

RELAÇÃO DOS DIVIDENDOS, DÍVIDA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COM O DESEMPENHO: UM COMPARATIVO ENTRE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES

FERNANDA KREUZBERG

Unirversidade Regional de Blumenau
fernandakreuzberg@gmail.com

FABIANE POPIK

FURB - FUNDACAO REGIONAL DE BLUMENAU
fabi_popik@yahoo.com.br

PAULO ROBERTO DA CUNHA

FURB - Universidade Regional de Blumenau
pauloccsa@furb.br

RELAÇÃO DOS DIVIDENDOS, DÍVIDA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COM O DESEMPENHO: UM COMPARATIVO ENTRE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES

1 INTRODUÇÃO

As empresas familiares tem um papel vital na economia mundial, porém este setor tem recebido relativamente pouca atenção nas pesquisas (VILLALONGA; AMIT, 2006). Para Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) uma empresa é familiar quando por várias gerações uma família possui o controle e a presença ativa na gestão, envolvendo-se em diferentes níveis de gestão e execução.

Os problemas de agência também estão presentes nas empresas familiares, porém em menor proporção quando comparada com empresas não familiares (SETIA-ATMAJA; TANEWSKI; SKULLY, 2009). Os problemas de agência ocorrem devido ao desalinhamento de interesse por parte de proprietários e gestores ou pode ocorrer entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (JENSEN; MECKLING, 1976).

A fim de mitigar os problemas de agência os dividendos e os contratos de dívida são mecanismos que impactam significativamente, pois, podem influenciar na redução dos fluxos de caixa livres das empresas (JENSEN, MECKLING, 1976; FACCIO, LANG, YOUNG, 2001; SILVEIRA, 2002; SETIA-ATMAJA, TANEWSKI, SKULLY, 2009).

Para Silveira (2002) a governança corporativa também é um mecanismo importante na redução dos problemas de agência, pois visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores. O Índice Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2009) destaca que o conselho de administração é o principal mecanismo de governança corporativa e tem como responsabilidade garantir que a gestão da empresa seja executada visando o interesse de todos os acionistas.

Portanto, a literatura não é unânime quando enfatiza que as boas práticas de governança corporativa não são características para melhorar o desempenho nas empresas familiares (SILVEIRA, 2002; KLEIN, SHAPIRO, YOUNG, 2005; SÁNCHEZ-BALLESTA, GARCÍA-MECA, 2007). Pautado nas empresas familiares o desempenho melhor ou pior é uma questão empírica que depende de muitos aspectos, incluindo o contexto de cada país e a influência sobre a estrutura de propriedade (RENDER; GAEREMYNCK, 2012).

Diante da importância conferida do contexto descrito no desempenho empresarial, formulou-se a questão problema do estudo: Qual a relação do pagamento de dividendos, do nível da dívida e do conselho de administração com o desempenho das empresas familiares e não familiares? Neste sentido, o objetivo da pesquisa consiste em identificar a relação do pagamento de dividendos, do nível da dívida e do conselho de administração com o desempenho das empresas familiares e não familiares.

O desenvolvimento do estudo se justifica, pois conforme Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) a literatura ainda não abordou as inter-relações dos diferentes mecanismos de governança corporativa em diferentes estruturas de propriedade. Encontrou-se na literatura apenas abordagens individuais dos mecanismos de governança e desempenho da empresa, conforme destacado nos estudos de Faccio, Lang e Young (2001); Anderson e Reeb (2004); Harada e Nguyen (2006) e no estudo de Villalonga e Amit (2006).

Neste contexto o estudo está estruturado em cinco seções, iniciando por esta introdução. Na sequência apresenta-se o suporte teórico para servir como alicerce na sustentação das hipóteses de pesquisa. Em seguida encontra-se a metodologia adotada no presente estudo e os principais resultados. Finalizando com as principais conclusões encontradas acerca da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico abarca sobre os problemas de agência, na sequência sobre a governança corporativa enfatizando os mecanismos para mitigar os conflitos de agência. Apresenta-se em seguida sobre o desempenho em empresas familiares. E se finaliza apresentando o relato do estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), ao qual se propõem a replicação, e as hipóteses de pesquisa.

2.1 Problemas de agência

A estrutura de propriedade para Lemmon e Lins (2003) é um dos principais determinantes da extensão dos problemas de agência entre controladores internos e investidores externos, tendo importantes implicações na avaliação e valor das empresas. Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) verificaram que os efeitos da estrutura de capital nas empresas têm conflitantes e inconsistentes resultados.

Okimura, Silveira e Rocha (2007) enfatizam que a concentração de propriedade pode ser prejudicial a uma empresa e as outras partes devido aos interesses dos acionistas controladores estarem desalinhados aos interesses dos demais acionistas. Nesse sentido, caracteriza-se que os interesses dos acionistas majoritários estão voltados a benefícios privados de controle, incluindo a expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, envolvimento em auto negociação e tomadas de decisões voltadas a seus interesses próprios (KIM, KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD, NOFSINGER, 2007; SETIA-ATMAJA, 2009; RENDERS, GAEREMYNCK, 2012).

A esses conflitos de interesses entre principais (majoritários e minoritários) Jensen e Meckling (1976) destacam a teoria de agência, sob o enfoque que os conflitos de interesse ocorrem em consequência das diferenças de motivação e objetivos, assimetria de informação e preferências de risco que existem entre os proprietários e os gestores. Para os autores os problemas de agência tendem a ser menores quando os interesses dos agentes (os gestores) e diretores (os acionistas) estão mais alinhados através de uma maior participação gerencial.

Em empresas familiares os conflitos de agência tendem a serem menores (SETIA-ATMAJA; TANEWSKI; SKULLY, 2009), porém mesmo quando o controle é efetuado pela família, pode ocorrer o monitoramento e gerenciamento de alguns problemas e mecanismos da empresa, em prol de benefícios próprios (VILLALONGA; AMIT, 2006).

Jensen e Meckling (1976) destacam que dividendos servem para reduzir os problemas de agência entre proprietários e gestores, reduzindo a quantidade de fluxos de caixa livres que poderia ser desapropriados. Em se tratando de pagamento de dividendos Setia-Atmaja, Tanewski, e Skully (2009) concluem que o valor pago pelas empresas familiares é maior do que o valor pago pelas empresas não familiares.

A política de dividendos depende de cada organização, sendo que em alguns casos a razão para pagamento é influenciada por motivos fiscais. Nesse contexto a conclusão referente a empresas familiares é que os dividendos são interdependentes dos mecanismos de governança e o pagamento não é conduzido por razões fiscais (SETIA-ATMAJA; TANEWSKI; SKULLY, 2009).

Silveira (2002) destaca que o estabelecimento de contratos de dívida também pode ser um mecanismo na resolução dos problemas de agência. Para o autor “a dívida é um contrato no qual o tomador de empréstimo recebe recursos do prestador, prometendo pagar por meio de um fluxo de caixa futuro” (2002, p. 17).

A este contexto, a literatura discute que o papel da dívida é pautado no comprometimento do pagamento dos fluxos de caixa livres (recursos da empresa disponíveis para reinvestimento ou distribuição de dividendos) para os investidores (JENSEN, MECKLING, 1976; FACCIO, LANG, YOUNG, 2001; SILVEIRA, 2002; SETIA-ATMAJA, TANEWSKI, SKULLY, 2009).

2.2 Governança corporativa

Entre os mecanismos voltados a mitigar os problemas de agência destacados por Silveira (2002, p. 14), apresenta-se a governança corporativa, ao qual é reportada pelo autor como um “[...] conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos custos de agência, numa situação de separação de propriedade e controle”. Para o autor a governança é atribuída como principal objetivo para garantir a maior transparência das decisões tomadas pelos controladores.

Shleifer e Vishny (1997, p. 737) definem governança corporativa como “um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem a obtenção para si do retorno sobre seu investimento”. O código das melhores práticas de governança corporativa (IBGC 2009, p.19) a define como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”.

Entre os mecanismos de governança corporativa (conselho de administração, auditoria, conselho fiscal) destaca-se o conselho de administração como principal mecanismo de governança corporativa e com a responsabilidade de garantir que a gestão da empresa seja executada visando o interesse de todos os acionistas (IBGC 2009). O código de governança descreve ainda que o conselho de administração pode ser composto por conselheiros internos, externos e independentes, porém recomenda que a organização priorize a composição de conselheiros independentes.

Os conselheiros independentes tendem a desempenhar um papel importante na proteção à expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores (ANDERSON; REEB, 2004). Ao tratar de concentração de propriedade e de conselho independente de administração, Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard e Nofsinger (2007), concluem que empresas com maior concentração de capital possui menor quantidade de conselheiros independentes.

Ao analisar o conselho de administração em empresas familiares Setia-Atmaja, Tanewski, e Skully (2009), concluem que os conselheiros independentes são mais eficazes no controle dos conflitos de agência de empresas não familiares quando comparado com empresas familiares.

O comitê de auditoria pode ajudar o conselho de administração, fornecendo supervisão sobre relatórios financeiros de contabilidade, controles que podem diminuir a assimetria de informação (SETIA-ATMAJA, 2009). Porém, Mendéz e García (2007) destacam que o comitê de auditoria tende a ser menos eficiente quando a estrutura de propriedade está concentrada nas mãos de grandes acionistas.

Portanto, a concentração de propriedade é percebida por Setia-Atmaja (2009) como podendo ser tanto um limitador como um agravante dos problemas de agência, e consequentemente, podem afetar a composição e a eficácia dos mecanismos de governança interna.

2.3 Desempenho da empresa

Nas empresas com estrutura de propriedade dispersa, segundo Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012), torna-se necessário utilizar mecanismos de governança para monitorar o seu adequado desempenho. Porém em empresas com estrutura de propriedade concentrada, os autores assinalam que os acionistas têm incentivos para realizar as tarefas de controle da empresa de modo que eles operem de acordo com os interesses dos acionistas, cujo objetivo é a maximização do lucro.

Ao contexto de valor de empresa, Render e Gaeremynck (2012) afirmam que quando os acionistas majoritários adotam práticas de governança corporativa nas empresas, devido a limitação do consumo de benefícios privados, tende-se a elevar o valor da empresa. Porém a

literatura não é unânime em seus achados quanto a valor da empresa sob o contexto de concentração de propriedade.

Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) ao realizarem uma meta-análise pautada nos efeitos da estrutura de capital sobre o valor de empresa, concluem que nos países caracterizados por conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, a concentração de propriedade tem um efeito maior sobre o desempenho da empresa do que nos países caracterizados por conflitos de agência entre gestores e proprietários. Com esse resultado os autores confirmaram a hipótese de que maior concentração de acionistas majoritários ajuda a aumentar a lucratividade da empresa.

No contexto de empresas familiares Villalonga e Amit (2006) destacam que ao analisarem se as empresas familiares apresentam maior valor do que as empresas não familiares identificaram que essa resposta depende de como a propriedade, o controle e a gestão são definidas na empresa. Os autores concluem que as empresas familiares apenas criam valor quando combinam controle e gestão familiar.

Quando pesquisado por Klein, Shapiro e Young (2005) se a governança corporativa influencia no valor das empresas, achados apontaram que não há evidências que a eficácia na governança tenha efeito positivo no valor da empresa. Acrescentam ainda que se tratando de empresas de propriedade familiar o efeito é negativo. Nesse mesmo contexto, Erickson et al. (2005) destacam que a composição do conselho não tem relação com o valor da empresa, quando existe a concentração de propriedade.

Para Silveira (2002) o conselho independente não impacta no desempenho das empresas, porém o tamanho do conselho tem relação com o desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros tendem a alcançar melhor desempenho.

2.4 Construção das hipóteses

A teoria da agência explica a relação entre a concentração de propriedade e o conselho de administração (SETIA-ATMAJA; TANEWSKI, 2009). Dessa forma para Jensen e Meckling (1976) os denominados problemas de agência surgem quando os interesses de entre gestores (agentes) e acionistas (principais) são divergentes, considerando que estes conflitos serão minimizados com uma maior participação na gestão da organização. Porém a literatura sugere que no caso das empresas familiares esses conflitos tendem a ser minimizados, devido ao fato dos proprietários terem um maior monitoramento dos gestores, permitindo o alinhamento dos interesses do agente e principal.

Porém outros autores defendem que os problemas de agência das empresas familiares surgem devido aos incentivos para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários, ou seja, o acionista majoritário se utiliza de sua posição de controle para extrair benefícios em detrimento do acionista minoritário (FACCIO, LANG, YOUNG, 2001; VILLALONGA, AMIT, 2006; HARADA, NGUYEN, 2006). Neste sentido, para Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) os dividendos podem desempenhar um papel importante no controle deste problema de agência, pois opta-se por uma menor distribuição de dividendos aos acionistas, preservando os fluxos de caixa para expropriação na empresa. Diante disso, assume-se como primeira hipótese de pesquisa que:

H₁: O pagamento de dividendos é menor nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.

Conforme Jensen e Meckling (1976) as dívidas de uma empresa podem servir como um mecanismo para reprimir os problemas de agência entre acionista e gestores, como uma maneira de reduzir os fluxos de caixa livres. Porém no caso de empresas familiares, a dívida pode ser utilizada como uma forma de expropriação para com o acionista minoritário (HARADA, NGUYEN, 2006; SETIA-ATMAJA, TANEWSKI, SKULLY, 2009). Nesse sentido se admite a segunda hipótese de pesquisa:

H₂: O nível da dívida é inferior nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.

Dessa forma, tanto os dividendos quanto as dívidas que uma empresa assume, podem auxiliar na expropriação de recursos pelos acionistas majoritários influenciando nos conflitos de interesse entre acionistas e gestores (FACCIO, LANG, YOUNG, 2001).

Para Silveira (2002) um dos mecanismos para mitigar os problemas de agente e principal é a governança corporativa, assim como a presença de um conselho de administração na empresa. Jensen (1993) por sua vez afirma que o *board* pode monitorar a empresa de forma mais próxima, para garantir ações de governança mais eficazes. Dessa forma, assume-se a terceira hipótese de pesquisa:

H₃: O tamanho do *board* é maior em empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listada na BM&FBovespa.

Anderson e Reeb (2004) enfatizam a importância dos conselheiros independentes para mitigar os conflitos de interesse de agentes e principais, pela proteção dos interesses dos acionistas minoritários. Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard e Nofsinger (2007), concluem em seu estudo que nas empresas com maior concentração de capital a quantidade de conselheiros independentes, tende a ser menor. O estudo de Setia-Atmaja, Tanewski, e Skully (2009) indica que as empresas de controle familiar têm menor proporção de conselheiros independentes do que as empresas não familiares. Nesse sentido admite-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₄: A proporção de conselheiros independentes nos *boards* é inferior nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.

Outra questão discutida sobre composição do conselho é, portanto, se ter diretores mais independentes no *board* influencia no desempenho da empresa, por exemplo. Setia-Atmaja, Tanewski, e Skully (2009) salientam que existem inter-relações entre os diferentes mecanismos de governança corporativa em resposta aos conflitos de interesses de agentes e principais. Dessa forma, assume-se a quinta hipótese de pesquisa:

H₅: Existe uma diferença significativa no impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa.

Na seção seguinte é apresentada a metodologia proposta para a análise dos dados. Nesse sentido para a confirmação de cada uma das hipóteses, serão efetuadas regressões lineares e aplicadas as equações simultâneas.

3 METODOLOGIA

O delineamento metodológico desta pesquisa é do tipo descritivo quanto aos objetivos, em se tratando dos procedimentos caracteriza-se como documental e quantitativa quanto à abordagem do problema.

3.1 Amostra e coleta de dados

A coleta de dados foi efetuada na base de dados Econômica para as informações referentes aos demonstrativos contábeis. Outra fonte de coleta formam os formulários de referência das empresas, disponível no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Dos formulários de referência foram coletadas informações referentes a composição do *board* e da estrutura acionária das empresas.

A população do estudo compreende as empresas listadas na BM&FBovespa, considerando que foram excluídas as empresas financeiras por atenderem a critérios específicos, e mais 8 empresas que não possuíam todas as informações disponíveis para efetuar a análise dos dados. Dessa forma a amostra final (considerando as informações de Agosto/2012) compreende 166 empresas familiares e 167 empresas não familiares. Para a caracterização das empresas familiares adotou-se os critérios do estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). Caracterizando-se como sendo aquelas empresas em que uma

família fundadora, ou membro da família, ou um particular controla 20 por cento ou mais das ações da empresa e esteve envolvida na alta gestão da empresa. Dessa forma considera-se para a análise apenas o período referente a 2011.

3.2 Análise dos dados

Para possibilitar a comparação dos resultados, adotaram-se os mesmos métodos estatísticos da pesquisa de base, desenvolvida por Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). Os autores utilizaram-se de 5 equações para verificar se o impacto dos dividendos, da dívida e a estrutura do *board* no desempenho é influenciado pelo controle familiar das empresas. As equações utilizadas estão descritas no Quadro 1. Nesse sentido se realizou 4 regressões lineares (referentes as equações 1, 2, 3 e 4) e por fim aplicou-se o modelo de equações simultâneas, pois a ultima equação incorpora as demais equações. Para realizar os cálculos utilizou-se o *software SPSS* versão 20.0.

Quadro 1 – Descrição das Equações

Equação 1
$Dividends = f(\text{debt, board independence, board size, family control, non family blockholders, firm size, growth opportunity, business risk, investment, DRP, industry})$
Equação 2
$Debt = f(\text{dividend, board independence, board size, family control, non family blockholders, firm size, business risk, investment, profitability, asset tangibility, industry})$
Equação 3
$Board\ size = f(\text{dividend, debt, board independence, family control, non family blockholders, firm size, CEO, firm age, free cash flows, growth opportunity, lag (profitability), industry})$
Equação 4
$Board\ independence = f(\text{dividend, debt, board size, family control, non family blockholders, firm size, CEO, firm age, free cash flows, growth opportunity, industry})$
Equação 5
$Tobin's\ Q = f(\text{dividend, debt, board independence, board size, dividend * family control, debt * family control, board independence * family control, board size * family control, non family blockholders, firm size, investment, profitability, firm age, industry})$

Fonte: Adaptado de Setia-Atmaja, Tanewski, Skully (2009).

Conforme apresentado no Quadro 1 percebe-se, por exemplo que a primeira equação relaciona os dividendos com 3 variáveis endógenas (dívidas, independência do conselho e tamanho do *board*) com o controle familiar, *Blockholders* não familiares, o tamanho da empresa, as oportunidade de crescimento de vendas, o risco do negócio, os investimentos e plano de dividendos (DRP).

Na sequência a segunda equação apontada no estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), analisa as dívidas, em seguida o tamanho do *board* e os conselheiros independentes. A última equação compreende o Q de Tobin, que busca verificar o impacto das variáveis endógenas (dividendos, dívidas, tamanho do *board* e conselheiros independentes) sobre o desempenho da empresa.

Quanto as variáveis utilizadas nas equações, apresentam-se descritas no Quadro 2.

Quadro 2 – Descrição das Variáveis

	Variável	Descrição
Variáveis Endógenas	<i>Dividend</i>	Dividendo ordinário dividido pelo lucro líquido antes de itens extraordinários.
	<i>Debt</i>	O valor contábil da dívida dividido pelos ativos totais.
	<i>Board Size</i>	O número de diretores no <i>Board</i> .
	<i>Board Independence</i>	Proporção dos conselheiros independentes no <i>Board</i> .
	<i>Tobin's Q</i>	O log natural de mercado ao valor contábil de ativos totais.
Estrutura de Propriedade	<i>Growth Opportunity</i>	A média aritmética de crescimento da receita nos últimos cinco anos.
	<i>Business Risk</i>	Desvio Padrão do EBIT dos últimos 5 anos.
	<i>Investment</i>	As despesas de capital escaladas por ativos.
	<i>DRP</i>	1, se a empresa possui plano de dividendos, caso contrário 0.

Variáveis de Controle	<i>CEO</i>	A variável binária que é igual a um se o CEO também é o presidente do conselho, caso contrário zero.
	<i>Firm Age</i>	O logaritmo natural do número de anos desde a constituição da empresa.
	<i>Free Cash Flow</i>	A diferença entre o lucro líquido antes de itens extraordinários e despesas de capital escalados por ativos.
	<i>Profitability</i>	ROA
	<i>Lag (Profitability)</i>	ROA do ano anterior
	<i>Asset Tangibility</i>	Investimentos escalados pelo ativo total.

Fonte: Adaptado de Setia-Atmaja, Tanewski, Skully (2009).

As variáveis utilizadas nas equações justificam-se de acordo com o entendimento dos autores base. Os *Blockholders* não pertencentes à família impactam na maior dispersão da propriedade, pois oferecem um controle menos eficaz (ROZEFF, 1982). Quanto ao tamanho da empresa destaca-se que as empresas maiores tendem a ter melhor acesso aos mercados de capitais, o que reduz a sua dependência do financiamento gerado internamente permitindo maiores taxas de pagamento de dividendos (AIVAZIAN; CLEARY, 2003).

Em se tratando da oportunidade de crescimento espera-se uma relação negativa entre dividendos e oportunidade de crescimento, pois as empresas de alto crescimento podem ter os pagamentos de dividendos inferiores, devido aos maiores investimento e uma tendência a reter fundos para evitar o financiamento externo com seus custos de atendimento (ROZEFF, 1982). Do ponto de vista da agência, uma relação negativa entre dividendos e risco do negócio é esperado pois, os custos de emissão são mais elevados para as empresas com maior risco (ROZEFF, 1982).

A teoria sugere que a empresa pagará dividendos apenas quando seus fundos gerados internamente não são completamente utilizados para fins de investimento. Considerando a tangibilidade dos ativos percebe-se que se uma grande fração de ativos de uma empresa são tangíveis, em seguida, os ativos devem servir como garantia.

Enquanto presidentes do conselho de administração, o seu poder como CEO pode influenciar no aumento de diretores, permitindo-lhes escolher monitores menos eficientes ou um numero de diretores maior (HERMALIN; WEISBACH, 2003). Hermalin e Weisbach (2003) indicam que as empresas mais velhas tendem a ter conselhos de administração maiores, pois o escopo e complexidade dessas empresas são maiores que em empresas mais jovens.

A teoria da agência prevê uma associação negativa entre o fluxo de caixa livre e independência de conselho (LEHN; PATRO; ZHAO, 2004). Quanto a rentabilidade Hermalin e Weisbach (2003) sugerem que a rentabilidade do ano anterior pode afetar a decisão sobre o tamanho da do conselho.

Nesse sentido, apresenta-se na seção seguinte os resultados encontrados na pesquisa comparando-se com os achados do estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) e a contribuição da literatura acerca dos resultados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste tópico apresentam-se os achados do estudo. Inicia-se descrevendo os resultados obtidos pela estatística descritiva das variáveis, e na sequência apresentam-se os achados referente às variáveis do estudo: política de dividendos, nível de dívida, tamanho do *board*, proporção do conselho independente e o efeito dessas variáveis com o controle familiar sobre o desempenho das empresas familiares e não familiares, analisando de forma comparativa com o estudo base.

4.1 Análise descritiva

A análise dos dados foi realizada por meio do *software* SPSS versão 20.0, sendo primeiramente apresentado resultados da estatística descritiva das variáveis e após os achados do Teste T, referente aos dados coletados na pesquisa realizada em empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa

Verifica-se que em média as empresas brasileiras pesquisadas relatam uma taxa de dividendos e de dívida superior ao encontrado no estudo base, que foi de 0,473 e 0,227 respectivamente. Com relação ao número médio de diretores os achados da pesquisa apontam que as empresas pesquisadas apresentam em torno de 5 diretores, sendo no estudo base encontrado cerca de 6 diretores. Quanto aos conselheiros independentes encontrou-se uma média de 10 membros por empresa.

Referente à estrutura de propriedade, os blockholders não pertencentes à família mantem uma média de 69,13% dos direitos de voto em todas as empresas pesquisadas, sendo este um percentual representativo se comparado com o encontrado na pesquisa de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) que foi de 34,4%. Porém ao verificar a idade média das empresas pesquisadas não encontrou-se muita discrepância nos achados, sendo a média de idade de 38,93 para as brasileiras e 34,02 para as australianas.

Ao verificar-se as médias confirmou-se que as empresas mais velhas tendem a ter conselhos de administração maiores, pois o escopo e complexidade dessas empresas é maior que em empresas mais jovens, conforme afirmado por Hermalin e Weisbach (2003).

Na tabela 1 apresenta-se as diferenças de média encontradas pelo Teste T para as duas amostras da pesquisa (empresas familiares e empresas não familiares).

Tabela 1 – Diferenças de média em empresas familiares e não familiares

	Empresas não familiares	Empresas Familiares	Diferença	Sig.
Dividends	1,42	12,13	-10,71	-1,182
Board independence	8,51	12,51	-3,99	-2,166
Board size	4,70	4,34	0,36	1,223
Debt	1902321,99	1101861,16	800460,83	1,126
Non-family Blockholders	97,56	40,35	57,22	24,555
Free cash flows	-0,15	-2,81	2,66	1,666
Growth opportunity	3923381,16	3908612,79	14768,37	0,009
Investments	483763,74	114127,27	369636,47	1,274
Bussines Risk	55,31	271,92	-216,60	-1,211
Asset Tangibility	0,14	0,09	0,05	0,562
Firm age	35,62	42,27	-6,65	-2,082
Tobin's Q	232,49	0,68	231,80	0,046

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme elencado da Tabela 1, existe uma diferença representativa da distribuição de dividendos, nos valores de dívida das empresas, no crescimento das receitas, nos investimentos e no risco do negócio das empresas familiares e não familiares. Porém essas diferenças são estatisticamente insignificantes, exceto para o crescimento de vendas das empresas.

Nesse sentido percebe-se que ocorre uma maior distribuição de dividendos nas empresas familiares, o que corrobora com os achados de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). Ao contrário do encontrado no estudo de base, a dívida assume maiores níveis nas empresas familiares. Ao encontro do exposto, a mesma situação se aplica para os conselheiros independentes, prevalecendo em maior número nas empresas familiares, em contraposição ao achado da pesquisa de referência.

4.2 Política de distribuição de dividendos

Os dividendos são um mecanismo que serve para reduzir os problemas de agência, pela redução da quantidade de fluxos de caixa livres que poderia ser desapropriados (JENSEN; MECKLING, 1976). Nessa direção, encontram-se na Tabela 2 os resultados dos coeficientes normalizados e o valor do R da primeira equação abordada pelo estudo, que suporta como variável dependente a política de dividendos nas empresas familiares e não familiares.

Tabela 2 – Resultados da Regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não- Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Constant		,801		,729
Debt	-,052	,699	,030	,919
Board independence	-,089	,457	-,060	,484
Board size	-,093	,414	,126	,149
Non-family Blockholders	,016	,886	,024	,800
Firm size	,037	,821	-,099	,397
Growth opportunity	,000	,999	-,081	,784
Business Risk	-,015	,910	-,014	,898
Investments	,001	,993	,037	,690
DRP	,148	,194	,158	,075
Industry	,078	,465	-,101	,240
R	,209 ^a		,209 ^a	
R Square	0,044		0,044	

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando que o *Beta Standard* busca esclarecer qual a variável que mais impacta na variável de dividendos, percebe-se que no período analisado, todas as variáveis apresentam um pequeno impacto em relação a constante, ponderando que os mesmos não são significantes. Observa-se que, por exemplo, que o tamanho do *board* impacta positivamente em 12,6% sobre os dividendos, para o caso das empresas não familiares. Em se tratando das empresas familiares a dívida, a proporção de conselheiros independentes no *board* e o tamanho do *board*, possuem uma relação negativa com a política de distribuição de dividendos. A associação dos dividendos com a dívida reforça a analogia de que os dividendos são interdependentes dos mecanismos de governança, conforme destacado por Setia-Atmaja; Tanewski; Skully (2009).

Nota-se quanto ao tamanho da empresa que nas empresas familiares o impacto é positivo (3,7%) e nas empresas não familiares o impacto é negativo (-9,9%), porém ambas não são significativas. Este achado que nos permite contrariar o entendimento de Aivazian e Cleary (2003) ao qual destacam que o tamanho da empresa está relacionado com as taxas de pagamento de dividendos.

Os achados também apontam para o que enfatiza Rozeff (1982) que pautado do ponto de vista da agência, destaca uma relação negativa entre dividendos e risco do negócio, pois, os custos de emissão são mais elevados para as empresas com maior risco. Destaca-se que essa relação foi negativa para ambas as estruturas de capital.

Percebe-se que o modelo proposto pelo estudo base apresenta um baixo poder explicativo entre as variáveis para as empresas brasileiras, pois o valor de R^2 apresenta-se muito distante de 1,0. No estudo proposto pelos autores aplicado com empresas australianas o R^2 apresenta um valor de 0,194, ou seja, o fator explicativo é superior no estudo base aplicado em empresas australianas quando comparado com o estudo realizado em empresas brasileiras.

De acordo com os resultados, verifica-se que a primeira hipótese (H_1) do estudo ao assumir que o pagamento de dividendos é menor nas empresas familiares não se confirma, pois os achados apontam que a política de distribuição de dividendos nas empresas familiares é superior ao das empresas não familiares. Esse resultado vai ao encontro dos resultados do estudo australiano de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), ao qual também contrariam a H_1 destacando que fortes indícios indicam que empresas familiares adotam taxas de pagamento de dividendos mais altos quando comparado com as empresas não familiares.

4.3 Dívida

Considerando o pressuposto por Jensen e Meckling (1976) que a dívida das empresas pode ser um mecanismo que auxilia para conter os problemas de agência, buscou-se analisar esta relação. Nesse sentido na Tabela 3 encontram-se os resultados dos coeficientes

normalizados e o valor do R da equação, que suporta como variável dependente a dívida nas empresas familiares e não familiares.

Tabela 3 – Resultado da regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não- Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Constant		,000		,065
Dividends	-,190	,815	-,023	,737
Board independence	-,033	,713	-,055	,445
Board size	-,040	,652	,012	,876
Non-family Blockholders	-,159	,060	,029	,739
Firm size	,640	,000	-,327	,001
Bussines Risk	,438	,023	-,484	,627
Investments	,275	,005	,394	,000
Profitability	-,150	,386	-,658	,519
Asset Tangibility	-,156	,101	,003	,961
Industry	-,168	,039	,006	,940
R	,653 ^a		,548 ^a	
R Square	,427		,300	

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação ao coeficiente padronizado Beta (*standardized coefficients beta*) observa-se que no caso das empresas familiares todas as variáveis apresentam uma relação negativa, exceto o tamanho da empresa, o risco do negócio e investimentos. O estudo de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) encontrou relação negativa nas empresas familiares para as variáveis dividendos, percentual de conselheiros independentes no *board*, tamanho da empresa, risco do negócio e rentabilidade. Com isso nota-se que os resultados somente se assemelham nas variáveis, tamanho da empresa e risco de negócio.

Somente apresentaram significância as variáveis tamanho da empresa e investimentos, tanto nas empresas familiares quanto nas não familiares. Portanto as demais variáveis apresentam impacto insignificante sobre a dívida, sendo que para Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) somente a independência do conselho e o tamanho do conselho parecem ter um impacto insignificante sobre a dívida.

O modelo proposto apresenta um poder explicativo de 42,7% quando aplicado as empresas familiares e de 30% para as empresas não familiares. O estudo de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) apresentou um R^2 de com um fator explicativo de 17,1%, ou seja, os resultados da pesquisa apresentam poder explicativo superior ao encontrado no estudo base.

Os resultados apontam que a dívida está associada negativamente com a política de dividendos tanto nas empresas familiares quanto não familiares, representando que ambos são utilizados como mecanismos de controle. Dessa forma se corrobora com Jensen e Meckling (1976), Faccio, Lang e Young (2001), Silveira (2002) e Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) pois o papel das dívidas é pautado no comprometimento de fluxos de caixa futuros (no caso para a distribuição de dividendos). Quanto à dívida com os resultados obtidos é possível inferir que a dívida é maior nas empresas não familiares quando comparadas as empresas familiares.

Considerando que a hipótese do estudo (H_2) assume que o nível da dívida é inferior nas empresas familiares, pode-se concluir que esta se confirma. Essa afirmação contraria os achados de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) ao qual sugerem que as empresas familiares apresentam níveis mais elevados de dívida em sua estrutura de capital.

4.4 Tamanho do *board*

A presença do *board* nas organizações auxilia na mitigação dos conflitos de agência entre agentes e principais. Dessa forma, na Tabela 4 encontram-se os resultados da regressão ao analisar a relação do tamanho do *board* nas duas amostras do estudo.

Tabela 4 – Resultado da regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não- Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Constant		,129		,701
Dividends	-,037	,615	,107	,146
Debt	-,069	,466	-,237	,384
Board independence	,263	,001	-,044	,569
Firm size	,419	,000	,442	,000
Non-family Blockholders	-,153	,045	-,044	,624
CEO	,034	,656	-,076	,335
Firm Age	,029	,708	-,012	,871
Free Cash Flows	-,229	,114	-,191	,427
Growth Oportunnity	-,012	,881	,218	,419
Lag Profitability	,097	,449	,118	,633
Industry	-,022	,777	,054	,510
R	,459 ^a		,437 ^a	
R Square	,210		,191	

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos resultados encontra-se uma relação positiva e significativa entre o tamanho da empresa e o tamanho do *board*, em ambas as amostras. Corroborando com Hermalin e Weisbach (2003) que indicaram que as empresas mais velhas tendem a ter conselhos de administração maiores, pois o escopo e complexidade dessas empresas é maior que em empresas mais jovens.

No caso das empresas familiares ocorre uma relação significativa com a independência do board, logo quanto maior for o board, maior será o percentual de conselheiros independentes, corroborando com os achados de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009). Conforme orientação do IBGC (2009) o conselho de administração deve preconizar a existência de conselheiros independentes, sendo que este fato se aplica somente para as empresas familiares.

Quanto a rentabilidade nota-se que em ambas as estruturas de propriedade não apresentam relação significativa com o tamanho do conselho. Esse achado nos permite inferir que a afirmação de Hermalin e Weisbach (2003) não aplica para a atual pesquisa, visto que os autores sugeriram que a rentabilidade do ano anterior tem relação com o tamanho do conselho.

As demais variáveis analisadas no estudo não apresentaram relação significativa com o tamanho do *board* corroborando com os achados da pesquisa base. O poder explicativo do modelo (21%) é baixo, considerando uma escala de 0 a 100.

Percebe-se diante dos achados que o tamanho do *board* é maior nas empresas não familiares se comparado com as empresas familiares, resultado este contrário a hipótese (H₃) assumida. Esse achado vai ao encontro dos resultados de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) que indicam que o controle familiar não tem impacto quanto ao tamanho do conselho.

Porém, é importante destacar que quando o controle é familiar os gestores tendem a controlar mais, dificultando a manipulação de resultados, visto que estas empresas tem horizontes de mais longo prazo (ANDERSON E REEB, 2003). Portanto infere-se que este pode ser um fator pelo qual ocasionou a conclusão de que em empresas familiares o tamanho do conselho é menor quando comparado a empresas não familiares.

4.5 Proporção de conselheiros independentes no *board*

Conforme exposto no IBGC (2009), o conselho de administração de uma organização é composto por conselheiros internos, externos e independentes, alertando que as organizações priorizem a composição de conselheiros independentes. Um dos mecanismos de proteção dos interesses dos acionistas minoritários ressalta na importância dos conselheiros independentes para mitigar os problemas de agência (ANDERSON; REEB, 2004). Nesse contexto procurou-se analisar a proporção de conselheiros em empresas familiares e não familiares, os resultados estão elencados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultado da regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não- Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Constant		,370		,022
Dividends	-,009	,906	-,030	,696
Debt	-,004	,964	-,159	,569
Board size	,268	,001	-0,43	,606
Non-family Blockholders	,175	,021	,134	,145
Firm size	,138	,242	,218	,035
CEO	,004	,961	-,065	,424
Firm Age	-,179	,022	,031	,684
Free Cash Flows	-,014	,879	-,165	,106
Growth Oportunnity	-,010	,897	,037	,894
Industry	,011	,887	,342	,000
R	,449 ^a		,368 ^a	
R Square	,202		,135	

Fonte: Dados da pesquisa.

Em inclusão ao coeficiente padronizado *Beta* observa-se que existe uma relação negativa entre dividendos e nível de dívida em ambas as amostras do estudo. Portanto percebe-se a existência de uma relação significativa entre o tamanho do *board* e a proporção de conselheiros independentes nas empresas familiares.

Averigua-se uma relação negativa existente entre a independência do conselho e os fluxos de caixa. O resultado vai ao encontro de Leh, Patro e Zhao (2004), pois a teoria da agência prevê essa associação negativa entre as variáveis.

O modelo proposto apresenta um poder explicativo de 20,2 % e 13,5% para as empresas familiares e não familiares respectivamente. O estudo de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) apresentou um R^2 de com um fator explicativo de 31,9%, considerado alto ao comparar com o poder explicativo da pesquisa brasileira.

De acordo com os achados, conclui-se que existe um diferença na proporção de conselheiros independentes do *board* para as duas amostras, prevalecendo uma maior magnitude para as empresas familiares, confirmando-se a quarta hipótese (H_4) da pesquisa. Esse achado diverge do encontrado no estudo base, ao qual evidenciou que fortes evidências apontam que empresas familiares adotam uma menor proporção de conselheiros independentes no conselho quando comparado com empresas não familiares.

Portanto com isso é possível afirmar que a proporção dos conselheiros independentes no *board* é superior nas empresas familiares. Anderson e Reeb (2004) ressaltam que a eficácia do conselho independente nas empresas familiares está relacionada a não participação de membros na família no conselho independente e no CEOs, visto que esses por serem da família podem agir voltados aos seus interesses próprios, comprometendo a qualidade do conselho.

4.6 Estrutura de propriedade e o efeito sobre o desempenho

Existem vários fatores que podem impactar no desempenho das empresas, e estes podem variar de acordo com a concentração de propriedade, ou seja, o fato de a empresa ser de controle familiar ou não (SETIA-ATMAJA TANEWSKI E SKULLY, 2009). Nesse contexto a Tabela 6, apresenta os resultados encontrados neste estudo.

Tabela 6 – Resultado da regressão

	Beta Standard	Sig.
Constant		,015
Dividends	-1,071	,850
Debt	-,069	,718
Board independence	,427	,002
Board size	-,001	,992
Dividends*Family control	1,050	,853
Debt*Family control	-,066	,492

Board independence*Family control	-,374	,023
Board size*Family control	,100	,517
Non-family Blockholders	-,074	,494
Firm size	-,199	,060
Investment	,122	,538
Profitability	-,085	,328
Firm age	-,019	,820
Industry	-,004	,961
R	,335 ^a	
R Square	,113	

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados na Tabela 6, percebe-se que nas empresas não familiares existe uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e o nível da dívida das empresas e tamanho do *board*, por outro lado existe uma relação positiva entre a proporção de conselheiros independentes. Ao considerar as empresas familiares, existe uma relação positiva entre o pagamento de dividendos e o tamanho do *board*, e uma relação negativa entre dívida e conselheiros independentes com o desempenho.

Os achados da pesquisa quanto ao conselho independente nas empresas não familiares divergem do entendimento de Silveira (2002) e Erickson et al. (2005) que destacam que o conselho independente não é significativamente relacionado com o desempenho da empresa, consequentemente não impactando neste. Porém quanto ao tamanho do conselho, Silveira (2002) destaca que este está relacionado com o desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros tendem a alcançar melhor desempenho, afirmação que diverge dos resultados encontrados tanto nas empresas familiares quanto não familiares.

Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) encontraram uma relação positiva entre dividendos, independência do conselho e tamanho do *board* com o desempenho da empresa familiar, mas não estão relacionados à dívida. Nas empresas não familiares o desempenho é positivamente relacionada com a independência do conselho e negativamente relacionada à dívida mas não relacionada aos dividendos e tamanho da placa. Os resultados também indicam que o impacto de dividendos, dívida e do tamanho do *board* sobre o desempenho das empresas familiares é mais forte do que para as empresas não familiares, mas o impacto da independência do conselho é mais fraca para as empresas familiares.

Dessa forma, confirma-se a última hipótese de pesquisa (H₅) pois existe uma diferença significativa no impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenhos das empresas analisadas. Pode-se concluir ainda que o desempenho das empresas não familiares é superior que o das familiares, conforme evidenciado pelo Q de Tobin.

Esse achado é convergente aos achados de Klein, Shapiro e Young (2005), Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) que afirmam que nas empresas de controle familiar não há evidências que a eficácia na governança tenha efeito positivo no desempenho da empresa quando comparado com empresas de controle não familiar. Para Villalonga e Amit (2006) esse impacto está relacionado com a propriedade, o controle e a gestão que são definidas na empresa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo identificar a relação do pagamento de dividendos, do nível da dívida e do conselho de administração com o desempenho das empresas familiares e não familiares. A pesquisa está baseada no estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) realizado na Austrália. A metodologia do estudo é caracterizada como descritiva, documental e quantitativa, sendo que a amostra compreende 166 empresas familiares e 167 empresas não familiares listadas na BM&FBovespa no período de 2011.

Os dados foram analisados por meio de regressões lineares e equações simultâneas sendo as variáveis delineadas de acordo com o estudo base. Foram testadas as cinco hipóteses

propostas sendo que destas, duas divergiram os resultados com o estudo base e três possibilitaram chegar a resultados semelhantes.

Os resultados apontam que existe uma diferença representativa da distribuição de dividendos, nos valores de dívida das empresas, no crescimento das receitas, nos investimentos e no risco do negócio das empresas familiares e não familiares. Quanto ao pagamento de dividendos percebe-se que nas empresas familiares taxas são superiores quando comparado com empresas não familiares, o que corrobora com os achados de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009).

Quanto a dívida os achados apontam que os maiores níveis estão relacionados na estrutura de capital das empresas familiares, contrariando os achados no estudo de base. Ao encontro do exposto, a mesma situação se aplica para os conselheiros independentes, prevalecendo em maior número nas empresas familiares, em contraposição ao achado da pesquisa de referência.

Constatou-se também que existe uma diferença significativa no impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa, ao qual permite concluir baseado nos cálculos estatísticos de Q de Tobin que o desempenho das empresas não familiares é superior que o das familiares.

Portanto, é possível concluir, com aos achados da pesquisa, que existe relação dos dividendos, da dívida e do conselho de administração com o desempenho das empresas, sendo alguns fatores estão, em média, mais relacionados do que outros, permitindo-nos por meio da análise comparativa com os resultados encontrados por Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) inferir que os resultados não foram significativamente divergentes.

Conclui-se que as empresas familiares não possuem níveis mais elevados de pagamento de dividendos como uma maneira de manter a eficácia no controle dos problemas de agência II. Para a mitigação dos problemas de agência I as empresas não familiares veem a presença de um elevado número de conselheiros independentes no *board*, como um mecanismo essencial para os problemas de agência. Finalizando, pode-se constatar que o desempenho das empresas é significativamente influenciado pela independência do conselho tanto nas empresas familiares quanto nas empresas não familiares, sendo esta uma justificativa para o incentivo de ter mais conselheiros independentes no *board*.

Sugere-se para a realização de futuras pesquisa a delimitação de uma outra amostra de pesquisa, como por exemplo analisar se o nível de governança das empresas influencia da mitigação dos conflitos de agência sob a perspectiva de acionistas majoritários e acionistas minoritários.

REFERÊNCIAS

- AIVAZIAN, V.; CLEARY, S. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, v. 3, p. 371-87, 2003.
- ANDERSON, R.C.; REEB, D. M. Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, v. 49, n. 2, p. 209-37, 2004.
- ERICKSON, J.; PARK, Y. W.; REISING, J.; SHIN, H. H. Board composition and firm value under concentrated ownership: the canadian evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, v. 13, p. 387-410, 2005.
- FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, v. 91, n.1, p. 54-78, 2001.
- HARADA, K.; NGUYEN, P. *Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan*. 2006.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of Directors as Endogenously Determined Institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, v. 9, p. 7-26, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831–880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p. 305-376, 1976.

KIM, K. A.; KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD, P.; NOFSINGER, J. R. Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p. 859–880, 2007.

KLEIN, P., SHAPIRO, D.; YOUNG, J. Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value. *Corporate Governance: An International Review*, v. 13, n. 6, p. 769-784, 2005.

LEMMON, M. L.; LINS K. V. Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finances*, v. 53, n. 4, p. 1445-1468, 2003.

LEHN, K.; PATRO, S.; ZHAO, M. Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000. *Working Paper* (University of Pittsburg), 2004. Disponível em: http://public.kenan-flagler.unc.edu/faculty/shivdasani/unc-duke%20corporate%20finance/LehnPatroZhao_Determ_Struct_Boards_0903_2004.pdf. Acesso em: 10 de ago. 2012.

MARTIN-REYNA, J. M.S.; DURAN-ENCALADA, J. A. The relationship among family business, corporate governance and firm performance: Evidence from the Mexican stock Exchange. *Journal of Family Business Strategy*, v.3, p. 106–117, 2012.

MÉNDEZ, C.; GARCÍA, R. The effects of ownership structure and board composition on the audit committee meeting frequency: Spanish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, v. 15, n. 5, p.909–922, 2007.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review*, n. 20, v. 2, p.125–143, 2012.

ROZEFF, M.S. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, v. 5, n. 3, p. 249-59, 1982.

SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P.; GARCÍA-MECA, E. A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance. *Corporate Governance*, n. 15, v. 5, p.879-893, 2007.

SETIA-ATMAJA, L. Governance mechanisms and firm value: The impact of ownership concentration and dividends. *Corporate Governance: An International Review*, v. 17, n. 6, p. 694–709, 2009.

SETIA-ATMAJA, L. Y.; TANEWSKI, G.; SKULLY, M. T. The role of dividends, debt and board structure in the governance of Family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 36, n. 7, p. 863–898, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

VILLALONGA, B.; R. AMIT. How Do Family Ownership, Control, and Management, Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, v. 80, n. 2, p. 385–417, 2006.