

## **Uma análise do endividamento das empresas familiares brasileiras nos diversos setores da economia**

**LILIANE CRISTINA SEGURA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
liliane.segura@mackenzie.br

**CARINA GONCALVES DE OLIVEIRA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
carina.goliveira@hotmail.com

**MARIA DA GLÓRIA AINA SADEK DE OLYVEIRA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
mg.olyveira@uol.com.br

**STEPHANIE ALVES DE SOUZA**

Universidade Presbiteriana Mackenzie  
stephaniealvesds@gmail.com

## 1 INTRODUÇÃO

Um dos fatores determinantes da sobrevivência das organizações é a sua estrutura de capitais (BIAGNI, 2003). A Estrutura de Capital é definida por Brito, Corrar e Batistella (2007) como sendo a forma com que as empresas utilizam os recursos obtidos através de fontes de capital próprio e de terceiros a fim de financiarem seus ativos.

Segura (2011) salientou que, embora tenham sido realizados diversos estudos em Finanças Corporativas a respeito das empresas familiares e do controle familiar em empresas abertas, ainda faltam trabalhos que relacionem gestão de membros da família proprietária, concentração de capital e estrutura de capital das empresas. Foi com essa motivação que a pesquisadora desenvolveu seu trabalho sobre esta relação.

De forma a dar continuidade às pesquisas já existentes, buscou-se relacionar neste artigo o endividamento nas empresas familiares, acrescentando à análise a influência da teoria de agência e segmentando as empresas familiares de acordo com a realidade brasileira. Com essas premissas, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: Existe diferença na estrutura de capital das empresas familiares e não familiares nos diversos setores da economia brasileira?

Tendo em vista o tema exposto, admite-se como objetivo geral desta pesquisa a comparação entre o nível de endividamento das empresas sob influência da gestão e controle familiar com aquelas que possuem gestão profissional, dentro dos diversos setores da economia brasileira.

Para este fim, estabeleceu-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar quais empresas listadas na Bovespa são familiares e quais não são familiares;
- Identificar as empresas listadas na Bovespa dentro dos diversos setores;

Nos últimos anos, em decorrência das transformações ocorridas no ambiente macroeconômico, com a abertura comercial, a liberalização cambial e a estabilização da moeda, assume grande importância a discussão a respeito da relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro, a estrutura de capital das empresas e a criação de valor para as empresas (GUSMÃO, RAIFUR E LEMES JUNIOR, 2008).

Diversas pesquisas na literatura estudam a estrutura de capital em empresas familiares. Como Segura (2011) relata, não há um consenso sobre os resultados encontrados. Alguns trabalhos mostram que há um endividamento menor nas empresas familiares quando comparadas com as não familiares. Outros evidenciam um endividamento maior nas empresas familiares do que nas não familiares. E, ainda, há os que não encontraram relação entre a estrutura de capital das empresas e o fato de serem familiar ou não.

Por este motivo é importante saber se existe diferença entre as empresas familiares e as não familiares dentro dos diversos setores da economia brasileira, sabendo que a teoria de agência têm forte influência nas tomadas de decisões, principalmente, em empresas não familiares.

## 2 REFERENCIAL TEORICO

O termo Teoria de Agência foi criado pelos autores Jensen e Meckling em 1976, quando definiram o relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. Assim sendo, se ambas as partes agem tendo como objetivo a maximização de suas utilidades pessoais, a Teoria de Agência afirma que existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. O problema de agência ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas, motivo pelo qual são contratados (SAITO e SILVEIRA, 2008).

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

O problema descrito por SAITO e SILVEIRA (2008) pode se mostrar bem evidente em empresas Familiares onde muitas vezes há vontade do proprietário em transmitir a empresa para a próxima geração e/ou incluir familiares na gestão da empresa mesmo que estes não sejam tão bem qualificados para o cargo, ou seja, o intuito é maximizar a utilidade pessoal.

Conforme abordado por Segura (2011), o princípio, a teoria econômica das decisões, as iniciativas bem como as motivações gerenciais irão mudar, uma vez que a empresa não é mais tratada apenas como uma propriedade em que seus donos se beneficiam de tudo o que esta pode trazer de retorno. Já que não há uma separação clara entre os proprietários (acionistas) e os controladores (gestores) da empresa familiar, haverá influência clara no tipo de decisão destes e na forma de gerir os ativos da empresa.

## **2.1. Empresas Familiares**

Verstraete (2000) chama a atenção para a dificuldade em definir empresa familiar. Numa perspectiva tradicional, uma empresa é considerada familiar se o controle da propriedade está nas mãos de um indivíduo ou dos membros de uma mesma família. Juntamente com esses fatores, a gestão da empresa e a vontade do proprietário de transmitir a empresa para a próxima geração também podem configurar uma empresa como familiar. Para Leone (1992), a empresa é familiar quando foi iniciada por um membro da família, quando membros da família participam da propriedade ou direção, ou ainda quando há valores institucionais ligados à família e a sucessão está vinculada à família. Em geral, os estudos sobre empresas familiares (WESTHEAD e COWLING, 1998) consideram que a propriedade, a gestão e a sucessão ou a intenção de passar o bastão definem uma empresa como familiar.

Ao considerar a empresa familiar como a que tem a família no controle e gestão da propriedade, essa compreensão só se torna possível a partir do momento em que se define claramente quem é a família. Para o estudo de empresas familiares essa clareza é uma questão epistemológica que não pode ser negligenciada, pois os principais obstáculos para a definição de empresa familiar estão relacionados com as diferentes concepções culturais de família, como salienta Stewart (2003) e com a dificuldade em definir o que é família (DYER, 2003). Dyer (2003) ressalta que atualmente o número de empresas iniciadas e dirigidas por casais é cada vez maior, e tanto situações de consangüinidade quanto de matrimônio podem ser consideradas para fins de empresas familiares.

Rossato Neto e Cavedon (2004) fizeram uma pesquisa sobre o conceito e afirmam existirem algumas características comuns em conceitos encontrados, tais como presença de uma segunda geração nos negócios da família e o envolvimento de membros da família na propriedade e ou direção do negócio (SEGURA, 2011).

Conforme Leach (1998), empresa familiar pode ser entendida como aquela influenciada por uma família ou por uma relação familiar. É importante também destacar o grau de envolvimento de membros de uma família conforme expõe Longenecker et al (1997), onde: “falar de uma empresa familiar é tornar implícita a propriedade ou outro envolvimento de dois ou mais de uma família na vida e funcionamento dessa empresa.” (LONGENECKER et al, 1997, p.135).

É importante destacar que para uma administração enxuta da empresa familiar é necessário que haja um consenso dentro da família ao tomar decisões e ao passarem estas para o corpo de gestores, agindo desse jeito evita-se que os objetivos da família e da empresa sejam chocados, o que poderia levar ao fim desta conforme destaca Lank (2002):

*(...) muitos atritos podem surgir no interior da família e entre a mesma e a administração da empresa, com seu corpo de diretores, com conseqüências muito negativas para a empresa e para a família, que faz com que esta não seja capaz de se dirigir de maneira consensual à equipe administrativa e ao corpo de diretores. (LANK, 2002, P.2).*

Além da característica de se formar a partir do espírito empreendedor, estas organizações possuem outras características a serem destacadas. Segundo Silva et al (1999), para uma empresa ser enquadrada como familiar, a organização deve reunir as seguintes características:

1. “A família deve possuir propriedade sobre a empresa, podendo assumir propriedade total, propriedade majoritária ou controle minoritário”;
2. “A família deve influenciar nas diretrizes da gestão estratégica da empresa”;
3. “Os valores da empresa são influenciados ou identificados com a família”;
4. “A família determina o processo sucessório da empresa”.

A empresa familiar tem como característica básica a sucessão do poder de maneira hereditária a partir de uma ou mais famílias.

Uma pesquisa realizada por Segura (2011) explana harmoniosamente importantes classificações de empresas familiares. Em seu trabalho cita a revisão teórica de Oro et al (2008), sobre as principais classificações de empresa familiar. Concluiu-se que há duas características fundamentais “participação majoritária da família no capital da empresa e membros da família na gestão do negócio”.

Segura (2011) apresenta também critérios de classificação de Bornholdt (2005), autor de importante destaque que estabeleceu os seguintes critérios para auxiliar a classificação de uma empresa familiar:

- 1) Controle acionário da família;
- 2) Sucessão de poder determinadas pela relação afetiva;
- 3) Parentes em cargos estratégicos tais como Diretoria e Conselho de administração;
- 4) Crenças e valores da empresa identificados com a família;
- 5) Repercussão na empresa de atos dos membros da família;
- 6) Negociações acionárias não são livres.

Com exceção das estatais já privatizadas e as multinacionais, 95% das maiores empresas são familiares (a maioria na segunda geração) e só em 1999, os investimentos estrangeiros aumentaram para 54% sua participação no mercado das fusões e aquisições, cerca de 455 ao total o que levou a estimativa de investimento direto para 25 bilhões de dólares.

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

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

## 2.2. Estrutura de capital em empresa familiar de diferentes setores da economia

Nos últimos anos, em decorrência das transformações ocorridas no nosso ambiente macroeconômico, com a abertura comercial, a liberalização cambial e a estabilização da moeda, assume grande importância a discussão a respeito da relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro, a estrutura de capital das empresas e a criação de valor para as empresas (GUSMÃO, RAIFUR E LEMES JUNIOR, 2008).

Existem na literatura diversas pesquisas que mostram a estrutura de capital em empresas familiares. Como Segura (2011) relata, não há um consenso sobre os resultados encontrados. Alguns trabalhos mostram que há um endividamento menor nas empresas familiares quando comparadas com as não familiares. Outros evidenciam um endividamento maior nas empresas familiares do que nas não familiares. E, ainda, há os que não encontraram relação entre a estrutura de capital das empresas e o fato de serem familiar ou não.

Quando se analisa a estrutura de capital em empresas de diferentes setores da economia os resultados obtidos também são controversos.

Gimenes, Opazo e Gimenes (2003) investigaram 52 cooperativas agropecuárias singulares do Estado do Paraná. Concluíram que, de modo geral, as cooperativas captam os recursos que, no momento, apresentam-se economicamente mais viáveis, ou seja, são oportunistas, não se orientam por uma estrutura de capital e, também, não seguem uma ordem de preferência na captação de recursos.

Gusmão, Raifur e Lemes Junior (2008) realizaram a análise do padrão de endividamento/financiamento, por setor econômico. A amostra da pesquisa é constituída de 48 empresas, das 459 que possuíam ações negociadas na Bovespa em novembro de 2007. Concluíram que nenhum setor econômico utiliza 100% de capital de terceiros ou 100% de capital próprio. No setor de Indústria de Petróleo, Gás e Biocombustível as empresas utilizam mais capital próprio do que de terceiros. No setor de Mineração, 17,5% das empresas utilizam capital próprio e capital de terceiros de forma proporcional, 42,5% utilizam mais capital próprio do que de terceiros, e 40% das empresas utilizam mais capital próprio.

Oliveira e Antonialli (2011) estudaram 69 empresas agroindustriais do sul de Minas Gerais. Os resultados demonstraram que, de modo geral, a ação da estrutura de capital em gerar valor para a empresa não tem sido aplicada. A sua utilização pela maioria das empresas está relacionada a mudara estrutura de capital pela taxa média de retorno. Portanto, as empresas estão preferindo trabalhar com capital próprio em relação ao capital de terceiros, pois consideram que o custo de capital dos empréstimos existentes no mercado esteja alto. Assim, as decisões financeiras estão relacionadas às oportunidades de investimento do que com a combinação ótima de capital próprio ou capital de terceiros.

Genz, Bagetti e Oro (2011) estudaram 11 empresas selecionadas de forma intencional, tendo como critério as empresas do setor de Siderurgia e Metalurgia de capital aberto, que integram a lista das 500 maiores e melhores empresas de 2009. Os resultados da pesquisa demonstram que predominam nas empresas estudadas, tanto no ano de 2008 quanto em 2007, o uso de capital próprio para financiar a estrutura das empresas. Em 2007, o custo médio ponderado de capital é mais elevado nas empresas que utilizam mais capitais próprios e em 2008 nas empresas que utilizam mais capitais de terceiros em suas estruturas de capitais.

Tavares (2008) estudou a estrutura de financiamento de 11 empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil de incorporação imobiliária listada na Bovespa. Concluiu que as características setoriais influenciam a estrutura de financiamento; o setor de construção civil apresenta endividamento inferior à média das demais empresas, mais concentrado em moeda nacional e aplicações financeiras superiores à dívida onerosa. O setor apresenta características que indicam o baixo uso de recursos de terceiros e, que, portanto, explicariam as emissões de ações: baixa tangibilidade, empresas de menor porte, elevado crescimento, elevada volatilidade de resultados.

Silva et al ( 2009 ) realizaram um estudo comparando o endividamento da cooperativa do setor de agro alimento do Vale do Taquari, e as companhias do setor listadas na Bovespa, considerando os anos de 2001 a 2008. Concluíram que as cooperativas da cadeia do agro alimento apresentam formas limitadas e diferenciadas de financiamento em relação às companhias da Bovespa. Devido a sua constituição legal e jurídica, as cooperativas não possuem possibilidade de captação de recursos via emissão de títulos no mercado acionário, tornando-as dependentes exclusivamente dos recursos dos associados, lucros e fontes bancárias.

No setor de agronegócios Bonacim, Gaio e Ambrozini (2009) analisaram a relação entre o nível de endividamento e estrutura de ativos de 36 empresas de capital aberto do agronegócio, dos setores de “Agropecuária e Pesca” e “Alimentos e Bebidas”, durante o período de 1997 a 2007. Os resultados demonstraram que as mudanças ocorridas na Alavancagem geram variações na tangibilidade das empresas, o que explicaram pela grande busca de financiamentos garantidos por alienação fiduciária de ativos imobilizados, o que facilita o acesso ao crédito por parte das empresas do setor de Agronegócios, aumentando os prazos de pagamento e diminuindo os juros.

Flores & De Gregori (2010) pesquisaram a gestão de risco em 50 cooperativas agropecuárias cadastradas na Federação das Cooperativas do Rio Grande do Sul (FECOAGRO). Verificaram que elas reconhecem a importância do risco financeiro e preocupam-se com altos níveis de endividamento. Além disso, as cooperativas consideram os indicadores econômicos e financeiros ferramentas importantes para sua gestão. No entanto, um comportamento conservador quando se trata de oportunidades de crescimento que ocasionem exposição ao risco.

Bonacim, Ambrozini e Nagano (2006) realizaram um estudo do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras de capital aberto, de 1996 a 2004. Esta pesquisa revelou que as empresas brasileiras de capital aberto não possuem uma estrutura de financiamento parecida com o das outras empresas do mesmo setor. Isto foi mais fortemente observado nos setores Têxtil, de Energia Elétrica, Comércio, Construção e Siderurgia e Metalurgia e observado com menor intensidade nos setores de Eletroeletrônicos e Papel e Celulose. Outra constatação do estudo foi que a variabilidade de índices de passivo oneroso de longo prazo sobre patrimônio líquido entre as empresas de um mesmo setor era alta em 1996 e elevou-se no decorrer dos anos para oito dos onze setores analisados, com destaque para os setores Têxtil e Comércio, onde a elevação do desvio foi ainda maior. Observaram também, que exceto para um pequeno número de empresas, a grande maioria das corporações brasileiras alteraram consideravelmente sua alavancagem no decorrer dos últimos nove anos. Além do exposto, não existe similaridade entre o endividamento médio dos setores analisados.

Noriller et al (2011) comparou a situação econômico-financeira de 4 empresas de capital aberto do segmento de açúcar e álcool listadas na BM&F Bovespa S.A. Concluíram que as usinas sucroenergéticas sofreram reduções em seus indicadores de liquidez e rentabilidade; os indicadores de endividamento apresentaram aumento durante o período analisado; a situação econômico financeira das empresas é ruim, justificada pela crescente piora de seus indicadores.

### **3 METODOLOGIA**

Este trabalho visa verificar a ocorrência de diferença no endividamento de empresas familiares de diversos setores da economia. Para tanto, utilizou-se o método de pesquisa quantitativo. Esta pesquisa estudou o nível de endividamento das empresas familiares e não familiares, segmentadas por setor de atividade econômica, a fim de estabelecer relações entre as variáveis dependentes e independentes descritas a seguir. Assim, conclui-se a partir das premissas Sampieri *et al* (2006), que este estudo é do tipo correlacional.

A população são as empresas listadas na BM&FBovespa em 2011. A amostra final foi de 365 empresas, desconsiderando-se as instituições financeiras classificadas como bancos. Utilizou-se informações disponíveis na base de dados Econômica do período de 2004 a 2011, possibilitando 2.920 observações segmentadas entre 21 setores de atividade. Obteve-se, em média, 139 observações por setor, destacando-se os seguintes casos: Energia Elétrica com 360 observações; Construção Civil com 240 observações; Têxtil com 232 observações; e Siderurgia e Metalurgia agragando 200 observações.

Os dados obtidos foram tratados por regressão linear múltipla, sob o método de painel com efeitos aleatórios, como o apoio do software Stata 11<sup>®</sup>. As variáveis dependentes, assim como as variáveis independentes, foram obtidas de estudos nacionais e internacionais (FORTE, 2005; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; SOARES e KLOECKNER, 2008; PEROBELLI; SILVEIRA; BARROS 2005; BARROS, 2005; ANDERSON e REEB, 2003), conforme descrito a seguir.

### 3.1 Variáveis Independentes

**OPORTUNIDADE DE CRESCIMENTO:** A oportunidade de crescimento é uma medida muito importante, que influencia no aumento de débito nas empresas brasileiras (HEINEBERG e PROCIANOY, 2003; PEROBELLI; SILVEIRA; BARROS, 2005; SOARES e KLOECKNER, 2008).

A oportunidade de crescimento é dada pela seguinte fórmula:

$$OPCR(i,t) = VM(i,t) / VP(i,t)$$

Onde:

OPCR(i,t) = oportunidade de crescimento da empresa i no ano t

VM(i,t) = valor de mercado das ações da empresa i no ano t

VPP(i,t) = valor do patrimônio líquido contábil da empresa i no ano t

**TAMANHO:** O tamanho da empresa deve ser estudado como uma variável de controle, pois alguns trabalhos brasileiros mostram que quanto maior for o tamanho da empresa, espera-se, também que seja maior o seu endividamento (SOARES e KLOECKNER, 2008; PEROBELLI; SILVEIRA; BARROS, 2005). O tamanho da empresa pode ser expresso por:

$$LNAT(i,t) = \text{o logaritmo neperiano do Ativo Total da empresa i, no ano t.}$$

**TANGIBILIDADE:** A tangibilidade é o critério segundo o qual se avaliam os ativos imobilizados de uma empresa (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008). Essa variável de controle é utilizada pela maioria das pesquisas de estrutura de capital, como um dos fatores determinantes para tal, e a fórmula utilizada foi:

$$TANG(i,t) = I(i,t) / AT(i,t)$$

Onde:

TANG(i,t) = tangibilidade da empresa i, no ano t

I(i,t) = imobilizado líquido da empresa i, no ano t

AT(i,t) = ativo total da empresa i, no ano t

**BENEFÍCIO FISCAL:** Quanto maior for o benefício fiscal da dívida, mais a empresa irá buscar o endividamento com terceiros (MODIGLIANE e MILLER, 1963). Como Barros (2005), utilizou-se neste trabalho o benefício fiscal extra dívida, pois este capta todas as

despesas não relacionadas com as dívidas da empresa, mas que pode influenciar no endividamento. A fórmula utilizada foi:

$$(Deprec(i,t) + Amort(i,t)) / AT(I,t)$$

Onde:

Deprec(I,t) = depreciação da empresa i, no ano t

Amort(i,t) = amortização da empresa i, no ano t

AT(i,t) = ativo total da empresa i, no ano t

SETOR: O setor foi utilizado para identificar, através de dummies, se a empresa pesquisada pertencia ou não a determinado setor, classificado pelo Económica.

ANO: O ano foi identificado por dummies para captar eventuais choques macroeconômicos e eventuais efeitos temporais que podem afetar a todas as empresas.

### 3.2 Variáveis Dependentes

A variável dependente de endividamento será denominada  $Endi,t$  e será representada pelas proxies de endividamento apresentadas da seguinte forma:

ENDIVIDAMENTO TOTAL: O endividamento total representa o total de endividamento da empresa no curto ou longo prazo. Este índice mede a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações, isto é, sua alavancagem financeira e, é uma das mais usadas para medir a estrutura de capital de uma empresa. É dado pela seguinte fórmula:

$$ET(i,t) = (PC(i,t) + PNC(I,t)) / AT(I,t)$$

Onde:

ET(i,t) = Endividamento total da empresa i, no ano t.

PC(i,t) = Passivos circulantes da empresa i, no ano t.

PNC(i,t) = Passivos não circulantes da empresa i, no ano t.

AT(i,t) = Ativo Total da empresa i, no ano t.

ENDIVIDAMENTO DE CURTO PRAZO: O endividamento de curto prazo mede as dívidas assumidas pela empresa, seja por conta de seus accruals, seja por conta de financiamentos de curto prazo. Desta forma, a fórmula para o endividamento de curto prazo é:

$$ECP(i,t) = PC(i,t) / AT(i,t)$$

Onde:

ECP(i,t) = Endividamento de Curto Prazo, da empresa i, no ano t.

PC(i,t) = Passivo Circulante da empresa i, no ano t.

AT(i,t) = Ativo Total da empresa i, no ano t.

#### 4. RESULTADOS DA PESQUISA

Os resultados da pesquisa encontram-se na tabela 1, na qual se observa diferenças nas empresas familiares e não familiares, entre o endividamento total e endividamento de curto prazo, nos diferentes setores.

**Tabela 1: Tabela resumo dos resultados das regressões por setor e tipo de endividamento**

SETOR	ENDIVIDAMENTO TOTAL			ENDIVIDAMENTO DE CURTO PRAZO		
	FAMILIAR	P>[Z]	R <sup>2</sup>	FAMILIAR2	P>[Z]3	R <sup>2</sup> 4
AFS	0,000219	0,999	0,9857	0,1973049	<b>0,037</b>	0,7475
AEE	-0,012831	0,881	0,3316	0,0398034	0,328	0,2715
ATR	-0,229285	0,588	0,0141	0,0286059	0,731	0,5508
AAG	-0,628272	<b>0,007</b>	0,8775	-0,446754	<b>0,007</b>	0,8637
AMR	0,105659	0,816	0,7599	0,0380877	0,823	0,7217
AAB	-0,21906	0,233	0,4693	-0,046305	0,515	0,4872
ATX	-0,101504	0,559	0,5816	-0,114225	0,126	0,1356
ACM	-0,165917	0,236	0,4631	-0,092932	0,177	0,2755
AMI	0,071133	0,566	0,9726	0,1435256	<b>0,05</b>	0,9864
ATC	0,62017	<b>0,001</b>	0,8519	0,1812267	<b>0,011</b>	0,8091
AEL	0,399601	0,063	0,5285	0,0697618	0,407	0,5659
AVE	0,005739	0,987	0,6016	-0,166128	0,144	0,4469
ANM	-0,526786	0,094	0,9995	-0,015309	0,859	0,9995
AOT	-0,052036	0,649	0,3264	0,0294149	0,5	0,1956
APC	0,038598	0,192	0,93	-0,007708	0,714	0,9974
AQQ	0,345836	0,31	0,3521	0,0143915	0,9	0,2839
ASM	-0,709854	<b>0,01</b>	0,3131	-0,196343	<b>0,01</b>	0,3005
ASD	-0,095229	0,599	0,9683	-0,311879	<b>0</b>	0,9899

Fonte: Dados da Pesquisa

Nesta tabela são apresentados os resumos dos resultados das regressões referentes à regressão linear com Efeitos Aleatórios para todas as variáveis dependentes: ET (endividamento total), ECP (endividamento de curto prazo). As variáveis independentes utilizadas para controle são: Lucratividade, Oportunidade de Crescimento, Tangibilidade, Fluxo de Caixa Livre, Benefício Fiscal, Singularidade, Crescimento de Vendas, Emissão de Debêntures e também se utilizaram as *dummies* de ano para controlar o ano da observação e as *dummies* de setor para o segmento econômico de atuação. A significância estatística utilizada é no nível de 5%. Em negrito estão os resultados que apresentaram significância estatística. A classificação de setores foi feita pela base de dados Econômica e contemplou as seguintes variáveis: AFS (Financeira e de Seguros), APG (Petróleo e Gás), AEE (Energia Elétrica), ATR (Transportes), ACT (Construção), AAG (Agropecuária), AMR (Mineração), AAB (Alimentos e Bebidas), ATX (Têxtil), ACM (Comércio), AMI (Máquinas Industriais), AFU (Fundos de Investimento), ATC (Telecomunicações), AEL (Eletroeletrônicos), AVE (Veículos e Peças), ANM (Minerais Não Metálicos), AOT (Outras atividades), APC (Papel e Celulose), AQQ (Indústria Química), ASM (Siderúrgica e Metalúrgica) e ASD (Software e Dados).

Em relação ao endividamento total, verifica-se, com nível de significância menor ou igual a 5%, que nos setores de Atividade Agropecuária e de Atividade Siderúrgica e Metalúrgica as empresas familiares apresentam um endividamento total menor do que as empresas não familiares. Entretanto, no setor de Atividade de Telecomunicações as empresas familiares possuem um endividamento total maior que as não familiares.

Ao se analisar o endividamento de curto prazo, nota-se, com nível de significância menor ou igual a 5% que nos setores de Atividade Financeira e de Seguros, de Atividade de

Máquinas Industriais e no de Atividade de Telecomunicações as empresas familiares tem um endividamento maior que as não familiares. Por outro lado, nos setores de Atividade Agropecuária e no de Atividade Siderúrgica e Metalúrgica o endividamento das empresas familiares é menor do que nas empresas não familiares.

As empresas dos demais setores não apresentam diferença significativa no tipo de endividamento, pelo fato de serem familiares ou não familiares.

As empresas dos setores: Atividade de Fundos de Investimento e Atividade Petróleo e Gás não foram analisadas por este método estatístico, pois não possuem empresas familiares, como mostra a tabela 2.

**Tabela 2: Distribuição das empresas familiares nos diversos setores da economia**

Setor	Número de Observações	Quantidade de Empresas Familiares	% de Empresas Familiares no Setor
AFS	72	14	19,40%
APG	40	0	0,00%
AEE	360	18	5,00%
ATR	144	16	11,10%
ACT	240	88	36,70%
AAG	40	11	27,50%
AMR	64	4	6,30%
AAB	160	32	20,00%
ATX	232	68	29,30%
ACM	144	18	12,50%
AMI	40	4	10,00%
AFU	8	0	0,00%
ATC	112	5	4,50%
AEL	56	2	3,60%
AVE	144	10	6,90%
ANM	32	7	21,90%
AOT	648	41	6,30%
APC	40	5	12,50%
AQQ	112	10	8,90%
ASM	200	27	13,50%
ASD	32	6	18,80%

Fonte: Dados da Pesquisa

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vários estudos na literatura evidenciam a estrutura de capital de empresas em diferentes setores da economia. Outros tantos trabalhos mostram o endividamento em empresas familiares. Entretanto, não se encontrou pesquisas que relacionam empresas familiares com não familiares, em diferentes setores da economia.

No setor de Atividade Agropecuária não existe um consenso em relação à estrutura de capital das empresas. Bonacim, Gaio e Ambrozini (2009) mostram que estas empresas possuem um alto endividamento devido ao fato dos financiamentos serem garantidos por alienação fiduciária de ativos imobilizados. Oliveira e Antonialli (2011) relatam que as empresas desse setor, preferem trabalhar com capital próprio do que de terceiros. Silva et al

(2009) mostram um endividamento menor nas empresas desse setor que em outras empresas listadas na Bovespa.

Nesta pesquisa, os resultados referentes ao setor de Agropecuária mostram que as empresas familiares tendem a ser menos endividadas, tanto no curto prazo como no endividamento total, do que as não familiares.

No setor de Atividade Siderurgia e Metalurgia, as empresas familiares acompanham a tendência estudada por Genz, Bagette e Oro (2011) que relatam a utilização maior do capital próprio.

As empresas familiares no setor de Atividade de Telecomunicações apresentam inclinação para maiores endividamentos de curto prazo e total do que as empresas não familiares. Já as empresas familiares dos setores de Atividade Financeira e de Seguros e de Máquinas Industriais estão propensas a um endividamento de curto prazo maior que as não familiares. Na literatura, não se encontrou pesquisas referentes a esses setores.

Em relação a estrutura de capital nas empresas familiares, a pesquisa de Segura (2011), mostrou que existe uma relação entre o endividamento e a gestão do controlador da empresa, como também uma relação negativa entre a gestão do acionista influente e o endividamento da empresa.

Esta pesquisa evidencia que existem diferenças na estrutura de capital entre as empresas familiares e não familiares e que estas variam de acordo com o setor econômico.

#### **4.1 Limitações do estudo**

Sabe-se que tanto o perfil do gestor quanto a cultura da empresa podem influenciar nas decisões de endividamento. Visto que este não foi o foco deste trabalho, entende-se que pequenas distorções podem ter ocorrido. A associação entre estes fatores poderia, no entanto, ser matéria de novos estudos e trabalhos.

Visando a separação entre controle e influência significativa, a classificação de controle estabelecida considerou a propriedade de 50% das ações da empresa. Contudo, podem existir casos desprezados para este trabalho, tais como: grupos que controlam empresas ou acordo de acionistas.

Outra questão é que a quantidade de empresas nos diversos setores da economia. Há setores carentes de empresas familiares e, ainda, outros em que elas inexistem, isso que pode interferir na comparação entre a estrutura de endividamento das empresa familiares nos setores estudados. Sugere-se, então, futuras pesquisas analisando individualmente esses segmentos.

Visto que este trabalho se propôs contribuir com a literatura de empresas familiares e endividamento, é possível que existam ambiguidades na classificação de controle e gestão familiar. Porém, este fato sempre vai existir, uma vez que, os critérios para taxonomia são estabelecidos pelo pesquisador com base na literatura considerada para o trabalho.

Considerando que este é um tema amplo e de suma importância para as Ciências Sociais Aplicadas, espera-se que as descobertas desta pesquisa possam auxiliar o estudo das empresas familiares bem como servir de ponto de partida para outras pesquisas.

## **5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

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

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ATKINSON, A. A. et al. **Contabilidade gerencial**. Tradução de André Olímpio Mosselman Du Chenoy Castro. São Paulo: Atlas, 2000

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.

BIAGNI, Fábio L. Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto no Brasil: uma análise em painel. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, agosto, 2003. •

BIANCHI, Márcia. **A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Rio Grande do Sul.

BONACIM Carlos A.G.; AMBROZINI, Marcelo A.; NAGANO, Marcelo S. Estudo do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras de capital aberto de 1996 a 2004. **6º Congresso USP – Controladoria e Contabilidade**. 2006, São Paulo. [www.congressosp.fipecafi.org/artigo/62006](http://www.congressosp.fipecafi.org/artigo/62006)

BONACIM, Carlos A.G.; GAIO, Luiz E.; AMBROZINI, Marcelo A. Alavancagem financeira e tangibilidade dos ativos das empresas brasileiras do agronegócio no período pós-plano real. **Custos e @gronegócio on line** - v. 5, n. 2 - Mai/Ago - 2009. ISSN 1808-2882 [www.custoseagronegocioonline.com.br](http://www.custoseagronegocioonline.com.br)

BONACIM Carlos A.G.; AMBROZINI, Marcelo A.; NAGANO, Marcelo S. Estudo do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras de capital aberto de 1996 a 2004. **6º Congresso USP – Controladoria e Contabilidade**. 2006, São Paulo. [www.congressosp.fipecafi.org/artigo/62006](http://www.congressosp.fipecafi.org/artigo/62006)

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8 ed. São Paulo: Mcgraw-Hill, 2008.

BRITO, Giovani A.S.; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio D. Fatores Determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, PP. 9-19, 2007

CAMPOS, Luciene Jung de; MAZALLI, Cláudio. **A empresa familiar e o processo sucessório: análise do processo sucessório em empresa familiar: um estudo de caso**. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/1998/dwn/enanpad1998-org-12.pdf>> Acesso em março de 2012.

DA SILVA, Liani; LIOTTO, Lisiane F.P.; BRUCH, Vera L. A. A implantação e utilização do programa 5S numa empresa familiar de médio porte. **Perspectiva**, v.35, n. 132, p. 107 – 118, dez.2011.

DE GREGORI, Roberto; FLORES, Silvia. A. M. Gestão de riscos e gestão de custos em cooperativas agropecuárias do Rio Grande do Sul. **Custos e @gronegócio on line** – v.7, n.1 – jan/abr.2011.

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

FLORES, Silva A.M.; DE GREGORI, Roberto. Análise do risco financeiro em cooperativas agropecuárias do Rio Grande do Sul. **XXX Encontro Nacional de Engenharia de Produção - Maturidade e desafios da Engenharia de Produção: competitividade das empresas, condições de trabalho, meio ambiente**. São Carlos, São Paulo, 2010.

FONSECA, Juliara L. et al. **Determinantes de Estrutura de Capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao IBOVESPA no período de 1995 a 2007.** Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/12semead/resultado/trabalhosPDF/218.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2012.

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.

GENZ, Dariz; BAGETTI, Fábio L.; ORO, Ieda M. Análise da relação entre a estrutura de capital e o custo médio ponderado de capital (CMPC): um estudo no setor de siderurgia e metalurgia. **Unoesc & Ciência – ACSA**, Joaçaba, v.2, p.129-140, jul/dez. 2011.

GIMENES, Régio M. T.; OPAZO, Miguel A. U.; GIMENES, Fátima M. P. Como decidem os executivos financeiros sobre estrutura de capital em cooperativas agropecuárias. **Revista de Ciências da Administração**, Paraná, v.5, n.09, jan/jul 2003.

GUSMÃO, Ivonaldo B.; RAIFUR, Léo; LEMES JUNIOR, Antônio B. Estrutura de capital e a competitividade das empresas brasileiras: um estudo na BOVESPA no período de 1997-2007. Seminários, ead.fea.usp.br. In: **XI SEMEAD – Seminários de Administração FEA/USP**, 2008, São Paulo.

HAIR JR., Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Análise multivariada de dados.** 5ª edição. Porto Alegre: Bookmam, 2005

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

HENRIQUES, Ana; NEVES, Carla; PESQUITA, Idália. **Estudos correlacionais e estudos casual – comparativos**, 2004/2005. Disponível em: <<http://www.educ.fc.ul.pt/docentes/ichagas/mi1/t1textostecorrelacionais.pdf>>. Acesso em: 11 mai.2012.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p.305-360, 1976.

LEACH, Peter C. **Guia da Empresa Familiar.** Rio de Janeiro, Xenon, 1998.  
LEONE, Nilda. A sucessão em PME comercial na região de João Pessoa. **Revista de Administração**, São Paulo, v.27, n.3, p.84-91, jul./set. 1992.  
LONGENECKER, Justin G.; MOORE, Carlos W.; PETTY, J. William. **Administração de Pequenas Empresas.** São Paulo: Markron Books, 1997.  
LOPES, Alexandro B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem.** São Paulo: Atlas, 2005.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**. v.48, n.3, 261-297. 1958

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

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

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

NORILLER, Rafael M.; CHAEBO, Gemaël; BASTOS, Simone P. S.; LOPES, Antonio C. V.; HALL, Rosemar J. Comparação econômico-financeira por índices-padrão de usinas sucroenergéticas listadas na BM&F BOVESPA S.A. **Revista de Administração da UEG**, Aparecida de Goiânia, v.2, n.2, jul./dez. 2011.

OLIVEIRA, Leticia; ANTONIALLI, Luiz M. Uso da estrutura de capital por empresas agroindustriais. **Organizações Rurais e Agroindustriais**, Lavras – Minas Gerais, v.6, n.2, julho/dezembro 2004.

PEROBELLI, Fernanda F.C.; FAMÁ, Rúbens. **Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto**, 2001. Disponível em:

< <http://www.iepg.unifei.edu.br/edson/download/estruturacapitalfama.pdf> >. Acesso em: 02 mar.2012.

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.

ROSSATO NETO, Félix ; CAVEDON, Neusa Rolita. **Empresas familiares desfilando seus processos sucessórios**. *In: III Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas*, 2003, Brasília. Anais do III EGEPE. Brasília : Unb, UEM e UEL, 2003.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE**, nº 2, v. 48, p.79-86, abr/jun 2008.

SAMPIERI, Roberto H. et al. **Metodologia de Pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SEGURA, Liliane C. **A influência da gestão e do controle familiares e do fundador sobre o endividamento das empresas abertas brasileiras: evidências empíricas**. 2012. Dissertação (Doutorado em Finanças) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo.

SILVA, Natieli C. M.; GRAVINA, João B.; DULLIUS, Rodrigo; SCHULTZ, Glauco; SCHNORRENBERGER, ASCHNORRENBERGER, Adalberto. Decisões de endividamento na cadeia produtiva agroalimentar: estudo comparado entre cooperativa do Vale do Taquari e as companhias do setor na BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo no período de 2001 a 2008. **X Salão de Iniciação Científica** – PUCRS, 2009.

SILVA, Ariádine. F.; VALLE, Maurício. R. Análise da Estrutura de Endividamento: Um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Americanas. **RAC**, Curitiba, v.12, n.1, p.201-229, 2009.

SOARES, R. O., KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v. 48, n. 4, p. 73-96, out.-dez., 2008.

TAVARES, Rosana. **A estrutura de financiamento das empresas brasileiras abertas do setor de construção civil incorporadoras de empreendimentos imobiliários: um estudo comparativo**. 2008. Dissertação (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna.** São Paulo: Thomson Learning, 2007