupo das empresas que possuem estrutura de propriedade familiar combinada com diretor presidente familiar, com o grupo de empresas não familiares, verifica-se no Painel B que as médias são estatisticamente diferentes apenas nos anos de 2013 e 2014. Apesar do indicador médio do período de 2012 a 2016 nas familiares, equivalente a 0,38, ser inferior ao indicador médio de 0,43 das não familiares, a falta de significância não permite afirmar que o custo da dívida é inferior nas familiares, no período.

No painel C da Tabela 6, nota-se ainda, ao comparar o grupo de empresas que possuem estrutura familiar e gestão não familiar, com o grupo de empresas não familiares, que as médias do primeiro grupo, são estatisticamente superiores às médias do segundo grupo, em todos os anos, seja quando o Teste-t foi aplicado em cada ano, seja quando foi aplicado com os dados de todo o período de 2012 a 2016. Logo, depreende-se que a possibilidade de existência de conflitos de agência entre principal-agente é superior no grupo que possui estrutura de propriedade familiar e diretor presidente não familiar.

Na Tabela 7, apresentam-se as estatísticas descritivas do custo da dívida das companhias com: a) estrutura de propriedade familiar e presidente do conselho de administração familiar; b) estrutura de propriedade familiar e presidente do conselho não familiar; c) estrutura de propriedade e presidente do conselho não familiar.

Tabela 7 – Custo da dívida do período de 2012 a 2016 das companhias com estrutura e presidente do conselho familiar, estrutura familiar e presidente do conselho não familiar e estrutura e presidente do conselho não familiar

Custo da dívida	Nº Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
PAINEL A - ESTRUTURA "FAMILIAR" E PRESIDENTE DO CONSELHO "FAMILIAR"							
2016	85	0,03	8,94	0,61	1,30	4,82	24,97
2015	83	0,02	7,67	0,58	1,11	4,83	26,16
2014	85	0,01	2,92	0,35	0,48	3,30	12,11
2013	87	0,01	2,93	0,32	0,47	3,67	15,06
2012	83	0,01	2,41	0,29	0,33	3,72	18,26
2012-2016	423	0,01	8,94	0,43	0,84	6,33	49,09
PAINEL B - ESTRUTURA "FAMILIAR" E PRESIDENTE DO CONSELHO "NÃO FAMILIAR"							
2016	40	0,05	6,15	0,72	1,39	3,37	11,21
2015	40	0,04	4,28	0,95	1,32	1,75	1,60
2014	38	0,02	2,93	0,55	0,75	2,53	6,07
2013	29	0,11	4,09	0,95	1,18	1,88	3,16
2012	30	0,04	4,14	0,70	1,06	2,84	8,66
2012-2016	177	0,02	6,15	0,77	1,16	2,56	6,33
PAINEL C - ESTRUTURA E PRESIDENTE DO CONSELHO "NÃO FAMILIAR"							
2016	98	0,02	4,25	0,54	0,65	3,51	16,16
2015	97	0,02	4,79	0,51	0,66	4,21	22,20
2014	102	0,01	4,45	0,44	0,67	3,93	17,47
2013	98	0,01	1,75	0,36	0,36	2,12	4,42
2012	98	0,00	1,33	0,32	0,29	1,81	2,91
2012-2016	493	0,00	4,79	0,43	0,56	4,20	23,52

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 7 que ao longo de todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas com estrutura de propriedade familiar que não apresentavam membros da família no cargo de presidente do conselho de administração. Tais resultados demonstram, outra vez, que as empresas de estrutura familiar que não possuem gestão familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência. Portanto, assim como ocorreu em relação à análise do diretor presidente, acredita-se que o efeito alinhamento supera o efeito entrincheiramento nas companhias familiares.

Observa-se ainda, na Tabela 7, que, de modo geral, considerando todo o período de 2012 a 2016, o indicador médio do custo da dívida foi equivalente a 0,43, tanto no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade e presidente do conselho de administração familiares, quanto no grupo de empresas com estrutura e presidente do conselho não familiares.

Na Tabela 7, é possível verificar também que o desvio padrão foi superior, na maioria dos anos, nas companhias que possuem estrutura familiar e presidente do conselho de

administração não familiar, indicando que existem maiores diferenças no custo da dívida nesse tipo de empresas. É possível perceber ainda, na Tabela 7, que os três grupos apresentaram assimetria positiva, denotando que os indicadores do custo da dívida que mais se repetem ao longo dos anos são inferiores ao indicador médio, principalmente no caso das empresas com estrutura e presidente do conselho de administração familiar. A curtose positiva aponta que os indicadores do custo da dívida estão menos concentrados em torno dos coeficientes médios.

Para confirmar se existem diferenças estatisticamente significativas no custo da dívida entre os três grupos de empresas calculou-se o Teste t. Os resultados são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 – Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura e presidente do conselho familiar, estrutura familiar e presidente do conselho não familiar e estrutura e presidente do conselho não familiar

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

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 8, o teste de Levene evidencia variâncias diferentes no Painel A e no Painel C, visto que existem indicadores F significantes. Então, nesses casos foram utilizados os valores do Teste-t de *Equal variances not assumed*. Para os anos em que o teste de Levene não foi significativo foram utilizados os valores do Teste-t de *Equal variances assumed*.

É possível perceber no Painel A da Tabela 8 que as médias do primeiro grupo, das empresas possuem estrutura e o presidente do conselho familiar, são estatisticamente inferiores às médias do segundo grupo, em que o presidente do conselho de administração não é familiar, em todos os anos. Portanto, dentre as empresas familiares, àquelas com presidente do conselho familiar possuem menor custo de financiamento da dívida.

Quando se comparam as médias do custo da dívida do grupo das empresas que possuem estrutura de propriedade familiar combinada com presidente do conselho familiar, com o grupo de empresas não familiares, nota-se no Painel B que as médias não são estatisticamente diferentes. Além disso, o indicador médio do período de 2012 a 2016 nas familiares, equivalente a 0,43, é igual ao indicador médio, também de 0,43, das não familiares. Assim não é possível afirmar que o custo da dívida é diferente entre as empresas destes dois grupos, no período investigado.

No painel C da Tabela 8, verifica-se que as médias do grupo de empresas que possuem estrutura familiar e presidente do conselho de administração não familiar são estatisticamente superiores às médias do grupo de empresas não familiares, em todos os anos, seja quando o Teste-t foi aplicado em cada ano, seja quando foi aplicado com os dados de todo o período de 2012 a 2016. Deste modo, ao comparar os três grupos, depreende-se que a possibilidade de existência de conflitos de agência, entre principal-agente, é superior no grupo que possui estrutura de propriedade familiar e presidente não familiar.

Na Tabela 9, apresentam-se as estatísticas descritivas do custo da dívida das companhias com: a) estrutura de propriedade familiar, diretor presidente e presidente do conselho de administração também familiar; b) estrutura de propriedade familiar, mas com diretor presidente e presidente do conselho de administração não familiar; c) estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho de administração não familiar.

Tabela 9 – Custo da dívida do período de 2012 a 2016 das companhias com estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar; estrutura familiar, diretor presidente e presidente do conselho não familiar; e estrutura, diretor presidente e presidente do conselho não familiar

Custo da dívida	Nº Empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
PAINEL A - ESTRUTURA “FAMILIAR”, PRESIDENTE DO CONSELHO E DIRETOR PRESIDENTE “FAMILIAR”							
2016	59	0,03	8,94	0,52	1,20	6,20	42,48
2015	57	0,04	7,67	0,51	1,05	5,99	40,17
2014	57	0,01	2,47	0,30	0,36	4,23	23,02
2013	61	0,01	2,93	0,30	0,43	4,32	22,97
2012	63	0,02	2,41	0,28	0,34	4,47	25,38
2012-2016	297	0,01	8,94	0,38	0,77	8,03	78,61
PAINEL B - ESTRUTURA “FAMILIAR”, PRESIDENTE DO CONSELHO E DIRETOR PRESIDENTE “NÃO FAMILIAR”							
2016	66	0,04	6,84	0,72	1,41	3,49	11,78
2015	66	0,02	6,62	0,77	1,24	2,82	8,47
2014	66	0,02	2,93	0,47	0,65	2,56	6,31
2013	55	0,02	4,09	0,50	0,78	2,92	9,22
2012	50	0,01	4,14	0,42	0,66	4,21	21,55
2012-2016	303	0,01	6,84	0,59	1,02	3,74	15,91
PAINEL C - ESTRUTURA, PRESIDENTE DO CONSELHO E DIRETOR PRESIDENTE “NÃO FAMILIAR”							
2016	98	0,02	4,25	0,54	0,65	3,51	16,16
2015	97	0,02	4,79	0,51	0,66	4,21	22,20
2014	102	0,01	4,45	0,44	0,67	3,93	17,47
2013	98	0,01	1,75	0,36	0,36	2,12	4,42
2012	98	0,00	1,33	0,32	0,29	1,81	2,91
2012-2016	493	0,00	4,79	0,43	0,56	4,20	23,52

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível observar na Tabela 9 que, ao longo de todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo da dívida, mais uma vez, foram superiores no grupo de empresas que não possuem membros da família nos cargos de gestão. Novamente os resultados indicam que as empresas de estrutura familiar que não possuem gestão familiar podem estar sujeitas a maiores problemas de agência. Portanto, no período de 2012 a 2016, de modo geral, quando o diretor presidente e o presidente do conselho de administração eram familiares, o custo da dívida nas companhias analisadas era inferior, logo, acredita-se que o efeito alinhamento supera o efeito entrenchamento nas companhias familiares.

Na Tabela 9 também é possível constatar que o desvio padrão foi superior nas companhias com estrutura familiar e gestão não familiar, indicando que existem maiores diferenças no custo da dívida entre esse tipo de empresas. Além disso, verifica-se, ainda na Tabela 9, que os três grupos apresentaram assimetria positiva, significando que os indicadores

do custo da dívida que mais se repetem ao longo dos anos são inferiores ao indicador médio, principalmente no caso das familiares, que possuem assimetria mais elevada na maioria dos anos. A curtose positiva, também mais elevada para as empresas de gestão familiar confirma que os indicadores do custo da dívida estão menos concentrados em torno dos coeficientes médios.

Para confirmar se as diferenças no custo da dívida são estatisticamente significativas, entre os três grupos de empresas, calculou-se o Teste-t. Os resultados são descritos na Tabela 10.

Tabela 10 – Teste de médias do custo da dívida do período de 2012 a 2016 entre companhias com estrutura de propriedade, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar; estrutura familiar, diretor presidente e presidente do conselho não familiar; e estrutura, diretor presidente e presidente do conselho não familiar

PAINEL A - TESTE DE MÉDIAS 1								
Custo da dívida	Estrut_Fam, DirPres_Fam e PresCA_Fam		Estrut_Fam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	59	0,52	66	0,72	1,66	0,20	-1,78	0,04
2015	57	0,51	66	0,77	3,81	0,05	-1,28	0,10
2014	57	0,30	66	0,47	8,71	0,00	-1,89	0,06
2013	61	0,30	55	0,50	7,46	0,01	-1,72	0,08
2012	63	0,28	50	0,42	5,12	0,03	-1,48	0,09
2012-2016	297	0,38	303	0,59	16,77	0,00	-2,81	0,01
PAINEL B - TESTE DE MÉDIAS 2								
Custo da dívida	Estrut_Fam, DirPres_Fam e PresCA_Fam		Estrut_NãoFam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	59	0,52	98	0,54	0,41	0,52	0,01	0,99
2015	57	0,51	97	0,51	0,38	0,54	-0,01	0,99
2014	57	0,30	102	0,44	3,66	0,06	-1,72	0,09
2013	61	0,30	98	0,36	0,05	0,83	-0,94	0,35
2012	63	0,28	98	0,32	0,46	0,50	-0,81	0,42
2012-2016	297	0,38	493	0,43	0,03	0,86	-1,06	0,29
PAINEL C - TESTE DE MÉDIAS 3								
Custo da dívida	Estrut_Fam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Estrut_NãoFam, DirPres_NãoFam e PresCA_NãoFam		Teste de Levene		Teste-t	
	Nº	Média	Nº	Média	F	Sig	t	Sig
2016	66	0,72	98	0,54	6,62	0,01	1,14	0,06
2015	66	0,77	97	0,51	12,12	0,00	1,75	0,08
2014	66	0,47	102	0,44	0,61	0,44	0,34	0,73
2013	55	0,50	98	0,36	11,65	0,00	1,30	0,08
2012	50	0,42	98	0,32	6,20	0,01	1,03	0,10
2012-2016	303	0,59	493	0,43	29,98	0,00	2,46	0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Levene exposto na Tabela 10 permite averiguar que existem variâncias diferentes no Painel A, B e C, visto que existem indicadores F significantes. Por isso, nesses casos foram utilizados os valores do Teste-t de *Equal variances not assumed*. Para os anos em que o teste de Levene não foi significativo foram utilizados os valores do Teste-t de *Equal variances assumed*.

É possível perceber no Painel A da Tabela 10, ao comparar os dois grupos que possuem estrutura de propriedade familiar, que as médias do primeiro grupo, das empresas que também possuem o diretor presidente e o presidente do conselho de administração familiar, são estatisticamente inferiores às médias do segundo grupo, em todos os anos. Inclusive quando se comparam as médias de todo o período de 2012 a 2016 (0,38 e 0,59). Assim, depreende-se que, dentre as empresas familiares, àquelas com diretor presidente e presidente do conselho familiar possuem menor custo de financiamento da dívida.

Observa-se ainda, no Painel B da Tabela 10, quando comparam-se as médias do custo da dívida do grupo das empresas que possuem estrutura de propriedade familiar combinada com diretor presidente e presidente do conselho familiar, com o grupo de empresas não familiares, que a média é estatisticamente diferente apenas no ano de 2014. Além disso, apesar do indicador médio do período de 2012 a 2016 nas familiares, equivalente a 0,38, ser inferior ao indicador médio de 0,43 das não familiares, a falta de significância não permite afirmar que o custo da dívida é inferior nas familiares, no período.

No painel C, nota-se ainda, ao comparar o grupo de empresas que possuem estrutura familiar e gestão não familiar, com o grupo de empresas não familiares, que as médias do primeiro grupo, são estatisticamente superiores às médias do segundo grupo, na maioria dos anos. Então, outra vez, depreende-se que a possibilidade de existência de conflitos de agência entre principal-agente é superior no grupo de empresas que possuem estrutura de propriedade familiar e gestão não familiar.

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

Portanto, os resultados indicam que na amostra da pesquisa prevalece a abordagem principal-agente da teoria da agência, em que um maior alinhamento entre controle e gestão

(controle familiar e gestão familiar) resulta em benefícios, pois o custo para reduzir as assimetrias de informação e o risco moral tornam-se mais baixos e, assim, há influência para redução do custo de financiamento da dívida, conforme evidenciado por Ma, Ma e Tian (2017).

4.5 INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DA GESTÃO FAMILIAR NO CUSTO DE FINANCIAMENTO DA DÍVIDA

Nesta seção, apresentam-se os resultados da análise multivariada (regressão por mínimos quadrados ordinários), que possibilitaram verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida das companhias da amostra.

Na Tabela 11 estão expostos os coeficientes das regressões da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida. Ressalta-se que as regressões expostas na Tabela 11 foram geradas a partir dos dados de todas as companhias da amostra.

Tabela 11 - Coeficientes da regressão da influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo da dívida da amostra composta por todas as companhias

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

*** Significativo a 1%

** Significativo a 5%

* Significativo a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 11 que os R^2 ajustados ficaram entre 24% e 29%. Estes R^2 ajustados são similares aos registrados em outras pesquisas anteriores da mesma natureza, tais como de Boubakri e Ghouma (2010), que possuíam R^2 de 24 e 25%, de Lin et al. (2011) com R^2 entre 20% e 30%, Hashim e Amrah (2016) com R^2 de 21% e 35% e Ma, Ma e Tian (2017) que possuíam R^2 de 20% e 30%. Deste modo, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

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

É possível perceber, ainda na Tabela 11, que a variável “Estrut_Fam”, que capta a existência de estrutura de propriedade familiar nas empresas, apresentou coeficiente positivo de 0,35 no modelo 1, quando analisada de forma individual e, também, no modelo 5, quando analisada de forma conjunta com as variáveis de gestão, no entanto, os coeficientes não são estatisticamente significantes. Todavia, apesar da falta de significância, os coeficientes positivos dão indícios de influência do controle familiar para um maior custo da dívida.

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

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

Estes resultados fortalecem os achados da análise univariada deste estudo e estão em

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

Nota-se ainda, na Tabela 11, que dentre as variáveis de controle, quatro revelaram-se estatisticamente significantes. Trata-se das variáveis “Governança”, “Tamanho” e “ROA” que apresentaram coeficientes positivos e da variável “Crescim” com coeficientes negativos. De modo contrário as variáveis “Idade_Cia” e “Endividamento” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

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

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

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

No caso da variável “Crescim”, que apresentou coeficientes positivos, a justificativa recai sobre o fato de que as empresas que se encontram em constante crescimento também podem estar sujeitas a um maior risco e, portanto, tendem a apresentar maiores custos de endividamento, de acordo com Bliss e Gul (2012), Tanaka (2014), Shailer e Wang (2015) e Ma, Ma e Tian (2017).

Na Tabela 12 estão expostos os coeficientes das regressões da influência da gestão familiar no custo da dívida da subamostra composta apenas por companhias que possuem

estrutura de propriedade familiar.

Tabela 12 - Coeficientes da regressão da influência da gestão familiar no custo da dívida da subamostra composta por companhias de estrutura de propriedade familiar

<i>Variáveis</i>	<i>Modelo 1</i>	<i>Modelo 2</i>	<i>Modelo 3</i>	<i>Modelo 4</i>
(Constante)	1,78***	1,80***	1,74***	2,01***
DirPres_Fam	-0,37***			-0,42***
PresCA_Fam		-0,33***		-0,35**
DirPres&PresCA_Fam			-0,23***	-0,25**
Idade_Cia	-0,03	-0,02	-0,05	-0,02
Governança	-0,28**	-0,33***	-0,28**	-0,35***
Endividamento	0,11	0,10	0,12	0,10
Tamanho	-0,20***	-0,18***	-0,20***	-0,19***
ROA	-0,10	-0,13	-0,11	-0,05
Crescim	0,07	0,05	0,06	0,06
R-quadrado ajustado	0,26	0,27	0,24	0,27
F-Anova	6,05***	5,24***	7,30***	25,05***
VIF/Tolerance	<10	<10	<10	<10
Durbin Watson	1,96	1,95	1,97	1,98

*** Significativo a 1%

** Significativo a 5%

* Significativo a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível verificar na Tabela 12 que os R² ajustados ficaram entre 24% e 27%. Novamente similares aos registrados nas pesquisas anteriores de Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Hashim e Amrah (2016) e Ma, Ma e Tian (2017). Sendo assim, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

Nota-se que os testes F-ANOVA foram significantes (0,01), ou seja, o conjunto de variáveis independentes exerce influência sobre as variáveis dependentes em todos os modelos. Os resultados das estatísticas de Durbin-Watson (entre 1,95 e 1,98) demonstraram que não existem problemas de autocorrelação dos resíduos. Os fatores de inflação de variância (VIF e Tolerance) demonstram que não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes dos modelos.

É possível observar, ainda na Tabela 12, que outra vez as três variáveis relacionadas ao tipo de gestão “DirPres_Fam”, “PresCA_Fam” e “DirPres&PresCA” revelaram-se significantes estatisticamente e com coeficientes negativos, seja quando analisadas de forma individual ou quando analisadas de forma conjunta. Estes resultados indicam que, na subamostra composta apenas por empresas que possuem estrutura de propriedade familiar, a

gestão familiar influencia para redução do custo de financiamento da dívida, principalmente quando o diretor presidente é familiar, uma vez que os coeficientes foram mais elevados para esta variável.

Estes resultados, mais uma vez, estão em consonância com os resultados de Ma, Ma e Tian (2017) e alinhados com a perspectiva principal-agente da teoria da agência, ou seja, em empresas com estrutura de propriedade e gestão familiar, há maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor, no comparativo com empresas que possuem estrutura familiar e gestão não familiar.

Dentre as variáveis de controle, verifica-se na Tabela 12 que apenas duas revelaram-se estatisticamente significantes. Trata-se das variáveis “Governança” e “Tamanho”, que apresentaram coeficientes negativos. De modo contrário as variáveis “Idade_Cia”, “Endividamento”, “ROA” e “Crescim” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

Portanto, na subamostra composta apenas por empresas que possuem estrutura de propriedade familiar, a governança corporativa é importante para a redução de problemas de agência, da assimetria de informações e ajuda a proteger, inclusive, os interesses dos credores. Por isso, empresas que possuem melhores práticas de governança tendem a apresentar menores custos da dívida, conforme salientam Barros, Silva e Voese (2015) e Fonseca e Silveira (2016).

Quanto ao tamanho das empresas, os resultados, novamente confirmam que empresas maiores, por se beneficiarem de economias de escala e desempenho estável. Também por apresentarem capacidade superior para suportar choques negativos nos fluxos de caixa, são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos de financiamento da dívida, conforme descreveram autores como Anderson, Mansi e Reeb (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014), Hashim e Amrah (2016) e Ma, Ma e Tian (2017).

Na Tabela 13 estão expostos os coeficientes das regressões da influência da gestão familiar no custo da dívida da subamostra composta apenas por companhias que possuem estrutura de propriedade familiar e gestão familiar mais as companhias que possuem estrutura de propriedade e gestão não familiar. Ou seja, as companhias com estrutura familiar e gestão não familiar não fizeram parte desta análise.

Tabela 13 - Coeficientes da regressão da influência da gestão familiar no custo da dívida da subamostra composta por companhias de estrutura de propriedade e gestão familiar e estrutura de propriedade e gestão não familiar

<i>Variáveis</i>	<i>Modelo 1</i>	<i>Modelo 2</i>	<i>Modelo 3</i>
(Constante)	1,28***	1,27***	1,32***
DirPres_Fam	-0,12		
PresCA_Fam		-0,07	
DirPres&PresCA_Fam			-0,13
Idade_Cia	-0,04	-0,04	-0,05
Governança	-0,08**	-0,15**	-0,14**
Endividamento	0,12	0,12	0,19
Tamanho	-0,12***	-0,13***	-0,14***
ROA	-0,04*	-0,03*	-0,05*
Crescim	0,04	0,02	0,02
R-quadrado ajustado	0,23	0,26	0,24
F-Anova	5,86***	4,80***	5,05***
VIF/Tolerance	<10	<10	<10
Durbin Watson	1,90	1,92	1,96

*** Significativo a 1%

** Significativo a 5%

* Significativo a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 13 que os R^2 ajustados ficaram entre 23% e 26%. Também similares aos registrados nas pesquisas de Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Hashim e Amrah (2016) e Ma, Ma e Tian (2017). Sendo assim, o percentual explicado pelas variáveis independentes pode ser considerado aceitável.

Nota-se que os testes F-ANOVA foram significantes, indicando que o conjunto de variáveis independentes exerce influência sobre as variáveis dependentes em todos os modelos. Os resultados das estatísticas de Durbin-Watson (entre 1,90 e 1,96) demonstraram que não existem problemas de autocorrelação dos resíduos. Os fatores de inflação de variância (VIF e Tolerance) evidenciam que não há problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes dos modelos.

Verifica-se ainda, na Tabela 13, que na amostra composta apenas por companhias que possuem estrutura de propriedade e gestão familiar e por companhias que possuem estrutura de propriedade e gestão não familiar, as três variáveis relacionadas ao tipo de gestão “DirPres_Fam”, “PresCA_Fam” e “DirPres&PresCA”, outra vez, apresentaram coeficientes negativos. Todavia, não foram estatisticamente significantes. Apesar da falta de significância,

o coeficiente negativo dá indícios de que o custo de financiamento da dívida reduz quando a estrutura de propriedade e a gestão são familiares.

Deste modo, novamente, os resultados estão em consonância com os de Ma, Ma e Tian (2017) e alinhados com a perspectiva principal-agente da teoria da agência, ou seja, indicando que, em empresas com estrutura de propriedade e gestão familiar, há maior alinhamento de interesses.

Nota-se ainda, na Tabela 13, que dentre as variáveis de controle, apenas três revelaram-se estatisticamente significantes. São as variáveis “Governança”, “Tamanho” e “ROA” que apresentaram coeficientes negativos. De modo contrário as variáveis “Idade_Cia”, “Endividamento” e “Crescim” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes.

No que tange à governança corporativa, os resultados, outra vez confirmam que boas práticas de governança podem contribuir para a redução dos custos da dívida, conforme descrevem Barros, Silva e Voese (2015) e Fonseca e Silveira (2016).

Em relação ao tamanho das empresas, também se confirmou que empresas maiores, por se beneficiarem de economias de escala e desempenho estável. Também por apresentarem capacidade superior para suportar choques negativos nos fluxos de caixa, são vistas como menos arriscadas pelos credores e tendem a ter menores custos de financiamento da dívida, conforme descreveram Anderson, Mansi e Reeb (2003), Boubakri e Ghouma (2010), Lin et al. (2011), Tanaka (2014), Hashim e Amrah (2016) e Ma, Ma e Tian (2017).

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

4.6 SÍNTESE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresenta-se a síntese dos principais resultados relacionados aos objetivos da pesquisa. Inicia-se pelo Quadro 16, com a apresentação da síntese dos resultados associados ao objetivo específico “a”.

Quadro 16 – Síntese dos resultados referentes ao tipo de estrutura de propriedade das companhias

Objetivo específico	Síntese dos resultados
Objetivo específico a) Identificar o tipo de estrutura de propriedade das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar).	Em todos os anos analisados o percentual de empresas da amostra com estrutura de propriedade familiar foi superior ao percentual de empresas com estrutura não familiar.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se no Quadro 16 que o percentual de empresas da amostra com estrutura de propriedade familiar foi superior ao percentual de empresas com estrutura não familiar. Estes resultados corroboraram os estudos clássicos de La Porta et al. (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Faccio e Lang (2002), e de estudos subsequentes, como os de Santiago-Castro e Brown (2007), Gutiérrez, Pombo e Tabora (2008), Villalonga e Amit (2009), Carney e Child (2013) e Lo et al. (2016) que investigaram questões relacionadas a estrutura de propriedade das empresas e também constataram que o número de companhias com estrutura de propriedade familiar era superior ao número de companhias não familiares.

No Quadro 17 apresenta-se a síntese dos resultados referentes ao tipo de gestão, que estão relacionados ao objetivo específico “b”.

Quadro 17 – Síntese dos resultados referentes a gestão

Objetivo específico e hipótese	Síntese dos resultados
Objetivo específico b) Averiguar o tipo de gestão das companhias abertas listadas na B3 (familiar/não familiar).	O número de companhias que possuíam gestão familiar era representativo, principalmente quando comparado com o resultado encontrado em outras pesquisas anteriores.

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível observar no Quadro 17 que o número de companhias que possuíam gestão familiar foi representativo. Verificou-se que as famílias controladoras exerciam influência significativa na gestão, visto que os percentuais de empresas com estrutura de propriedade familiar que também possuíam gestão familiar (em torno de 55% com diretor presidente familiar, 70% com presidente do conselho familiar e 50% com diretor e presidente do conselho, de modo combinado, familiares) foram significativos.

Estes resultados são similares aos encontrados em pesquisas anteriores, que investigaram questões relacionadas à gestão familiar, como é o caso de McConaughy (2000) Gómez-Mejía, Nunez-Nickel e Gutierrez (2001), Anderson e Reeb (2003), Barontini e Caprio (2006), Villalonga e Amit (2006), Cai, Luo, Wan (2012), Schmid (2013) e Ma, Ma e Tian (2017).

No Quadro 18 apresenta-se a síntese dos resultados referentes ao custo de financiamento da dívida das companhias da amostra.

Quadro 18 – Síntese dos resultados referentes ao custo de financiamento da dívida

Objetivo específico e hipótese	Síntese dos resultados
Objetivo específico c) Identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3.	As médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar. As empresas que possuíam gestão familiar apresentaram, na maioria dos anos analisados, um custo da dívida menor, principalmente quando comparadas com empresas de estrutura familiar e gestão não familiar.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao comparar as médias do custo da dívida do grupo de empresas que possuíam estrutura familiar com o grupo de empresas com estrutura não familiar, constatou-se que ao longo de praticamente todo o período de 2012 a 2016 as médias foram superiores no grupo com estrutura de propriedade familiar.

Em seguida, ao comparar o grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar e gestão familiar, com o grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar e gestão não familiar e, ainda, com o grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade e gestão não familiar, verificou-se que as empresas que possuíam gestão familiar apresentaram, na maioria dos anos analisados, um custo da dívida menor, principalmente quando comparadas com empresas de estrutura familiar e gestão não familiar.

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

No Quadro 19 apresenta-se a síntese dos resultados referentes a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida.

Quadro 19 – Síntese dos resultados referentes a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida

Objetivo específico e hipótese	Síntese dos resultados
Objetivo específico d) Relacionar estrutura de propriedade e gestão com o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3.	Os resultados demonstraram que somente a gestão familiar influencia na redução do custo de financiamento da dívida.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados relacionados ao objetivo específico d) indicaram que somente a gestão familiar influencia para redução do custo de financiamento da dívida, principalmente quando o diretor presidente é familiar, uma vez que os coeficientes foram mais elevados para esta variável. Sendo assim, os resultados fortaleceram os achados da análise univariada do estudo e, outra vez, encontraram-se em consonância com os resultados de Ma, Ma e Tian (2017), que também apontaram influência da gestão familiar para um menor custo da dívida em companhias abertas chinesas.

Portanto, os resultados novamente apresentaram-se alinhados com a perspectiva principal-agente da teoria da agência, ou seja, presume-se que nas empresas situadas no Brasil, com estrutura de propriedade e gestão familiar, tende a haver maior alinhamento de interesses entre o controlador e o gestor. Em razão do efeito alinhamento tornar-se dominante, o custo da de financiamento da dívida tende a ser menor.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Neste capítulo são apresentadas as conclusões da pesquisa realizada e recomendações para futuras pesquisas sobre o tema investigado.

5.1 CONCLUSÕES

O objetivo do estudo foi verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, quantitativa e conduzida por meio de análise documental, com consulta aos Formulários de Referência, Banco de dados Económica, *site* da BM&FBovespa e *websites* das organizações. A amostra foi composta por 211 companhias em 2012, 214 em 2013, 225 em 2014, 220 em 2015 e 223 em 2016.

Nesse sentido, em relação ao primeiro objetivo específico, de identificar o tipo de estrutura de propriedade das companhias abertas listadas na B3, os resultados permitiram verificar que em todos os anos analisados o percentual de empresas da amostra com estrutura de propriedade familiar era superior ao percentual de empresas com estrutura não familiar. Destaca-se que ao longo do período de 2011 a 2015 não ocorreram grandes variações, sendo que no ano de 2011, primeiro ano de análise, 54% eram de estrutura familiar e no ano de 2015, último ano da análise, 57% eram familiares.

Os resultados corroboraram os estudos clássicos de La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000), Faccio e Lang (2002) e de estudos subsequentes, como os de, Santiago-Castro e Brown (2007), Gutiérrez, Pombo e Tabora (2008), Villalonga e Amit (2009), Carney e Child (2013) e Lo et al. (2016) que investigaram questões relacionadas a estrutura de propriedade das empresas e também constataram que o número de companhias com estrutura de propriedade familiar era superior ao número de empresas não familiares.

No tocante ao segundo objetivo específico, de averiguar o tipo de gestão das companhias abertas listadas na B3, inicialmente, os resultados revelaram que, no ano de 2011, primeiro ano da análise, 58% das empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar, também possuíam o diretor presidente familiar. Destaca-se que ao longo do período de 2011 a 2015 não ocorreram grandes variações, sendo que no ano de 2015, último ano da análise, 56% das empresas possuíam o diretor presidente familiar.

Ao analisar o cargo de presidente do conselho de administração, percebeu-se que no ano de 2011, primeiro ano da análise, o percentual de empresas com estrutura de propriedade

familiar que possuíam o presidente do conselho também familiar foi de 73%. Também não ocorreram grandes variações no período de 2011 a 2015. No ano de 2015, último ano da análise, 69% delas possuíam o presidente do conselho familiar.

No que se refere aos cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração (DirPres&PresCA_Fam), de forma combinada, verificou-se que, no ano de 2011, 56% das empresas possuíam estes cargos ocupados pelo fundador ou por um membro da família. Outra vez, não ocorreram grandes variações no período de 2011 a 2015. No ano de 2015, 48% das empresas possuíam o CEO e o presidente do conselho de administração familiar

De modo geral, o número de companhias que possuíam gestão familiar, neste estudo, foi significativo. Nesse sentido, é importante ressaltar que o envolvimento do controlador na gestão, segundo Mork et al. (1988), é determinado pela influência que ele exerce nos principais cargos executivos, principalmente em relação ao cargo de CEO e de presidente do conselho de administração. Portanto, infere-se que, nas empresas da amostra, as famílias controladoras exerciam influência significativa na gestão, visto que os percentuais de empresas com estrutura de propriedade familiar, que também possuíam gestão familiar foram representativos.

Quanto ao terceiro objetivo específico, de identificar o custo de financiamento da dívida das companhias abertas listadas na B3, constatou-se que ao longo de praticamente todo o período de 2012 a 2016 as médias do custo da dívida foram superiores no grupo de empresas que possuíam estrutura de propriedade familiar. Constatou-se também, considerando o custo de financiamento da dívida das empresas com diretor presidente familiar, daquelas que possuem o presidente do conselho de administração familiar e, ainda, daquelas que possuem ambos de forma combinada, diretor presidente e presidente do conselho de administração familiar, que as empresas que possuíam gestão familiar também apresentaram, na maioria dos anos analisados, um custo da dívida menor, quando comparadas com empresas de gestão não familiar.

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

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

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

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

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

Sendo assim, no que se refere ao objetivo geral, de verificar a influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3, os resultados demonstraram que somente a gestão familiar influencia na redução do custo de financiamento da dívida.

5.2 LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Apesar do rigor científico e dos cuidados metodológicos, a pesquisa apresenta limitações. Por exemplo, para identificar o tipo de estrutura de propriedade utilizou-se a metodologia de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999). Deste modo, uma estrutura de propriedade foi considerada familiar quando o último acionista controlador possuía um percentual mínimo de 10% dos direitos de voto. Este percentual, de acordo com os autores,

pode ser considerado o suficiente para ter o controle efetivo de uma empresa. No entanto, alguns autores, de forma mais conservadora, utilizam-se de outros percentuais superiores, como Schmid (2013) e Ma, Ma e Tian (2017), que consideraram um percentual mínimo de 20%.

Então, recomenda-se, para pesquisas futuras que, ao identificarem o tipo de estrutura de propriedade, considerem percentuais superiores para definir o tipo de estrutura de propriedade, assim como Schmid (2013) e Ma, Ma e Tian (2017) que consideraram um percentual mínimo de 20%, ou, ainda, um percentual mínimo de 50%, assim como no estudo de Steijvers e Voordeckers (2009). Também seria interessante investigar a influência de outros tipos de acionistas no custo de financiamento da dívida, como investidores institucionais ou propriedade governamental, por exemplo.

Para identificação e análise da gestão familiar adotou-se neste estudo a metodologia de Villalonga e Amit (2006), que investigaram a participação das famílias na diretoria executiva e no conselho de administração. A gestão foi considerada familiar quando o fundador da empresa figurava nesses cargos, ou ainda, um membro por sangue ou casamento, pertencente à família controladora. Outra limitação é o fato de que não foi considerado nesta pesquisa, diferenças entre fundadores e descendentes. Assim, recomenda-se fazer a distinção entre fundador e descendente.

Além disso, sugere-se ainda ampliar o número de empresas pesquisadas, selecionando inclusive aquelas de capital fechado e utilizar outros períodos de tempo, a fim de identificar tendências no custo de financiamento da dívida de companhias nacionais familiares e não familiares.

No entanto, apesar das limitações deste estudo, o tema pesquisado é relevante e não invalida os resultados obtidos, que podem servir como referência para estudos posteriores, principalmente pela aplicação de novas técnicas.

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, Ronald C.; MANSI, Sattar A.; REEB, David M. Founding family ownership and the agency cost of debt. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 263-285, 2003.
- ANDERSON, Ronald C.; MANSI, Sattar A.; REEB, David M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004.
- ANDRES, Christian. Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 4, p. 431-445, 2008.
- ANGONESE, Rodrigo; FANK,, Odir Luiz; OLIVEIRA, Cosmo Rogério de; BEZERRA, Francisco Antonio. Divulgação de informações voluntárias na internet como determinante do custo do capital de terceiros. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, 2013.
- ARDALAN, Kavous. Capital structure theory: Reconsidered. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 696-710, 2017.
- BARONTINI, Roberto; CAPRIO, Lorenzo. The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. **European Financial Management**, v. 12, n. 5, p. 689-723, 2006.
- BARROS, Claudio Marcelo Edwards; SILVA, Pedro Ylunga Costa da; VOESE, Simone Bernardes. Relação entre o Custo da Dívida de Financiamentos e Governança Corporativa no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 2, 2015.
- BLISS, Mark A.; GUL, Ferdinand A. Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 5, p. 1520-1527, 2012.
- BLOCK, Jorn H. Are CEOs in family firms paid like bureaucrats? Evidence from bayesian and frequentist analyses. 2008.
- BLOCK, Joern H.; JASKIEWICZ, Peter; MILLER, Danny. Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation. **Journal of Family Business Strategy**, v. 2, n. 4, p. 232-245, 2011.
- BORISOVA, Ginka; FOTAK, Veljko; HOLLAND, Kateryna; MEGGINSON, William. Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 168-191, 2015.
- BOUBAKRI, Narjess; GHOUMA, Hatem. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 10, p. 2481-2499, 2010.
- BOUZGARROU, Houssam; NAVATTE, Patrick. Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms. **International Review of Financial Analysis**, v. 27, p. 123-134, 2013.

- BOZEC, Yves; BOZEC, Richard. Overall governance and cost of capital: evidence from Canada using panel data. **Journal of Global Business Management**, v. 6, n. 1, p. 1, 2010.
- BRADLEY, Michael; CHEN, Dong. Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 1, p. 83-107, 2011.
- BRADLEY, Michael; CHEN, Dong. Does board independence reduce the cost of debt?. **Financial Management**, v. 44, n. 1, p. 15-47, 2015.
- BRADLEY, Daniel; PANTZALIS, Christos; YUAN, Xiaojing. The influence of political bias in state pension funds. **Journal of Financial Economics**, v. 119, n. 1, p. 69-91, 2016.
- CAI, Di; LUO, Jin-hui; WAN, Di-fang. Family CEOs: Do they benefit firm performance in China?. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 29, n. 4, p. 923-947, 2012.
- CAROPREZO, Bruno. **O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras**. Tese de Doutorado.
- CARNEY, Richard W.; CHILD, Travers Barclay. Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. **Journal of Financial Economics**, v. 107, n. 2, p. 494-513, 2013.
- CASTRO, Miguel Angel Rivera; MARTINEZ, Antonio Lopo. Income smoothing, cost of debt capital and capital structure in Brazil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 25-46, 2009.
- CHARITOU, Andreas. Discussion of “Equity Financing and Social Responsibility: Further International Evidence”. **The International Journal of Accounting**, v. 50, n. 3, p. 281-288, 2015.
- CHEN, Dong. Classified boards, the cost of debt, and firm performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3346-3365, 2012.
- CHEN, Zhibin; PAN, Jun; WANG, Liangliang; SHEN, Xiaofeng. Disclosure of government financial information and the cost of local government’s debt financing—Empirical evidence from provincial investment bonds for urban construction. **China Journal of Accounting Research**, v. 9, n. 3, p. 191-206, 2016.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry HP. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph; LANG, Larry. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The journal of finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. Coleta, análise e interpretação dos dados. *In*: BEUREN, Ilse M. (coordenadora). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

CRABTREE, Aaron; MAHER, John J.; WAN, Huishan. New debt issues and earnings management. **Advances in Accounting**, v. 30, n. 1, p. 116-127, 2014.

DÍAZ-DÍAZ, Nieves Lidia; GARCÍA-TERUEL, Pedro J.; MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro. Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter?. **Journal of Corporate Finance**, v. 37, p. 393-411, 2016.

DERRIEN, François; KECSKÉS, Ambrus; MANSI, Sattar A. Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. **Journal of Corporate Finance**, v. 39, p. 295-311, 2016.

DURAND, David. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference on research in business finance**. NBER, 1952. p. 215-262.

FACCIO, Mara; LANG, Larry HP. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of financial economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FAN, Joseph PH; WEI, KC John; XU, Xinzhong. Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. 2011.

FERNANDES, Sheila Mendes. A influência do disclosure ambiental na estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 7, n. 2, 2013.

FONSECA, Camila Veneo Campos; SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco da. Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 22, n. 1, 2016.

GE, Wenxia; LIU, Mingzhi. Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 34, n. 6, p. 597-624, 2015.

GHOUMA, Hatem; BEN-NASR, Hamdi; YAN, Ruiqian. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 2017.

GHOUMA, Hatem. How does managerial opportunism affect the cost of debt financing?. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 13-29, 2017.

GHOUMA, Hatem; BEN-NASR, Hamdi; YAN, Ruiqian. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 2017.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. Editora Atlas SA, 2008.

GOMEZ-MEJIA, Luis R.; NUNEZ-NICKEL, Manuel; GUTIERREZ, Isabel. The role of family ties in agency contracts. **Academy of management Journal**, v. 44, n. 1, p. 81-95, 2001.

GONZÁLEZ, Maximiliano; GUZMÁN, Alexander; POMBO, Carlos; TRUJILLO, Maria-Andrea. Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 11, p. 2308-2320, 2013.

GOSS, Allen; ROBERTS, Gordon S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 7, p. 1794-1810, 2011.

GRAHAM, John R.; LEARY, Mark T.; ROBERTS, Michael R. A century of capital structure: The leveraging of corporate America. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 3, p. 658-683, 2015.

GUTIÉRREZ, Luis H.; POMBO, Carlos; TABORDA, Rodrigo. Ownership and control in Colombian corporations. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 48, n. 1, p. 22-47, 2008.

HAMID, Masdiah Abdul; ABDULLAH, Azizah; KAMARUZZAMAN, Nur Atiqah. Capital structure and profitability in family and non-family firms: Malaysian evidence. **Procedia Economics and Finance**, v. 31, p. 44-55, 2015.

HASHIM, Hafiza Aishah; AMRAH, Muneer. Corporate governance mechanisms and cost of debt: Evidence of family and non-family firms in Oman. **Managerial Auditing Journal**, v. 31, n. 3, p. 314-336, 2016.

IATRIDIS, George Emmanuel. Audit quality in common-law and code-law emerging markets: evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 2, p. 101-117, 2012.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KHAN, Muhammad. K.; KALEEM, Ahmad; NAZIR, Mian; SAEED, Rashid. Relationship of family ownership and agency cost of debt in pakistani firms. **Science International**, v. 25, n. 2, 2013.

KONRAHT, Jonatan Marlon; CAMARGO, Raphael Vinicius Weigert; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Enfoque**, v. 35, n. 2, p. 105, 2016.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAI, Kam-Wah. The cost of debt when all-equity firms raise sfinance: The role of investment opportunities, audit quality and debt maturity. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 8, p. 1931-1940, 2011.

LE, Thi Phuong Vy; BICH, Nguyet Phan Thi. Capital Structure and Firm performance: Empirical evidence from a developing country. **Research in International Business and Finance**, v. 10, n. 16, 2017.

- LI, Si; RICHIE, Nivine. Income smoothing and the cost of debt. **China Journal of Accounting Research**, v. 9, n. 3, p. 175-190, 2016.
- LIEDONG, Tahiru Azaaviele; RAJWANI, Tazeeb. Mediation in the Link Between Political Ties and Cost of Debt in Ghana: An Agency Perspective. In: **Academy of Management Proceedings**. Academy of Management, 2017. p. 15447.
- LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. Nível de evidênciação× custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.
- LIN, Chen; MA, Yue; MALATESTA, Paul; XUAN, Yuhai. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 1-23, 2011.
- LIU, Weiping; YANG, Haibin; ZHANG, Guangxi. Does family business excel in firm performance? An institution-based view. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 29, n. 4, p. 965-987, 2012.
- LO, Huai-Chun; TING, Irene Wei Kiong; KWEH, Qian Long; YANG, Ming Jing. Nonlinear association between ownership concentration and leverage: The role of family control. **International Review of Financial Analysis**, v. 46, p. 113-123, 2016.
- MA, Liangbo; MA, Shiguang; TIAN, Gary. Corporate opacity and cost of debt for family firms. **European Accounting Review**, v. 26, n. 1, p. 27-59, 2017.
- MARCONI, Marina de Andrade et al. **Técnicas de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.
- MARTINS, Gilberto de Andrade. THEÓFILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTIN-REYNA, Juan Manuel; DURAN-ENCALADA, Jorge A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. **Journal of Family Business Strategy**, v. 3, n. 2, p. 106-117, 2012.
- MASRI, Indah; MARTANI, Dwi. Tax avoidance behaviour towards the cost of debt. **International Journal of Trade and Global Markets**, v. 7, n. 3, p. 235-249, 2014.
- MAZZI, Chiara. Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. **Journal of Family Business Strategy**, v. 2, n. 3, p. 166-181, 2011.
- MCCONAUGHY, Daniel L. Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance. **Family Business Review**, v. 13, n. 2, p. 121-131, 2000.
- MILLER, Danny; BRETON-MILLER, Isabelle Le; LESTER, Richard; CANNELLA JR., Albert. Are family firms really superior performers?. **Journal of corporate finance**, v. 13, n. 5, p. 829-858, 2007.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

- MOURA, G. D. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no posicionamento em fusões e aquisições**. 468 f. 2014. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2014.
- MOURA, Geovanne Dias de; MACEDO, Francisca F.R.R.; MAZZIONI, Sady; KRUGER, Silvana Dalmutt. Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA-DOI: [http://dx. doi. org/10.16930/2237-7662/rccc.v15n44p9-23](http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v15n44p9-23). **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 15, n. 44, p. p. 09-23, 2016.
- MOURA, Geovanne Dias; ZILLOTTO, Karina; MAZZIONI, Sady. Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em empresas brasileiras listadas naBM&FBovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 27, p. 17-30, 2016.
- MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The journal of finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.
- MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Silvio Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 51, 2009.
- PEIXOTO, Fernanda Maciel; PAINS, Marielle Barcelos; ARAÚJO, Aracy Alves de; GUIMARÃES, Thayse Machado. Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 1, p. 39-66, 2016.
- PENG, Mike W.; JIANG, Yi. Institutions behind family ownership and control in large firms. **Journal of management Studies**, v. 47, n. 2, p. 253-273, 2010.
- PERSAKIS, Anthony; IATRIDIS, George Emmanuel. Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 38, p. 3-24, 2015.
- PITTMAN, Jeffrey A.; FORTIN, Steve. Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. **Journal of accounting and economics**, v. 37, n. 1, p. 113-136, 2004.
- PALMIERI, Antonio R. T. L.; AMBROZINI, Marcelo Augusto. Impacto da abertura de capital no custo da dívida das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 3, 2016.
- RICHARDSON, Roberto J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.
- RICHTER, Ansgar; WEISS, Christian. Determinants of ownership concentration in public firms: The importance of firm-, industry-and country-level factors. **International Review of Law and Economics**, v. 33, p. 1-14, 2013.

SANTIAGO-CASTRO, Marisela; BROWN, Cynthia J. Ownership structure and minority rights: A Latin American view. **Journal of economics and Business**, v. 59, n. 5, p. 430-442, 2007.

SANTOS, Edilene S.; PONTE, Vera M. R.; MAPURUNGA, Patrícia V. R.. Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 65, p. 161-176, 2014.

SANTOS, Mário Sacramento; MOREIRA, António Carrizo; VIEIRA, Elisabete Simões. Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. **Journal of Management & Governance**, v. 18, n. 4, p. 1063-1107, 2014.

SCHMID, Thomas. Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 2, p. 257-272, 2013.

SEMPER, David Cabedo; BELTRÁN, José Miguel Tirado. Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 4, p. 105-135, 2014.

SHAILER, Greg; WANG, Kun. Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. **Emerging Markets Review**, v. 22, p. 1-17, 2015.

SILVA, Francisca; MAJLUF, Nicolás. Does family ownership shape performance outcomes?. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 609-614, 2008.

SILVEIRA, A. **Roteiro básico para apresentação e editoração de teses, dissertações e monografias**. 2ª Ed. Blumenau: Edifurb, 2004.

SIREGAR, Sylvia Veronica; UTAMA, Sidharta. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. **The international journal of accounting**, v. 43, n. 1, p. 1-27, 2008.

STEIJVERS, Tensie; VOORDECKERS, Wim. Private family ownership and the agency costs of debt. **Family Business Review**, v. 22, n. 4, p. 333-346, 2009.

TANAKA, Takanori. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 34, p. 315-335, 2014.

TARGINO, Maria das Graças; GARCIA, Joana Coeli Ribeiro. Brazilian periodicals in Institute for Scientific Information (ISI). **Ciência da Informação**, v. 29, n. 1, p. 103-117, 2000.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

VILLALONGA, Belen; AMIT, Raphael. How do family ownership, control and management affect firm value?. **Journal of financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

VILLALONGA, Belén; AMIT, Raphael. How are US family firms controlled?. **Review of**

Financial Studies, v. 22, n. 8, p. 3047-3091, 2009.

VO, Xuan Vinh. Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. **Research in International Business and Finance**, v. 40, p. 105-113, 2017.

YOUNG, Michael N.; PENG, Mike W.; AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D.; JIANG, Yi. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. **Journal of management studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

WAISMAN, Maya. Product market competition and the cost of bank loans: Evidence from state antitakeover laws. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 12, p. 4721-4737, 2013.

WANG, Kun Tracy; SHAILER, Greg. Does Ownership Identity Matter? A Meta-analysis of Research on Firm Financial Performance in Relation to Government versus Private Ownership. **Abacus**, 2017.