

A INFLUÊNCIA DO COMPORTAMENTO DO FUNDADOR NO ENDIVIDAMENTO DA EMPRESA

Liliane Cristina Segura, Doutora, Professora, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo – Brasil
liliane.segura@mackenzie.br

Henrique Formigoni, Doutor, Professor, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo – Brasil
henrique.formigoni@mackenzie.br

Rute Abreu, Doutora, Professora, Instituto Politecnico da Guarda, Guarda – Portugal
ra@ipg.pt

Fatima David, Doutora, Professora, Instituto Politécnico da Guarda - Portugal
maria.david.2@netvisao.pt

Estudos mostram que o fundador possui vieses bastante peculiares em relação à tomada de decisão na sua empresa e a vê como um meio de realização de necessidade pessoal e a utiliza em seu interesse próprio, em função das suas características empreendedoras. O objetivo deste estudo foi comparar o nível de endividamento entre as empresas abertas brasileiras geridas pelo seu fundador e aquelas que não possuem ligação com o fundador da empresa. Os resultados sugerem uma tendência de as empresas geridas pelo fundador serem menos endividadas do que as demais, na amostra selecionada.

INTRODUÇÃO

De acordo com Baker, Ruback e Wurgler (2002), o objetivo de estudar finanças corporativas é entender como funcionam os contratos financeiros e o comportamento que se observa na interação entre gestores e investidores. Os padrões de financiamento e investimentos são abordados de acordo com as crenças e preferências destes dois agentes. Neste contexto, a maioria das pesquisas existentes em finanças corporativas assume que gestores e investidores são completamente racionais.

No entanto, pesquisas afirmam que as previsões dos gestores sobre eventos futuros não são totalmente racionais e pode-se dizer eles utilizam isso para melhor servir seus próprios interesses. Em consequência disto, os gerentes ignoram a eficiência de mercado, que prevê que os preços das ações refletem a informação disponível em relação aos seus valores fundamentais. Ao mesmo tempo, os investidores ignoram o auto interesse dos gestores, respondendo racionalmente aos incentivos dos contratos, ao controle corporativo de mercado e aos outros mecanismos governamentais (BAKER, RUBACK e WURGLER, 2005).

Alguns estudos têm apontado ao longo dos anos diferenças fundamentais na tomada de decisão dos gestores, principalmente quando se trata dos principais acionistas da empresa. (ANDERSON; REEB, 2003; AGRAWAL; NAGARAJAN, 1990; ANDERSON; REEB, 2004; GÓMEZ-MEJÍA *et al.*, 2007). Outros estudos mostram que o fundador também possui viés bastante peculiar em relação à tomada de decisão na sua empresa e a trata como um meio

de satisfação pessoal (BARROS, 2005; ANDERSON; REEB, 2003; BURKART *et al.*, 2003; BITLER *et al.*, 2005; LA PORTA *et al.*, 1999; GÓMEZ-MEJÍA *et al.*, 2010).

O fundador da empresa e a família fundadora têm sido alvo de grande destaque nos estudos comportamentais e de finanças corporativas. Anderson e Reeb (2003), a propósito do tema, afirmam que 35% das 500 maiores empresas dos Estados Unidos apresentam, de alguma forma, influência familiar. No Brasil, Oro, Beuren e Hein. (2000) descobriram que 253 empresas, dentre as 500 maiores apresentadas pela *Revista Exame* em 2005, possuíam como característica o controle acionário totalmente brasileiro e, dessas, 20%, aproximadamente, operavam sob interferência familiar. Diferentemente do que consta na teoria sobre a separação entre controle e propriedade, encontra-se, hoje, uma extensa lista de empresas de capital aberto que apresentam ainda o controle da família por meio da diretoria ou do conselho de administração.

Dentro dos estudos publicados, pode-se citar os de Sirmon *et al.* (2008) e os de Zaha *et al.* (2008), que trabalharam sobre o papel exercido pela família nas decisões estratégicas da empresa e também o da cultura familiar nas decisões empresariais. Em Hadani (2007), também se estudou o papel dos laços familiares e seu envolvimento na política empresarial, utilizando-se as teorias de governança corporativa.

O estudo de Oro, Beuren e Hein (2009) apontou diferenças entre lucratividade e estrutura de capital, por causa das gerações familiares que comandam essas empresas. Existem também diversos estudos sendo desenvolvidos sobre a contribuição do vies do gestor na tomada de decisões da empresa. Os trabalhos de Kahneman (2003), Conlisk (1996), Bazerman (2004), Baker e Wurgler (2002) revelam como o perfil do gestor pode ter influência nas decisões financeiras.

Pesquisas mostram que, em pequenas empresas, o fundador é responsável pelo financiamento do negócio e, muitas vezes, por sua manutenção. No entanto, existem estudos que seguem outra linha. A pesquisa feita por Leavell e Maniam (2009), *v.g.*, mostrou que as pequenas empresas que precisam de crescimento têm buscado endividamento externo em detrimento da abertura de capital. Diversos autores (LANDSTROM; WINBERG, 2000) esclarecem que essa estratégia mostra uma preocupação do dono da empresa em não perder o controle do negócio, portanto o gestor proprietário tenderia, segundo esses autores, a preferir o endividamento à busca de acionistas. Poucas pesquisas foram identificadas dentre aquelas que mostram, no entanto, no Brasil, as empresas de capital aberto que são gerenciadas pelo seu fundador. E também não se sabe, com base nas pesquisas acadêmicas encontradas, qual a influência desse tipo de gestão no endividamento da empresa.

Dentre o contexto apresentado, a pergunta de pesquisa deste trabalho é a seguinte: qual é a influência da gestão do fundador no endividamento das empresas abertas brasileiras? O objetivo geral do trabalho é identificar a influência da gestão do fundador no endividamento das empresas abertas brasileiras. O objetivo específico, de acordo com a teoria estudada, foi analisar a influência das principais variáveis apontadas pela literatura como influenciadoras no endividamento, sendo elas: risco da empresa, liquidez; fluxo de caixa livre; oportunidade de crescimento, crescimento de vendas, outros benefícios fiscais extra dívida, lucratividade, tangibilidade, setor de atividade eo ano de observação.

REFERENCIAL TEÓRICO

Os modelos econômicos são geralmente baseados na concepção de racionalidade ilimitada do indivíduo. Rabin (1998) descreve que a economia tem assumido convencionalmente que cada indivíduo possui preferências estáveis e coerentes e que a sua racionalidade tende a maximizar estas preferências. Desta maneira, supõe-se que o indivíduo tem, por definição, o objetivo de maximizar a esperança de sua função utilidade $U(x)$.

A consideração da racionalidade ilimitada também é colocada por Conlisk (1996) que, embora tenha dominado os modelos econômicos por várias décadas, está tendo uma mudança ao longo do tempo.

As pesquisas em psicologia sugerem algumas modificações na análise das decisões financeiras, fazendo com que a esperança de $U(x)$ se torne mais realista nas questões econômicas, de acordo com Rabin (1998). Kahneman (2003) sugere que a maximização da $U(x)$ é estabelecida pela satisfação. Sua pesquisa relacionada à racionalidade limitada sugere que as crenças e as escolhas são componentes de decisão. No entanto, estas escolhas são assumidas na economia como modelos de agentes racionais.

Conlisk (1996) afirma que há limites de racionalidade em cognição humana, mas também questiona se existem limites que sejam importantes para os estudos econômicos. Uma vez que a economia supõe que não há limites para a racionalidade, é importante entender alguns aspectos apontados por Kahneman (2003) como: decisão sobre incerteza, preconceitos, decisões sobre risco e aversão ao risco.

Os principais conceitos apresentados por Kahneman (2003) em relação ao comportamento são: a) a maior parte dos julgamentos e escolhas é feito de forma intuitiva; b) as regras que governam a intuição são geralmente similares às regras de percepção. Desta forma, Kahneman (2003) explica que a discussão de regras de julgamento intuitivo e

escolhas irá se basear em analogias visuais. Desta forma, apresenta alguns conceitos importantes, como a distinção entre dois modelos genéricos de função cognitiva: intuição e razão. Neste primeiro conceito, indica que as pessoas não estão acostumadas a pensar e fazer associações. Por isto, normalmente tomam decisões baseadas em julgamentos simplesmente plausíveis, baseados em intuição. No entanto, argumenta que a intuição também pode ser utilizada de forma mais acurada, quando for praticada ao longo do tempo. Assim, Kahneman (2003, p. 1451) define como intuição o raciocínio que é rápido, automático, sem esforço, associativo e geralmente emocional. E como razão o raciocínio mais lento, serial, com esforço e controlado, geralmente flexível e potencialmente governado por regras.

Rabin (1998, p. 13) afirma que a economia emprega poderosa combinação de métodos: individualismo metodológico, formalização matemática, análise lógica e testes de campo sofisticados para análise das variáveis de estudo. À luz destes métodos é possível entender as descobertas psicológicas e aplicá-las aos problemas de decisão existentes.

Inúmeras evidências mostram que os gestores que apresentam excesso de confiança tendem a tomar decisões de investimentos e financiamentos que podem fazer com que o valor da empresa diminua (MALMENDIER; TATE, 2004; BARROS, 2005; THALER; BARBERIS, 2003). Existem estudos que predizem ser a influência do gestor membro de uma família fundadora conservadora em relação à estrutura de capital da empresa (FAMA; JENSEN, 1983; DEMSETZ, 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Lee (2011) corrobora com esses autores. Sua pesquisa discorre sobre subsidiárias familiares, e suas conclusões mostram que essas empresas são menos endividadas. Ele afirma também que as empresas familiares (EF) buscam maior endividamento interno para não emitir capital. Bitler *et al.* (2005) mostraram, em sua pesquisa, que as empresas com concentração de ações de empreendedores possuem menor risco.

A literatura sobre o endividamento e a presença do fundador ou da família fundadora na gestão da empresa é controversa. Um estudo realizado por La Porta *et al.* (1999) fez um levantamento da quantidade de empresas de capital aberto na Europa, na América Latina, nos Estados Unidos e em outros países do mundo que possuíam o controle exercido por famílias fundadoras e afirmam haver pouca evidência empírica sobre os padrões de decisão dos proprietários das grandes empresas. Nesse estudo, os autores procuraram entender a relação entre propriedade e controle, diferentemente da abordagem dada por Berle e Means (1932), cujo trabalho estimula a separação total da propriedade e do controle em empresas de capital aberto. La Porta *et al.* (1999) procuram evidenciar que, muitas empresas têm o controle ainda relacionado à família fundadora. Outros estudos apontam para o fato de que a permanência da família fundadora nas decisões da empresa tende a aumentar o endividamento e, em muitos casos,

também o risco da empresa (ANDERSON; REEB, 2004; FIEGENBAUM; THOMAS, 1988). A pesquisa de Colot e Croquet (2005, *apud* BOUBAKARI; FEUDJO, 2010) mostra que as EF são mais endividadas.

Demsetz (1983) encontrou evidências de que empresas com concentração acionária nas mãos de um único dono podem desenvolver projetos que não são lucrativos para atender aos propósitos pessoais de seus acionistas. Morck *et al.* (2000) porém, apresentaram pesquisa mostrando que a junção de controle e propriedade por um período muito grande de tempo leva a empresa a apresentar baixa *performance*. Shleifer e Vishny (1997) mostram evidências de expropriação de riqueza quando há concentração acionária, mas não chegam a tratar do endividamento.

Ainda sobre a performance, McConaughy (1994) afirma que a família fundadora apresenta melhor desempenho do que as outras empresas. Não achou, entretanto, diferença de performance com concentração de poder. A família fundadora, além disso, apresentou menor dívida e menor risco (aversão ao risco). Assim, resumidamente, observa-se: a família fundadora apresenta menor beta; quando existe concentração de poder, maior risco; a identidade dos gestores é mais importante do que o controle, ou seja, se o gestor é membro de uma família, ou possui relações com ela, pode influenciar nas decisões, diferentemente de um gestor sem relações com os donos da empresa.

METODOLOGIA

População e Amostra

O conjunto de empresas observado foi obtido entre aquelas que estavam ativas no ano de 2010 na BM&FBovespa, bem como dispunham de todos os dados sobre o fundador e gestão desta na empresa. Após a exclusão daquelas que não possuíam dados suficientes e também as financeiras, foram totalizadas 356 empresas, durante os anos de 2004 a 2009, totalizando 2136 observações.

Coleta dos dados

Os dados sobre controle e gestão foram retirados do DIVEXT, Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da CVM. Os nomes de acionistas e diretores foram coletados das informações anuais - IAN, que são de preenchimento obrigatório pelas companhias abertas que negociam as ações na BM&FBovespa. Foram coletados todos os nomes dos principais acionistas (até o 5º maior acionista), a porcentagem de ações ordinárias e preferenciais, e os nomes do Presidente do Conselho de Administração, Diretor Presidente e Diretor Financeiro.

Hipótese da pesquisa

Gestão do fundador da empresa e o endividamento

Agrawal e Nagarajan (1990) mostraram que as empresas que não possuem dívidas de longo prazo e, portanto, possuem gestores mais preocupados com a alta liquidez e diminuição do risco de falência, apresentam uma porcentagem maior de gestores fundadores (22% em empresas sem dívidas contra 11% em empresas alavancadas). Esta mesma pesquisa aponta para 27% de gestores com alguma relação entre si e 50% de gestores com alguma relação familiar com a empresa. Desta forma, argumenta-se que a perda para membros da família fundadora é muito maior em caso de falência, pois estes gestores perderão o controle da empresa e também o emprego (Jensen; Meckling, 1976).

Nesta pesquisa, para efeito de relacionamento entre gestão e endividamento, também optou-se por utilizar a classificação de gestor fundador. O gestor fundador, nesse caso, não precisa ser controlador da empresa, mas tem que ser a pessoa que esteve envolvida em sua fundação. Entende-se que, conforme descrição de Barros (2005, p. 80), os fundadores da empresa teriam característica empreendedora, portanto, poderiam apresentar tipos de decisões de endividamento diferentes dos demais. Baseando-se nestas pesquisas, também foi possível elaborar a seguinte hipótese:

H₁: Existe influência da gestão do fundador no endividamento das empresas abertas brasileiras.

Definições das variáveis de estudo

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

Variável Dependente

A variável dependente é o Endividamento Total da empresa, a qual é representada pelo Equação 1 e sabendo: $ET_{i,t}$ = Endividamento total da empresa i , no ano t ; $PC_{i,t}$ = Passivo circulante da empresa i , no ano t ; $PNC_{i,t}$ = Passivo não circulante da empresa i , no ano t e $AT_{i,t}$ = Ativo total da empresa i , no ano t .

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

Variável Independente

Para verificar se dentre os gestores havia a gestão do próprio fundador da empresa, foi criada a variável FUND, que é uma *dummy* (Sim=1; Não=0), para identificar se o Fundador da empresa está presente em algum dos seguintes cargos: Presidente do Conselho de Administração (PCA), *Chief Executive Officer (CEO)* ou *Chief Financial Officer (CFO)*. Assim, FUND =1 se o fundador da empresa exerce algum dos cargos apresentados, independentemente da quantidade de ações que possui. Em alguns casos, a empresa pode não ser considerada familiar, mas possui um fundador que exerce o cargo de PCA, CFO ou CEO. Caso contrário Fund = 0. O nome do ocupante desses cargos foi obtido no relatório de informações anuais das empresas (IAN), divulgado por meio da CVM no sistema DIVEXT. A classificação da condição do gestor ser ou não fundador, foi obtida com pesquisas feitas nos sites das próprias empresas e notícias encontradas na internet.

Variáveis de Controle

Lucratividade (LUCR_{i,t}): A lucratividade de uma empresa é bastante utilizada nos trabalhos sobre estrutura de capital como um fator importante para buscar ou não novos financiamentos, sabendo que LUCR_{i,t} = Lucratividade da empresa *i*, no ano *t*; LO_{i,t} = Lucro operacional antes do Resultado Financeiro (e antes dos impostos) da empresa *i*, apurado no ano *t*. Uma lucratividade maior pode indicar menor nível de endividamento com terceiros (Myers, 1984; Moreira; Puga, 2000; Brito *et al.*, 2007; Soares; Kloeckner, 2008; Perobelli *et al.*, 2005).

$$LUCR_{i,t} = \frac{LO_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad \text{(Equação 2)}$$

Tamanho da empresa (LNAT_{i,t}): Essa variável foi utilizada em diversos estudos (Zaha, 2010; Minichilini *et al.*, 2010; Soares; Kloeckner, 2008, Perobelli *et al.*, 2005). Quanto maior for o tamanho da empresa, maior o seu endividamento. O tamanho da empresa é medido pela variável = logaritmo neperiano do Ativo total da empresa *i*, no ano *t*. Também foi utilizada a variável LNREC_(i,t), que foi calculada pelo logaritmo neperiano das Receitas Brutas de Vendas da empresa *i*, no ano *t*.

Risco (Risk_{i,t}): O risco não diversificado dos gestores é definido por Friend e Lang (1988) como o *desvio padrão do resultado operacional* (antes dos juros e impostos), dividido pelo total do ativo o qual é usado como *proxy* para o risco. Sabendo que Risk_{i,t} = risco da empresa *i*, no ano *t*; LO_{i,t} = lucro operacional da empresa *i*, no ano *t*; e Desvio Padrão = desvio padrão das variáveis LO e AT nos últimos 5 anos e que foi utilizado em diversos estudos (Soares; Kloeckner, 2008; Perobelli *et al.*, 2008; Gómez-Mejía *et al.*, 2008), tem-se.

$$Risk_{i,t} = \text{desvio padrão } \frac{LO_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad \text{(Equação 3)}$$

Tangibilidade (TANG_{i,t}): A *tangibilidade* é outro fator que causa o endividamento das empresas (Brealey *et al.*, 2008) e sendo Tang_{i,t} = tangibilidade da empresa *i*, no ano *t*; I_{i,t} = imobilizado líquido da empresa *i*, no ano *t*, *tem-se*:

$$Tang_{it} = \frac{I_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad \text{(Equação 4)}$$

Oportunidade de crescimento (OPCR_{i,t}): Sabendo que VAT_{i,t} = variação do Ativo total da empresa *i*, no ano *t* face AT_{i,t-1} = Ativo total da empresa *i*, no ano *t-1* pode ser um dos motivos pelos quais a empresa toma mais dinheiro emprestado, fazendo com que aumente o endividamento (Heineberg; Procianoy, 2003; Perobelli *et al.*, 2005; Soares; Kloeckner, 2008), foi utilizada por Barros (2005) como uma *proxy* alternativa para oportunidade de crescimento o seguinte:

$$VAT_{i,t} = AT_{i,t}/AT_{i,t-1} \quad \text{(Equação 5)}$$

Crescimento de vendas (CVEN_{i,t}): Indica o aumento de financiamentos por necessidade de crescimento (Brito *et al.*, 2007). Fazer uma comparação entre crescimento de vendas para empresas familiares e não familiares indica, de alguma forma, que há decisões de buscar dinheiro de formas diferentes (Fama; French, 2002). Sabendo que CVEN_{i,t} = crescimento de vendas da empresa *i*, no ano *t*; RLV_{i,t} = receita líquida de vendas da empresa *i*, no ano *t*; RLV_{i,t-1} = receita líquida de vendas da empresa *i*, no ano *t-1*, *tem-se*:

$$CVEN_{i,t} = \frac{RLV_{i,t}}{RLV_{i,t-1}} \times 100 \quad \text{(Equação 6)}$$

Fluxo de caixa livre (FLCL_{i,t}): É um fator que pode reduzir o endividamento das empresas (Jensen, 1986; Soares; Kloeckner, 2008; Perobelli *et al.*, 2005). Isso acontece porque empresas que dispõem de dinheiro para investimentos não possuem a tendência de captar financiamentos ou seja, as empresas com maior fluxo de caixa livre se endividam menos.. Sabendo que FLCL_{i,t}= fluxo de caixa livre da empresa *i*, no ano *t*; LL_{i,t} = lucro líquido da empresa *i*, no ano *t*; Aumento CGL_{i,t} = aumento do capital de giro líquido da empresa *i*, calculado pela diferença do CCL (capital circulante líquido) do ano *t-1* e o ano *t*; Depr_{i,t} = depreciação da empresa *i*, no ano *t* e Invest_{i,t} = investimentos da empresa (composto pela variação do imobilizado) *i*, no ano *t*, *tem-se*:

$$FLCL_{i,t} = LL_{i,t} - \text{AumentoCGL}_{i,t} + \text{Depr}_{i,t} - \text{Invest}_{i,t} \quad (\text{Equação 7})$$

Outros benefícios fiscais (OBEN_{i,t}): Como medida de controle será utilizado o *benefício fiscal extra-dívida*, que capta todas as despesas não relacionadas com as dívidas da empresa, mas que podem influenciar no endividamento (Barros, 2005). Sabendo que OBEN_{i,t} = outros benefícios fiscais da empresa *i*, no ano *t*; Deprec_{i,t} = despesa de Depreciação da empresa *i*, no ano *t*; Amort_{i,t} = despesa de amortização da empresa *i*, no ano *t*, *tem-se*:

$$OBEN_{it} = \frac{\text{Deprec}_{i,t} + \text{Amort}_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{Equação 8})$$

Desempenho (DESEMP_{it}): Essa variável é contínua e será calculada pelo *Q* de Tobin conforme **Erro! Fonte de referência não encontrada.**⁹ (NOGUEIRA *et al.*, 2007, p. 6):

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + VMD}{VRA} \quad (\text{Equação 9})$$

Onde: VMA = Valor de Mercado das ações; VMD = Valor de Mercado das dívidas; e
VRA = Valor de reposição dos ativos.

No entanto, pela dificuldade de se encontrar ao dados de valor de mercado das dívidas das empresas brasileiras e também o valor de reposição dos ativos, um modelo aproximado foi definido por Chung e Pruitt (1994, apud Nogueira *et al.*, 2007), conforme Equação 10:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + D}{AT} \quad (\text{Equação 10})$$

Sendo: VMA = Valor de mercado das ações preferenciais e ações ordinárias; D = valor contábil das dívidas; AT = Valor contábil dos ativos totais.

Para o cálculo das dívidas da empresa foi utilizado por Chung e Pruitt (1994, apud Nogueira *et al.*, 2007), a Equação 11:

$$D = VCD_{cp} - VCR_{cp} + VC_{est} + VCD_{lp} \quad (\text{Equação 11})$$

Sendo: VCD_{cp} = Valor contábil das dívidas de curto prazo; VCR_{cp} = Valor contábil dos recursos de curto prazo; VC_{est} = Valor contábil dos estoques; VCD_{lp} = Valor contábil das dívidas de longo prazo.

Portanto, o cálculo do desempenho será feito conforme Equação 12:

$$Desemp_{it} = \frac{VMA + (VCD_{cp} - VCR_{cp} + VC_{est} + VCD_{lp})}{AT} \quad \text{(Equação 12)}$$

Singularidade (SING_(i,t)): A singularidade é uma variável contínua e será calculada conforme Equação 13:

$$SING_{(i,t)} = \frac{DV_{(i,t)}}{RLV_{(i,t)}} \quad \text{(Equação 13)}$$

Onde: SING_(i,t) = singularidade da empresa *i*, no ano *t*; DV_(i,t) = Despesa de Vendas da empresa *i*, no ano *t*; RLV_(i,t) = Receita Líquida de Vendas da empresa *i*, no ano *t*.

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

Ano: Foi identificado por *dummies* para captar eventuais choques macroeconômicos e eventuais efeitos temporais que podem afetar todas as empresas (Barros, 2005). As *dummies* de ano são variáveis binárias representadas por 0, 1, sendo t=1 no ano observado para a empresa *i*, e, caso contrário, t=0. É importante salientar que não houve controle específico em relação às mudanças nas normas contábeis (IFRSs) que se iniciaram em 2008 por alguns motivos específicos: a) as empresas só foram obrigadas a apresentar os demonstrativos contábeis a partir de 2010 – apesar de se ter conhecimento que muitas as publicaram antes da data prevista; b) de acordo com os estudos de Martins e Paulo (2010) e Tonetto Filho e Fregonessi (2010) não apresentaram alterações significativas nos níveis de endividamento das empresas brasileiras.

Modelos Econométricos da Gestão do Fundador e Endividamento: O modelo que foi utilizado para avaliar a hipótese H1, relacionando a gestão do fundador e endividamento está especificado na Equação 14 e onde: ET_{it} é o endividamento da empresa; FUND_{it} representa a gestão ou não do fundador da empresa; VC_{jit} serão as variáveis de controle e ε_{it} é o erro.

$$ET_{it} = \beta_0 + \beta_1 FUND_{it} + \sum_{j=1}^k \delta_j VC_{jit} + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 14)}$$

Variável independente para definição do gestor fundador: Para completar as análises de propriedade e gestão, identificou-se, dentre os gestores, se havia ainda a gestão do próprio fundador da empresa. A variável FUND é uma

dummy para identificar que o Fundador da empresa está presente em algum dos cargos de Presidente do Conselho de Administração, *Chief Executive Officer* ou *Chief Financial Officer*. (Sim=1; Não=0). FUND =1 se o fundador da empresa exerce algum dos cargos apresentados, independentemente da quantidade de ações que possui. Em alguns casos, a empresa pode não ser considerada familiar, mas possui um fundador que exerce o cargo de PCA, CFO ou CEO. Caso contrário Fund = 0.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Análise descritiva

A amostra está distribuída em 20 setores de atividades, conforme a Tabela 1, utilizando-se a classificação da Bovespa. O setor mais representativo é o de energia elétrica (12,64%), seguido do de construção (8,43%), têxtil (8,15%) e de siderurgia e metalurgia (7,02%).

Tabela 1. Distribuição da amostra por setores

Setor	Quantidade	Percentual
Energia elétrica	45	12,64%
Construção	30	8,43%
Têxtil	29	8,15%
Siderurgia e Metalurgia	25	7,02%
Alimentos e Bebidas	20	5,62%
Veículos e Peças	18	5,06%
Transportes	18	5,06%
Comércio	18	5,06%
Telecomunicações	14	3,93%
Indústria química	14	3,93%
Mineração	8	2,25%
Eletroeletrônico	7	1,97%
Petróleo e Gás	5	1,40%
Papel e Celulose	5	1,40%
Máquinas Industriais	5	1,40%
Agropecuária	5	1,40%
Software e Dados	4	1,12%
Minerais não Metálicos	4	1,12%
Fundos de Investimento	1	0,28%
Outras	81	22,75%
Total	356	100,00%

Na média anual foi identificado que 21,9% das empresas pesquisadas apresentaram a gestão do fundador também em algum dos seguintes cargos: Presidente do Conselho, Diretor Presidente ou Diretor Financeiro, conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2. Quantidade de empresas geridas pelo fundador, por ano

Ano	FUND*	%
2004	68	18,9%
2005	75	20,8%
2006	80	22,5%
2007	83	23,3%
2008	82	23,0%
2009	82	23,0%
Total	480	21,9%

A estatística descritiva das variáveis da amostra foi elaborada após a winsorização das variáveis, em nível de 10%. Na Tabela 3 verifica-se que a média de endividamento total da amostra é elevada (0,8), porém observa-se que a variabilidade é alta (0,72), ou seja, há empresas com baixo endividamento e outras com endividamento muito elevado. Em relação à lucratividade, observa-se que está em torno de 13% do faturamento. As empresas da amostra não têm grande variabilidade em tamanho (13,43, com desvio padrão de 1,96), o risco é em torno de 0,09 e a tangibilidade apresenta o índice de 0,33 (com variação entre 0,57 e 0,09). O crescimento das vendas foi de 0,14 na média (com desvio de 0,32), o fluxo de caixa livre apresentou uma média de 78 milhões, os outros benefícios fiscais extra dívida apresentaram média de 0,32 e o valor médio das debêntures emitidas ficou em 128 milhões.

Tabela 3. Estatística Descritiva das Variáveis do Modelo

Variável*	Média	Desvio Padrão	Mediana
Endividamento Total (ET)	0,80	0,72	0,61
Lucratividade (LUCR)	0,13	0,15	0,08
Tamanho (LNAT)	13,43	1,96	13,60
Risco (RISK)	0,09	0,12	0,05
Tangibilidade (TANG)	0,33	0,24	0,32
Oportunidade de Crescimento (OPCR)	1,54	1,87	0,90
Crescimento das Vendas (CVEN)	0,14	0,32	0,09
Fluxo de Caixa Livre (FLCL)**	78.095,67	336.933,40	6.470,00
Outros Benefícios Fiscais (OBEN)	0,32	0,58	-

*Variáveis Winsorizadas ao nível de 10%. **Valores em milhares de Reais.

Ao mesmo tempo, foi realizada a estatística descritiva das empresas geridas pelo fundador (Grupo 1) e aquelas que não possuem gestão do fundador da empresa (grupo 2). Na tabela 4 pode-se observar que o endividamento médio das empresas se apresentou menor no grupo daquelas geridas pelo fundador (0,73) do que naquelas em que não há gestão do fundador (0,74). A lucratividade média se apresentou igual nos dois grupos (0,13), o tamanho das empresas é

ligeiramente menor naquelas cuja gestão é do fundador (13,06), e o risco maior (0,10). As empresas geridas pelo fundador são menos tangíveis (0,29 contra 0,34), mas a oportunidade de crescimento se apresentou maior (1,74 contra 1,54). A média de crescimento de vendas é bem maior naquelas cuja gestão é do fundador (0,22 contra 0,12), o fluxo de caixa livre muito menor (16 milhões contra 111 milhões)..

Tabela 4. Estatística descritiva das empresas com gestão do fundador

Fundador Variável	Gestão Profissional			Gestão do Fundador		
	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana
Endividamento Total (ET)	0,74	0,11	0,72	0,73	0,10	0,71
Lucratividade (LUCR)	0,13	0,15	0,08	0,13	0,16	0,07
Tamanho (LNAT)	13,58	2,01	13,79	13,06	1,81	13,28
Risco (RISK)	0,09	0,11	0,05	0,10	0,13	0,05
Tangibilidade (TANG)	0,34	0,24	0,35	0,29	0,23	0,29
Oportunidade de Crescimento (OPCR)	1,54	1,89	0,89	1,74	1,89	1,20
Crescimento das Vendas (CVEN)	0,12	0,30	0,08	0,22	0,36	0,13
Fluxo de Caixa Livre (FLCL)**	111.585,90	378.420,60	17.725,00	16.509,70	268.580,10	4.105,50
Outros Benefícios Fiscais (OBEN)	0,33	0,58	-	0,30	0,59	-

*Variáveis Winsorizadas ao nível de 10%. **Valores em milhares de euros.

Com a análise descritiva das variáveis, é possível inferir que as empresas geridas pelo fundador se apresentam, na média, menos endividadas, menos tangíveis e com menor valor de fluxo de caixa e distribuição de debêntures. Ao mesmo tempo, observa-se que elas se apresentam, na média, mais arriscadas, com crescimento de vendas maior e com oportunidade de crescimento também maior. Em seguida foi feita a análise multivariada dos dados da amostra para testar as hipóteses de pesquisa.

Estatística multivariada

A relação entre o endividamento e a gestão do fundador foi analisada com a amostra de dados em painel, entre o período de 2004 a 2009. Para se decidir entre o melhor método de regressão a ser aplicado ao painel de dados, utilizou-se o teste de Hausman. Este teste verifica qual dos dois modelos (efeitos fixos ou aleatórios) é mais apropriado à amostra estudada. O teste deu um resultado de $\text{Prob} > \text{Chi}^2$ de 0.000, o que significa que existem diferenças de estimação entre os dois testes aplicados, e o mais indicado é o de efeitos fixos.

Na tabela 5 observam-se os resultados desta regressão. Com relação ao poder de explicação do modelo (R²), Green (1999: 323) considera que um R² de 0,5 é relativamente alto, embora qualquer regressão que possa se encaixar no

modelo dependerá do referencial teórico. Neste modelo, o R2 obtido foi de 0,393 e não pode ser considerado um modelo ruim. Neste sentido, Patten (2002) obteve um poder de explicação do modelo de 0.37992, e foi considerado relativamente alto. Outros autores obtiveram baixo coeficiente de R2 no modelo. O'Connor et al. (2002), Hart e Ahuja (1996) mostram nos seus modelos, baixos coeficientes de R2 esses coeficientes não anulam a viabilidade dos modelos, uma vez que possuem capacidade explicativa, porém não preditiva. No caso das ciências sociais, é necessário notar que, quando o coeficiente de determinação é baixo, não indica, necessariamente, que as variáveis dependentes e independentes não estão relacionadas.

Tabela 5: Análise da regressão do endividamento por efeitos fixos R²=0,393

Modelo	Coef.	Std. Error	P>t
FUND	- 0,315***	.0885824	0.000
LUCR	0,582***	.1022387	0.000
RISK	0,645***	.1389519	0.000
TANG	0,414***	.1186104	0.001
OPCR	- 0,056 ***	.0096416	0.000
CVEN	0,039	.0349193	0.260
FLCL	0,000	2.71e-08	0.900
OBEN	0,000**	.0174091	0.003
LNREC	- 0,043*	.0257402	0.099
DESEMP	0,127***	.0258054	0.000
SING	- 1,023**	.404552	0.012
Constante	1,817***	.3421275	0.000

Na tabela 5 pode-se observar que existe uma relação negativa e significativa entre a presença do fundador na gestão da empresa e o endividamento. Isso mostra que as empresas geridas pelo seu fundador apresentam níveis de endividamento menor do que as demais. Também foi encontrada relação positiva e significativa entre a lucratividade, o desempenho, o risco, a tangibilidade e os benefícios fiscais extra dívida e o endividamento da empresa. Foram encontradas relações negativas e significantes entre o tamanho da empresa, a oportunidade de crescimento e a singularidade.

Posteriormente, foi aplicado o método Arellano-Bond (1991) e Arellano-Bover (1995) *Generalized Method of Moments* (GMM). O GMM é indicado para casos em que “T” (variável tempo) é pequena e “N” (variável indivíduo) é grande. Este método também é indicado quando existem variáveis independentes que não são estritamente exógenas e também possivelmente correlacionadas com o erro. Esse painel utiliza efeitos fixos e supõe-se que haja heteroskedasticidade e autocorrelação entre indivíduos. Assim, a probabilidade do Prob > chi2 = 0.000, sabendo que Wald chi2(10) = 142.57.

Tabela 6: Análise da Regressão do endividamento pelo método GMM

Modelo	Coef	Std. Error	P>z
FUND	- 0,292 ***	0,085	0.001
W_LUCR	0,178 *	0,108	0.099
RISK	0,361 ***	0,112	0.001
TANG	0,051	0,187	0.787
OPCR	- 0,054 ***	0,010	0.000
CVEN	0,069 **	0,032	0.032
OBEN	0,093 ***	0,016	0.000
LNREC	- 0,125 ***	0,027	0.000
DESEMP	0,115 ***	0,026	0.000
SING	-0,055	0,558	0.922

Na tabela 6 observa-se também uma relação negativa e significativa entre a presença do fundador na gestão da empresa e o endividamento, confirmando o que já tinha sido apresentado na tabela 5. No mesmo sentido, encontrou-se relação positiva e significativa entre as variáveis de lucratividade, desempenho, risco, benefícios fiscais extra dívida e o endividamento da empresa. Diferentemente do tratamento por efeitos fixos, não se encontrou relação entre tangibilidade e endividamento. Foram encontradas relações negativas e significantes entre o tamanho da empresa e oportunidade de crescimento e o endividamento. Não se encontrou relação significativa com endividamento e singularidade.

DISCUSSÃO E CONCLUSÕES

Muitos estudos têm apontado que o perfil do gestor pode interferir no modo em que ele toma suas decisões financeiras. Como abordado neste artigo, alguns estudos têm apontado ao longo dos anos diferenças fundamentais na tomada de decisão dos gestores, principalmente ele é um dos principais acionistas da empresa. (ANDERSON; REEB, 2003; AGRAWAL; NAGARAJAN, 1990; ANDERSON; REEB, 2004; GÓMEZ-MEJÍA *et al.*, 2007). Mais ainda, os estudos comportamentais indicam que o fundador também possui viés bastante peculiar em relação à tomada de decisão na sua empresa (BARROS, 2005; ANDERSON; REEB, 2003; BURKART *et al.*, 2003; BITLER *et al.*, 2005; LA PORTA *et al.*, 1999; GÓMEZ-MEJÍA *et al.*, 2010).

Dessa forma, este estudo buscou relacionar a presença do fundador na gestão da empresa com o nível de endividamento. A hipótese apresentada foi: *Existe influência da gestão do fundador no endividamento das empresas abertas brasileiras*. Os tratamentos apresentados pelo método de efeitos fixos e GMM mostram a existência de relação negativa entre endividamento e gestão do fundador nas empresas, pois a variável de endividamento é significativa

estatisticamente (ao nível de 1%). Dessa forma, não se rejeita a hipótese apresentada. Esse resultado corrobora com o estudo de Combs (2008), que mostra que os gestores de empresas familiares, mesmo que não membros da família, se comportam de forma diferente com relação às decisões financeiras.

Ao contrário do que se espera, pelo aspecto comportamental, tratado por muitos dos trabalhos pesquisados, dentre eles o de Barros (2005), Malmendier e Tate (2009), e Thaler e Barberis (2003) o tratamento estatístico utilizado na amostra observada não apontou aumento de endividamento para os gestores fundadores, como evidenciado no trabalho de Barros (2005), feito com empresas brasileiras. Esse resultado não é necessariamente uma surpresa, porquanto já se sabe que há ampla gama de variáveis a se considerar numa análise sobre esse tipo particular de empresa. Isso significa que, de acordo com os critérios estabelecidos para a análise, é possível que duas pesquisas próximas, no que diz respeito aos objetivos, possam apresentar diferentes resultados ou, ao menos, discrepâncias de resultado.

Na amostra deste estudo, o tratamento dos dados indicou uma tendência ao endividamento menor naquelas empresas cujo gestor é o próprio fundador da empresa. Esses resultados estão de acordo com grande parte da vasta literatura existente sobre empresa familiar e fundador. A pesquisa revelou também que alguns dos comportamentos descritos pela literatura podem ser observados nos resultados obtidos, mas não necessariamente todos. O fato de o gestor fundador tender ao endividamento poderia ser explicado pela autoconfiança excessiva (Barros, 2005). Ao mesmo tempo, o gestor membro da família com ações dispersas também poderia tender à fuga ao endividamento.

A questão principal é a que envolve o sócio-fundador da empresa. As informações acerca desses profissionais deveriam estar disponíveis na internet e esperava-se que seriam bastante acessíveis. No entanto, várias empresas não disponibilizaram essas informações, fazendo com que haja diminuição da base de dados observada.

Sabe-se, também, que o perfil do gestor e a cultura da empresa podem influenciar nas decisões de endividamento. No entanto, não foi foco deste trabalho fazer essa associação e, por isso, entende-se que pequenas distorções ainda poderão ser observadas. A relação entre esses elementos poderia, entretanto, ser matéria de novos estudos em outros trabalhos. Esse é um tema bastante importante para as Ciências Sociais e merece a atenção destinada a ele.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; NAGARAJAN, N. Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms. *Journal of Finance*, 45, 1325-31, 1990.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. *Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. Administrative Science Quarterly*, 49, 209-207, 2004.
- ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, Journal of Finance*, 58, 1301-1328, 2003.
- ARELLANO, M. & BOND, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58: 277-297.
- ARELLANO, M. & BOVER, O. (1995). Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68: 29-52.
- BAKER, M.; WURGLER, J. *Market timing and capital structure. Journal of Finance*, 57, 1-32, 2002.
- BAKER, MALCOLM P. and RUBACK, Richard S. and Wurgler, Jeffrey, Behavioral Corporate Finance: A Survey (September 29, 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=602902> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.602902>
- BARROS, L. A. B. de C. *Decisões de Financiamento e de Investimento das Empresas sob a Ótica dos Gestores Otimistas e Excessivamente Confiantes*. Tese de Doutorado (Doutorado em Administração) **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo**, 2005.
- BAZERMAN, M. H. **Processo decisório**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BAZERMAN, Max H. **Processo decisório**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BITLER, M.P.; MOSKOWITZ, T.J.; VISSING-JØRGENSEN, A. Testing agency theory with entrepreneur effort and wealth. *Journal of Finance*, 60, 539-76, 2005.
- BOUBAKARI, A.; FEUDJO, J. R. Corporate governance for the best financing choices: An empirical study from family firms in northern Cameroon. **International Journal of Economics and Finance**, 2, 70-7, 2010.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. São Paulo: Mcgraw-Hill, 2008.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, 18, 9-19, 2007.
- BURKART, M.; PANUNZI, F.; SHLEIFER, A. Family firms. *Journal of Finance*. 58, 2167–2201, 2003.
- CHUNG, K. ; PRUITT, S. A Simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, 23, 1994.
- CONLISK, John. Why bounded rationality? *Journal of Economic Literature*, 34, 669-700, 1996.
- CONLISK, John. Why bounded rationality? *Journal of Economic Literature*, v. 34, n. 2, p. 669-700, jun. 1996.
- DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375–94, 1983.
- FAMA, E. F., JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325, 1983.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, 15, 1–33, 2002.
- FIEGENBAUM, A.; THOMAS, H. Attitudes toward risk and the risk-return paradox: Prospect theory explanations. **Academy of Management Journal**, 31, 85-109, 1988.
- FORTE, D. **Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995-2005)**. Tese de Doutorado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2005.
- FREDERICK, Shane et al. Time discounting and time preference: a critical review. *Journal of Economic Literature*, v. 40, n. 2, p. 351-402, jun. 2002.
- FRIEND, I.; LANG, L. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self- Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43, 271-81, 1988.

- GÓMEZ-MEJÍA, L. R.; HAYNES, K.T.; NÚÑES-NICKEL, M.; JACOBSON, K.J.L.; MOYANO-FUENTES, J. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. **Administrative Science Quarterly**, 53, 106-137, 2007.
- GÓMEZ-MEJÍA, L. R.; MAKRI, M.; KINTANA, M.L. Diversification decisions in family-controlled firms. **Journal of Management Studies**, 47, 223-52, 2010.
- Green, W.H. 1999. *Econometric Analysis*. Prentice Hall, Madrid.
- HADANI, M. Family Matters: Founding family firms and corporate political activity. **Business & Society**, 46, 395-498, 2007.
- HART, S., AHUJA, G. 1996. Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance. *Business Strategy and the Environment* 5, 30-37.
- HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na BM&FBovespa. *In: III Encontro Brasileiro de Finanças*, 2003.
- JENSEN, M. Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, 76, 323-329, 1986.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360, 1976.
- KAHNEMAN, D. Maps of bounded rationality: psychology for behavioral economics. **American Economic Review**, 93, 1449-1475, 2003.
- KAHNEMAN, Daniel. Maps of bounded rationality: psychology for behavioral economics. *American Economic Review*, v. 93, n. 5, p. 1449-75, dec. 2003.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, 54, 471-517, 1999.
- LANDSTROM, H. ; WINBERG, J. Financial bootstrapping in small businesses: Examining managers' resource acquisition behaviors. **Journal of Business Venturing**, 16, 235-54, 2000.
- LEAVELL, H.; MANIAM, B. A survey of small business debt financing practices. **The Business Review**, 1, 37-42, 2009.
- LEE, J. **Corporate finance in family business groups**. Doutorado em Finanças. New York University, 2011.
- MARTINS, O; PAULO, E., Reflexo Da Adoção Das Ifrs Na Análise De Desempenho Das Companhias De Capital Aberto No Brasil, *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 4, n. 9, pp. 30-54, mai-ago, 2010.
- MINICHILINI, A.; CORBETTA, G.; MACMILLAN, I. C. Top management teams in family-controlled companies: 'Faminess', 'Faultiness', and their impact on financial performance. **Journal of Management Studies**, 47, 205-22, 2010.
- MORCK, R.; STRANGELAND, D. A.; YEUNG, B. Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease. *In: MORCK, P. (ed.). Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 319-69, 2000.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento - uma análise do Brasil pós-real. **Revista de Economia Contemporânea**, ed. especial, 5, 35-67, 2000.
- MOSEBACH, J. E. **Founding family firms: Effective tax rates and dividend payout policies**. Doutorado em Finanças. University of Arkansas, 2007.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, 39, 575-592, 1984.
- NOGUEIRA, I.V; LAMOUNIER, W.M; COLAUTO, R.D. **Determinantes do Q de Tobin para o setor siderúrgico: Estudo em Companhias Abertas Brasileiras e Americanas**. *In: I Congresso ANPCONT, 2007, Gramado / RS. Anais do I Congresso ANPCONT*. Gramado / RS: Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Ciências Contábeis, pp.1-17, 2007. DISPONÍVEL EM: <http://www.anpcont.com.br/site/materia.php?id=53> Acesso em: 10 fev. 2010.
- O'CONNOR, R., BORD, R., YARNAL, B., WIEFEK, N. 2002. Who wants to reduce greenhouse gas emissions?. *Social Science Quarterly*. 83 (1), 1-17.
- ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Lucro Operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. *Congresso Brasileiro de Contabilidade*, pp. 15-7, jun. 2008. Disponível em: <http://www.furb.br/congressocont/_files/CCG029.pdf>. Acesso em: 12 ago. 2009.

- PATTEN, D. 2002. The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note. *Accounting, Organizations and Society* 27, 763-773.
- PEROBELLI, F. F. C.; SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A .B. C. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: Novas Evidências no Brasil. *In: Anais do V Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças (SBFIN)*. São Paulo, 2005.
- RABIN, Matthew. Psychology and economics. *Journal of Economic Literature*, v. 36, n. 1, p. 11-46, mar. 1998.
- RABIN, Matthew. Psychology and economics. *Journal of Economic Literature*, v. 36, n. 1, p. 11-46, mar. 1998.
- SHLEIFER, A. VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, 52, 737-83, 1997.
- SIRMON, D. G.; ARREGLE, J.; HITT, M. A.; WEBB, J. W. The role of family influence in firms' strategic responses to threat of imitation, **Entrepreneurship Theory and Practice**, 30, 979-994, 2008.
- SOARES, R. O., KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas**, 48, 73-96, 2008.
- THALER, R.; BARBERIS, N. A survey of behavioral finance. *In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Orgs.). Handbook of the economics of finance*. New York: North Holland, 2003.
- TONNETO FILHO, V; FREGONESI, M.S.F.A., Análise da variação nos índices de Endividamento e liquidez e Do nível de divulgação das empresas do setor de alimentos processados com a adoção das normas internacionais, Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2010.
- ZAHA, S. A. *et al.*. Culture of Family commitment and strategic flexibility: the moderating effect of stewardship. **Entrepreneurship Theory and Practice**, pp. 1035-54, nov., 2008.
- ZAHA, S. A. Harvesting Family Firms' Organizational Social Capital: A Relational Perspective, **Journal of Management Studies**, 47, 345-366, 2010.