



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 8. n. 1, jan./jun. 2016

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://ccsa.ufrn.br/ojs/index.php?journal=contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 05.09.2014. Revisado por pares em: 11.02.2015. Reformulado em: 03.07.2015. Avaliado pelo sistema double blind review.

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

THE RELATIONS OF DIVIDENDS, DEBT AND BOARD OF DIRECTORS WITH PERFORMANCE: A COMPARISON BETWEEN FAMILY AND NON FAMILY FIRMS

RELACIÓN DE DIVIDENDOS Y DEUDA Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN CON RENDIMIENTO: UNA COMPARACIÓN ENTRE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES

Autores

Fernanda Kreuzberg

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau.

Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor Konder - CEP:

89030-903 - Blumenau/SC – Brasil. Telefone: (47) 3321 0565

E-mail: fernandakreuzberg@gmail.com

Paulo Roberto da Cunha

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor

Konder - CEP: 89030-903 - Blumenau/SC – Brasil. Telefone: (47) 3321 0565

E-mail: pauloccsa@gmail.com

Fabiane Popik

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D 202 - Bairro Victor Konder - CEP: 89030-903 -

Blumenau/SC – Brasil. Telefone: (47) 3321 0565

E-mail: fabiane.unibave@gmail.com

RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste em identificar a relação do pagamento de dividendos, do nível da dívida e do conselho de administração com o desempenho financeiro das empresas familiares e não familiares. Conclui-se que as empresas familiares não possuem níveis mais elevados de pagamento de dividendos para 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 conselho de administração, como um mecanismo essencial para os problemas de agência.

Palavras-chave: Teoria da agência. Dividendos. Dívida. Desempenho. Empresas familiares e não familiares.

ABSTRACT

The objective of this work is to identify the relationship of dividend payments, debt level and the board of directors with the financial performance of companies familiar and no familiar. We conclude that family firms do not have higher levels of dividend payments to remain effective in controlling agency problems II. To mitigate agency problems I see companies no familiar presence of a high number of independent directors on the board, as an essential mechanism for agency problems.

Keywords: Agency theory. Dividends. Debt. Performance. Familiar and no familiar firms.

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es identificar la relación entre los pagos de dividendos, el nivel de deuda y el consejo de administración con el desempeño de empresas familiares y no familiares. Llegamos a la conclusión de que las empresas familiares no tienen los niveles más altos de los pagos de dividendos para mantener su eficacia en el control de los problemas de agencia II. La mitigación de los problemas de agencia que veo las no familiares la presencia de un gran número de consejeros independientes en el consejo, como un mecanismo esencial para los problemas de agencia.

Palabras clave: Teoría de la agencia. Dividendos. Deuda. Rendimiento. Empresas familiares y no familiares.

1 INTRODUÇÃO

As pesquisas com empresas familiares são muito oportunas, devido ao seu considerável impacto na economia, sob um enfoque mais emergente (CHRISMAN *et al.*, 2010). Schulze e Gedajlovic (2010) complementam que as empresas cuja propriedade é familiar apresentam grande importância para o crescimento econômico mundial, sendo um tema de interesse de diversos pesquisadores. Apesar de atribuída essa importância para as empresas familiares, Villalong e Amit (2006) afirmam que ainda são poucas as pesquisas que discutem essa temática.

Da mesma forma, Ibrahim e Samad (2011) apontam essa limitação em pesquisas que examinam a governança corporativa e o desempenho financeiro nas empresas familiares. Em virtude disso, Schulze *et al.* (2001) reforçam a importância de avanços nessa linha de pesquisa, pois as empresas familiares possuem diferentes características quanto aos conflitos de agência e performance financeira. Dessa forma, tem-se por motivação a investigação da contribuição dos mecanismos de dividendos, nível de dívida e tamanho do conselho de administração para amenizar os problemas de agência, e o seu consequente impacto no desempenho financeiro das empresas de controle familiar.

Conforme evidenciado nas pesquisas de Schulze *et al.* (2001) e Setia-Atmaja, Tanewski, Skully (2009) os problemas de agência também estão presentes nas empresas

familiares, porém em menor proporção se comparado com empresas não familiares. Os problemas de agência surgem com o desalinhamento de interesses entre proprietários e gestores (JENSEN; MECKLING, 1976). Porém vale ressaltar que os problemas de agência também podem ocorrer entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Conforme a perspectiva da teoria da agência, abordada na pesquisa de Setia-Atmaja, Tanewski, Skully (2009) tem-se dois tipos de problemas que ocorrem entre agentes e principais, no contexto das empresas familiares. Primeiramente os autores consideraram que o conflito de interesses ocorre devido à falta de alinhamento entre os interesses dos proprietários e gerentes, sugerindo que estes conflitos serão minimizados pela maior participação dos proprietários na gestão, fator que possibilita o monitoramento dos gestores (problemas de agência I). O segundo enfoque dos problemas de agência pauta-se no entendimento de que quando o controle é familiar, têm-se incentivos e capacidade para expropriar a riqueza dos acionistas minoritários (problemas de agência II). A fim de mitigar os problemas de agência, tem-se mecanismos efetivos como a política de pagamento de dividendos e os contratos de dívida que podem influenciar na redução dos fluxos de caixa livre 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 para a 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 que tem como responsabilidade garantir que a gestão da empresa seja executada visando os interesses de todos os acionistas.

Conforme Lam e Lee (2012) a maioria das pesquisas empíricas sobre os conselhos de administração, são desenvolvidos com empresas dos Estados Unidos. Porém, a estrutura de propriedade dessas empresas, em comparação com as brasileiras é bem diferenciada. Pois no Brasil tem-se uma estrutura de propriedade concentrada enquanto que nos Estados Unidos apenas 20% das maiores empresas públicas são controladas por famílias (LA PORTA *et al.*, 1999). Portanto, a literatura não é unânime quando enfatiza que as boas práticas de governança corporativa impactam significativamente em uma melhor performance financeira no caso das empresas familiares (SILVEIRA, 2002; KLEIN, SHAPIRO, YOUNG, 2005; SÁNCHEZ-BALLESTA, GARCÍA-MECA, 2007). Pautado nas empresas familiares o desempenho depende de muitos aspectos, incluindo o contexto de cada país e a influência exercida sobre a estrutura de propriedade (RENDER; GAEREMYNCK, 2012).

Diante da importância conferida ao 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 financeiro 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 financeiro 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. Nesse sentido o estudo contribui para a literatura brasileira ao examinar se as empresas de controle familiar utilizam os dividendos, a dívida e a estrutura do conselho de administração de maneira simultânea na mitigação dos conflitos de agência e como isso impacta no desempenho financeiro das empresas. Além disso, o estudo representa um avanço no estudo das empresas familiares, pois Ibrahim e Samad (2011) discorrem que os estudos que examinam o desempenho de empresas familiares são muito limitados, principalmente na área de governança corporativa.

Visto isso, encontraram-se na literatura apenas abordagens individuais acerca desses mecanismos e o impacto no desempenho das empresas, 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). Tem-se ainda as abordagens de Jensen (1986), La Porta *et al.* (1999), Faccio *et al.* (2001) e Farinha (2003) que evidenciaram a redução dos fluxos de caixa livre, mediante impacto dos dividendos e da dívida, reduzindo a expropriação. Por outro lado, Anderson e Reeb (2004) salientam que a estrutura do conselho de administração serve para monitorar e restringir o comportamento oportunístico nas empresas de controle familiar.

Recentemente, destaca-se a pesquisa de Lam e Lee (2012), que examinaram a relação entre o conselho de administração e o desempenho, moderado pelo efeito da propriedade familiar nas empresas de Hong Kong. Na pesquisa de González *et al.* (2013) tem-se uma análise dos níveis de dívida com a estrutura de propriedade das empresas. Por outro lado, Leung, Richardson e Jaggi (2014) analisaram a relação da independência do conselho e o desempenho das empresas familiares. As pesquisas de Basco e Voordeckers (2015) e Van Essen *et al.* (2015) analisaram a relação dos conselhos de administração com o desempenho das empresas familiares. No Brasil, destaca-se a pesquisa de Polítelo e Cunha (2014) que investigou a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas familiares. Os autores concluíram que a estrutura de propriedade não possui relação significativa com o desempenho das empresas familiares.

Diante da existência dessa lacuna, principalmente na literatura brasileira, o presente estudo contribui com o avanço acerca da discussão da interligação de fatores como pagamento de dividendos, nível de dívida, estrutura do conselho de administração e desempenho financeiro, comparando empresas familiares e não familiares.

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 da pesquisa. Em seguida encontra-se a metodologia adotada no presente estudo e os principais resultados. Finalizando com as principais conclusões encontradas com a realização desta pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico contempla a discussão sobre os problemas de agência, na sequência aborda-se a governança corporativa enfatizando os mecanismos para mitigar os conflitos de agência. Apresenta-se em seguida a discussão sobre o desempenho financeiro em empresas familiares. E finaliza-se apresentando as hipóteses desta pesquisa.

2.1 PROBLEMAS DE AGÊNCIA

A abordagem da teoria de agência, destacando os conflitos entre investidores e gestores (principais e agentes) recebeu grande atenção a partir das pesquisas desenvolvidas por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976). Conforme Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) essa relação entre agentes e principais, bem como as suas divergências de objetivos chama a atenção dos pesquisadores.

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

Conforme Lemmon e Lins (2003) a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da extensão dos problemas de agência entre controladores internos e investidores externos, tendo também importantes implicações na avaliação de desempenho e no valor das empresas. Neste âmbito, destaca-se a pesquisa realizada por Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) que teve por objetivo verificar os efeitos da estrutura de capital das empresas, concluindo que os resultados nesse cenário ainda são conflitantes e inconsistentes.

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 tomada de decisões voltada a interesses particulares (KIM, KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD, NOFSINGER, 2007; SETIA-ATMAJA, 2009; RENDERS, GAEREMYNCK, 2012).

No contexto das empresas familiares, destacam-se dois tipos de problemas de agência entre gestores e proprietários. Os problemas de agência do tipo I, (caracterizados por Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009)) ocorrem devido à falta de alinhamento dos interesses, sugerindo que estes conflitos serão minimizados pela maior participação dos proprietários na gestão, para monitoramento dos gestores. Os problemas de agência tipo II, baseiam-se nos incentivos de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários das empresas familiares, devido ao grande controle dos gestores na empresa (SETIA-ATMAJA, TANEWSKI, SKULLY, 2009; MARTIN-REYNA, DURAN-ENCALADA, 2012).

Conforme resultados da pesquisa de Setia-Atmaja, Tanewski, Skully (2009) nas empresas familiares os conflitos de agência tendem a serem menores, se comparado com empresas cujo controle não é familiar. Jensen e Meckling (1976) explicam que os custos para a redução de assimetria informacional são menores quando os proprietários participam da gestão. Porém, Villalonga e Amit (2006) alertam que mesmo quando uma empresa for de controle familiar, pode ocorrer o monitoramento e gerenciamento de alguns problemas e mecanismos da empresa, em prol de benefícios próprios.

Com isso, pode-se concluir que os problemas de agência, motivados pelos conflitos de interesse e assimetria informacional, existem, porém nas empresas de controle familiar ocorrem em menor frequência. Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012) sustentam que conforme a teoria da agência a participação familiar na propriedade e gestão seria mais eficiente do que em empresas cujas funções são separadas. Os autores justificam que a separação de propriedade e controle envolve os problemas com o comportamento oportunista dos agentes, bem como os custos associados ao monitoramento do agente. Para reduzir esses problemas de agência entre gestores e acionistas, Jensen e Meckling (1976) citam a utilização de políticas de distribuição de dividendos, que impacta na redução da quantidade de fluxos de caixa livres que poderiam vir a ser desapropriados. Analisando este aspecto com a estrutura de propriedade das empresas, Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) concluem que o valor pago com dividendos pelas empresas familiares é maior do que o valor pago pelas empresas não familiares.

Mas vale ressaltar que a política de dividendos depende de cada organização, sendo que em alguns países a razão para pagamento de dividendos é influenciada por motivos fiscais, porém no caso do Brasil, não há nenhum incentivo fiscal para pagamento, trata-se apenas de uma estratégia de gestão das empresas. Da mesma forma, Setia-Atmaja, Tanewski, e Skully (2009) afirmam que no caso das empresas familiares australianas o pagamento de dividendos é interdependente dos mecanismos de governança, não sendo conduzido por razões fiscais.

Além das políticas de pagamento de dividendos, os contratos de dívida também são um recurso para mitigar os problemas de agência, mediante redução dos fluxos de caixa livre das empresas (JENSEN, MECKLING, 1976; FACCIO, LANG, YOUNG, 2001; SILVEIRA, 2002; SETIA-ATMAJA, TANEWSKI, SKULLY, 2009). 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). Reduzindo-se os fluxos de caixa livre das empresas, reduz-se a probabilidade de expropriação de recursos.

Conforme destacado por Daily, Dalton e Rajagopalan (2003) a premissa envolta na teoria da agência, preconiza que os gestores podem ter comportamentos (interesses) divergentes dos acionistas no que se refere a maximização da riqueza. Pois de um lado, tem-se os acionistas buscando pela maximização do valor da empresa, e por outro lado, tem-se os gestores com objetivos voltados a pessoal, segurança, trabalho. Gerando assim, conflitos de interesse devido a existência de assimetria de informação.

Nesse sentido, buscam-se instrumentos para a redução desses conflitos. Além das políticas de pagamento de dividendos e dos níveis de dívida das empresas, destacam-se os mecanismos de governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Politelo e Cunha (2014) afirmam que as empresas familiares, apresentam um aspecto natural de monitoramento, mas por outro lado, possuem significativos incentivos para implementar mecanismos de governança corporativa de modo a assegurar os interesses da empresa e a sua continuidade. Na seção seguinte, abordam-se os mecanismos de governança corporativa para reduzir os problemas de agência nas empresas.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Entre os mecanismos voltados a mitigação dos 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 o principal objetivo da governança é garantir uma maior transparência nas decisões tomadas pelos controladores.

Conforme a conceituação apresentada por Shleifer e Vishny (1997, p. 737) a governança corporativa é “um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem a obtenção para si do retorno sobre seu investimento”. Ao encontro, o código das melhores práticas de governança corporativa (IBGC, 2009) define a governança corporativa como um sistema no qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, com base no relacionamento dos proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle da empresa.

O objetivo governança consiste, em tornar as empresas mais atrativas financeiramente ao mercado. Entre os mecanismos de governança corporativa, o principal que se destaca é o conselho de administração, que tem a responsabilidade de garantir que a gestão da empresa execute os interesses 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, recomendando que a organização priorize a formação dos conselhos de administração com 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 percentual de conselheiros independentes no conselho de administração. Ao analisar o conselho de administração Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), concluem que os conselheiros independentes são mais eficazes no controle dos conflitos de agência das empresas não familiares.

Outro mecanismo, é o comitê de auditoria, que fornece supervisão dos relatórios financeiros de contabilidade, sendo um controle que pode 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, Setia-Atmaja (2009) salienta que a concentração de propriedade pode ser tanto um limitador como um agravante dos problemas de agência, e conseqüentemente, podem afetar a composição e a eficácia dos mecanismos de governança interna. Além disso, faz-se necessário analisar o impacto desses mecanismos de governança sobre o desempenho das empresas, detalhado na seção seguinte.

2.3 DESEMPENHO DAS EMPRESAS

Os estudos sobre a análise da performance das empresas (familiares), na área da governança corporativa, ainda são muito limitados e inconclusivos (IBRAHIM; SAMAD, 2011). Pesquisas seminais, como Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985) não encontraram relação entre desempenho e estrutura de propriedade. Porém algumas pesquisas desenvolvidas posteriormente apresentam evidências contrárias (WRUCK, 1989; DWIVEDI, JAIN, 2005).

Conforme Mcconnell e Servaes (1990) outras pesquisas evidenciam que a governança corporativa pode impactar de forma positiva no desempenho das empresas. A pesquisa de Chami (2001) reforça isso, principalmente em relação as empresas familiares, visto que elas buscam a continuidade do negócio da família. Quando há separação entre propriedade e gestão, a estrutura de propriedade integra a governança corporativa como mecanismo de monitoramento da gestão. Com base nessa premissa, Mollah, Al Farooque e Karim (2012) identificaram a relação da estrutura de propriedade das empresas com o seu desempenho evidenciando que existem diferenças quanto a estrutura de capital das empresas.

Nas empresas com estrutura de propriedade dispersa, segundo Martin-Reyna e Duran-Encalada (2012), torna-se necessário utilizar mecanismos de governança para monitorar o 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.

O estudo desenvolvido por Grove *et al.* (2011) apresentam três razões que apoiam os benefícios da concentração de capital para as empresas. Primeiramente, verifica-se que os *blockholders* têm maiores incentivos para monitorar os gestores. Em segundo lugar, os autores sustentam que os *blockholders* são mais eficazes no monitoramento da gestão e também por terem grande influência na eleição do conselho de administração. Por último, os custos de monitoramento são reduzidos, pela internalização dos benefícios de monitoramento na proporção de suas próprias ações.

Ao contexto de valor de empresa, Render e Gaeremynck (2012) afirmam que quando os acionistas 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 unanime em seus achados quanto ao valor da empresa sob o contexto de concentração de propriedade. Al-Musalli e Ismail (2012) complementam que a estrutura de propriedade é um

mecanismo de governança corporativa significativo e que apresenta um papel importante no desempenho das empresas.

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 aumenta a lucratividade da empresa.

No contexto de empresas familiares Villalonga e Amit (2006) destacam na análise das empresas familiares ou não familiares com o valor das empresas, que se deve analisar a influência da propriedade, controle e da gestão que são definidas na empresa. Os autores concluem que as empresas familiares apenas criam valor quando combinam controle e gestão familiar.

A pesquisa desenvolvida por Wu (2006) analisa a influência da propriedade familiar sobre as práticas de governança corporativa e, como as práticas de governança corporativa influenciam no desempenho das empresas. O autor concluiu que o controle familiar contribui para um melhor desempenho por meio da implantação de práticas de governança corporativa.

Quando pesquisado por Klein, Shapiro e Young (2005) se a governança corporativa influencia no valor das empresas, os resultados apontaram que não há evidências de que a eficácia na governança tenha efeito positivo no valor da empresa. Os autores acrescentam ainda que em 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 DESENVOLVIMENTO 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 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 por os 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 pelos incentivos de expropriação da 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 se opta 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 acionistas 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 o pagamento de 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 conselho de administração 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 conselho de administração 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 é inferior nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.

Outra questão discutida sobre a composição do conselho é sobre a influência dos conselheiros independentes no desempenho da empresa. 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.

Diante dessas hipóteses espera-se alcançar as premissas propostas por Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), de que as empresas familiares mantem níveis mais elevados de pagamento de dividendos como uma maneira de manter a eficácia no controle dos problemas

de agência II. Sendo que para a mitigação dos problemas de agência I as empresas não familiares devem ver como um mecanismo de controle, a presença de um elevado número de conselheiros independentes no conselho de administração. Sendo que o desempenho financeiro das empresas é influenciado pela independência do conselho tanto nas empresas familiares quanto nas empresas não familiares, pois está seria a justificativa para o incentivo de ter mais conselheiros independentes no conselho de administração.

A seção seguinte é destinada a apresentação da metodologia proposta para a análise dos dados. De maneira que para a confirmação de cada uma das hipóteses, efetuaram-se regressões lineares e aplicou-se equações simultâneas.

3 METODOLOGIA

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

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A coleta de dados foi efetuada diretamente nas informações constantes nos demonstrativos contábeis. Outra fonte de coleta utilizada, foram os formulários de referência das empresas, disponíveis no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa). Dos formulários de referência foram coletadas informações referentes à composição do conselho de administração e da estrutura acionária das empresas.

A população do estudo compreende as empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, perfazendo um total de 299 empresas. Porém desse total, efetuou-se a exclusão de mais 69 empresas que não possuíam todas as informações disponíveis para efetuar a análise dos dados. A fim de evitar a presença de *outliers* na amostra efetuou-se a exclusão dos valores extremos da variável “tamanho”. Dessa forma, excluiu-se as 5 maiores empresas da amostra, bem como as 5 menores empresas. Mediante essa decisão de exclusão, busca-se melhorar a qualidade da análise, apresentando uma amostra mais homogênea e com pouca variabilidade.

Dessa forma a amostra final compreende um total de 220 empresas, sendo 120 empresas familiares e 100 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% ou mais das ações da empresa e que também esteve envolvido na alta gestão da empresa. Dessa forma, considera-se para a análise apenas o período referente a 2014.

3.2 ANÁLISE DOS DADOS

Para possibilitar a comparação dos resultados, adotaram-se métodos estatísticos semelhantes a pesquisa desenvolvida por Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). Os autores utilizaram 5 equações para verificar se o impacto dos dividendos, da dívida e a estrutura do conselho de administração no desempenho é influenciado ou não pelo controle familiar das empresas. As equações utilizadas são descritas no Quadro 1.

Quadro 1 – Descrição das Equações

Modelo 1
$Dividendos = f(\text{dívida, independência do conselho, tamanho do conselho, controle familiar, blockholders não familiares, tamanho, crescimento, risco do negócio, investimentos, plano de dividendos, setor})$
Modelo 2
$Dívida = f(\text{dividendos, independência do conselho, tamanho do conselho, controle familiar, blockholders não familiares, tamanho, risco do negócio, investimentos, rentabilidade, tangibilidade, setor})$
Modelo 3
$Tamanho do conselho = f(\text{dividendos, dívida, independência do conselho, controle familiar, blockholders não familiares, tamanho, dualidade, idade da empresa, free cash flows, crescimento, rentabilidade anterior, setor})$
Modelo 4
$Independência do conselho = f(\text{dividendos, dívidas, tamanho do conselho, controle familiar, blockholders não familiares, tamanho, dualidade, idade da empresa, free cash flows, crescimento, setor})$
Modelo 5
$Q \text{ de Tobin} = f(\text{dividendos, dívida, independência do conselho, tamanho do conselho, dividendos * controle familiar, dívida * controle familiar, independência do conselho * controle familiar, tamanho do conselho * controle familiar, controle familiar, blockholders não familiares, tamanho, investimentos, rentabilidade, idade da empresa, setor})$

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

Nesse sentido, aplicaram-se 4 regressões lineares (referentes as equações 1, 2, 3 e 4) e por fim aplicou-se o modelo de equações simultâneas, pois a última equação incorpora as demais equações. Para a realização, utilizou-se o *software SPSS* versão 20.0.

No Quadro 2, apresenta-se as variáveis utilizadas nas equações, bem como as suas respectivas descrições.

As variáveis utilizadas nas equações justificam-se de acordo com o entendimento de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). 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).

Quadro 2 – Descrição das Variáveis

	Variável	Descrição
Variáveis Endógenas	<i>Dividendos</i>	Dividendo ordinário dividido pelo lucro líquido antes de itens extraordinários.
	<i>Dívida</i>	O valor contábil da dívida dividido pelos ativos totais.
	<i>Tamanho do conselho</i>	O número de conselheiros no conselho de administração
	<i>Independência do conselho</i>	Proporção dos conselheiros independentes no conselho de administração.
	<i>Q de Tobin</i>	O log natural de mercado ao valor contábil de ativos totais.
Estrutura de Propriedade	<i>Controle familiar</i>	1, se a empresa é familiar, e caso contrário 0.
	<i>Propriedade familiar</i>	% de ações sob controle familiar.
	<i>Propriedade familiar²</i>	Quadrado da variável “propriedade familiar”.
	<i>Blockholders não familiares</i>	% de ações não detidas pela família.
Variáveis de Controle	<i>Crescimento</i>	Média aritmética da receita de vendas dos últimos 5 anos.
	<i>Risco do negócio</i>	Desvio Padrão do EBIT dos últimos 5 anos.
	<i>Investimentos</i>	Valor de investimentos.
	<i>Plano de dividendos</i>	1, se a empresa possui plano de dividendos, caso contrário 0.
	<i>Dualidade</i>	A variável binária que é igual a 1 se o CEO também é o presidente do conselho, caso contrário 0.
	<i>Idade da empresa</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>Rentabilidade</i>	ROA
	<i>Rentabilidade anterior</i>	ROA do ano anterior
	<i>Tangibilidade</i>	Investimentos escalados pelo ativo total.
	<i>Tamanho</i>	Logaritmo do Ativo Total
<i>Setor</i>	1 = Consumo não cíclico, 2 = Energia elétrica, 3 = Materiais básicos, 4 = Mineração, 5 = Petróleo e gás, 6 = Telecomunicações, 7 = Têxtil, 8 = Veículos e peças, 9 = Outros, 10 = Bens Industriais.	

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

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 investimentos 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 é tangível, em seguida, os ativos devem servir como garantia.

Enquanto presidente do conselho de administração, o seu poder como CEO pode influenciar no aumento de conselheiro, permitindo-lhes escolher monitores menos eficientes ou um número maior de conselheiros (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 *free cash flow* 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 do conselho.

Como limitações da presente pesquisa, pode-se destacar a amostra em estudo, bem como a utilização das variáveis do estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009).

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 resultados das regressões das variáveis: política de dividendos, nível de dívida, tamanho do conselho, proporção de conselheiros independentes e o efeito dessas variáveis com o controle familiar sobre o desempenho das empresas familiares e não familiares.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

A análise dos dados foi realizada por meio do *software* SPSS versão 20.0, sendo primeiramente efetuada a análise da estatística descritiva das variáveis e na sequência o Teste T, referente aos dados coletados das empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa.

Na média as empresas, possuem 7 membros no conselho de administração. Considera-se também que o número máximo de conselheiros encontrado em uma das empresas da amostra, equivale a 15 membros. Verifica-se ainda que em média, 23% dos conselheiros são independentes. Constata-se o índice de dívidas em relação ao ativo total representa 81% nas empresas da amostra.

Com relação à estrutura de propriedade das empresas, sugere-se que 33% das ações das empresas estão nas mãos da família, e 67% das ações com direito a voto pertencem a *blockholders* não familiares.

Na sequência realizou-se o teste-t de diferenças de médias para as duas amostras (empresas familiares e não familiares), mediante análise da dívida, dos dividendos, do conselho de administração e independência do conselho.

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

Variáveis	Empresas Não Familiares	Empresas Familiares	Diferença
Dividendos	0,14	0,26	0,262
Dívida	0,67	0,93	0,409
Tamanho do conselho	7,15	6,68	0,467
Independência do conselho	23,20	22,26	0,740

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 1, tem-se uma maior distribuição de dividendos nas empresas familiares, assim como maiores níveis de dívida. Quanto ao tamanho do conselho de administração e da independência do conselho encontram-se níveis maiores nas empresas não familiares. Este resultado está em consonância com o estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) realizado com empresas australianas. De maneira que o resultado da independência do conselho de administração suporta o argumento da expropriação.

Na sequência realizaram-se as regressões dos quatro modelos (dividendos, dívida, independência do conselho e tamanho do conselho), no intuito de analisar a influência das variáveis “controle familiar”, “propriedade familiar” e “propriedade familiar²”. Com esses modelos busca-se identificar o impacto do controle familiar, representado por 20% ou mais das ações com direito a votos, nos modelos (Tabela 2). E na Tabela 3, identifica-se o impacto dos diferentes níveis de propriedade das empresas.

Tabela 2 – Influência da variável controle familiar nos modelos

Variáveis	Dividendos (Modelo 1)		Dívida (Modelo 2)		Independência do Conselho (Modelo 3)		Tamanho do Conselho (Modelo 4)	
	BetaS	Sig	BetaS	Sig	BetaS	Sig	BetaS	Sig
Controle Familiar	0,191	0,131	0,228	0,074**	0,347	0,028*	0,453	0,002*
Dividendos	-		0,021	0,760	0,373	0,000*	-0,431	0,000*
Dívida	0,015	0,831	-		-0,018	0,792	0,014	0,844
Independência do Conselho	0,126	0,091**	-0,076	0,307	-		0,018	0,786
Tamanho do Conselho	0,051	0,509	0,116	0,138	0,046	0,516	-	
Blockholders não familiares	0,285	0,023*	0,212	0,095**	0,182	0,236	0,356	0,016*
Tamanho da empresa	0,046	0,565	-0,001	0,990	0,084	0,311	0,165	0,041*
Crescimento	0,004	0,953	-		0,184	0,012*	-0,176	0,099**
Risco do negócio	0,006	0,928	-0,016	0,818	-		-	
Investimentos	0,089	0,208	-0,053	0,458	-		-	
Plano de dividendos	-0,083	0,246	-		-		-	
Dualidade	-		-		-0,046	0,549	-0,148	0,050*
Idade da empresa	-		-		-0,244	0,000*	-0,027	0,693
Free cash flow	-		-		0,017	0,777	0,753	0,008*
Rentabilidade	-		-0,041	0,557	-		-	
Rentabilidade anterior	-		-		-		0,728	0,009*
Tangibilidade	-		-0,001	0,984	-		-	
Setor	-0,065	0,367	-0,011	0,879	0,188	0,005*	-0,187	0,004*
R	0,250		0,210		0,528		0,568	
R Square	0,062		0,044		0,279		0,323	

Nota: *, **, valores significantes ao nível de 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Diante dos resultados, verifica-se que a variável de controle familiar apresenta impacto significativo apenas sobre os mecanismos de independência do conselho e tamanho do conselho de administração. Diante disso ainda não é possível afirmar que as empresas familiares têm maiores ou menores níveis de pagamento de dividendos.

Quanto ao Modelo 1, identificou-se uma relação positiva entre dividendos e independência do conselho de administração, corroborando com os resultados de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). Em relação ao Modelo 2 verifica-se que as empresas familiares possuem maiores níveis de dívida (considerando valores significantes ao nível de 10%).

Acerca do modelo de independência do conselho, encontrou-se uma relação contrária ao esperado. Devido a sua relação positiva, tem-se uma forte inferência de que as empresas familiares apresentam maiores proporções de conselheiros independentes. No caso do Modelo 4, verificou-se que as empresas familiares têm conselhos de administração maiores, estando em consonância com o argumentado pela hipótese 3.

Na sequência apresenta-se o impacto de diferentes níveis de propriedade nos dividendos, dívida, independência do conselho e tamanho do conselho.

Tabela 3 - Influência das variáveis de propriedade familiar nos modelos

Variáveis	Dividendos (Modelo 1)		Dívida (Modelo 2)		Independência do Conselho (Modelo 3)		Tamanho do Conselho (Modelo 4)	
	BetaS	Sig	BetaS	Sig	BetaS	Sig	BetaS	Sig
Propriedade Familiar	0,538 (1,427)	0,155	0,686 (1,860)	0,064**	0,377 (1,351)	0,178	0,248 (1,921)	0,056**
Propriedade Familiar ²	-0,894 (-2,911)	0,004*	-0,337 (-1,116)	0,266	-0,251 (-1,195)	0,233	-0,037 (-0,381)	0,704
Dividendos	-		0,019	0,782	0,040	0,393	0,003	0,886
Dívida	0,012	0,868	-		-0,018	0,712	0,044	0,341
Independência do Conselho	0,157	0,129	-0,102	0,310	-		0,030	0,355
Tamanho do Conselho	0,108	0,626	-0,331	0,126	0,133	0,384	-	
Blockholders não familiares	-0,375	0,354	0,589	0,129	0,216	0,525	0,337	0,034*
Tamanho da empresa	0,453	0,407	-0,061	0,906	0,632	0,085**	0,726	0,000*
Crescimento	-0,007	0,930	-		0,044	0,396	0,018	0,454
Risco do negócio	-0,007	0,919	-0,017	0,799	-		-	
Investimentos	0,107	0,164	-0,057	0,455	-		-	
Plano de dividendos	-0,133	0,144	-		-		-	
Dualidade	-		-		-0,125	0,022*	-0,071	0,004*
Idade da empresa	-		-		-0,502	0,012*	-0,144	0,130
Free cash flow	-		-		0,084	0,068**	0,750	0,115
Rentabilidade	-		-0,042	0,531	-		-	
Rentabilidade anterior	-		-		-		0,758	0,113
Tangibilidade	-		-0,009	0,889	-		-	
Setor	-0,163	0,319	-0,008	0,959	0,194	0,076**	-0,113	
R	0,300		0,361		0,767		0,957	
R Square	0,090		0,130		0,589		0,916	

Nota: Os valores entre parênteses referem-se aos valores de t, obtidos pelas regressões; e *, **, representam valores significantes ao nível de 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Como principal resultado infere-se que para todas as variáveis endógenas do modelo, tem-se uma relação positiva num primeiro momento. E posteriormente pela análise dos valores de t, verifica-se uma relação negativa. Ou seja, os valores dos dividendos, dívida, proporção de conselheiros independentes e tamanhos do conselho aumentam conforme aumenta o percentual de propriedade, até alcançar um valor máximo. Após alcançar esse valor máximo, os valores das variáveis endógenas diminuem. O que permite inferir que conforme aumenta o percentual de propriedade, menores serão os níveis de dividendos, dívida, independência e tamanho do conselho.

O Modelo 1, permite inferir que as empresas familiares têm menores níveis de pagamentos de dividendos, suportando a hipótese 1. Quanto ao modelo 2, verifica-se que as empresas familiares, usam mais a dívida para compor a sua estrutura de capital, dessa forma, as empresas não buscam expropriar a riqueza dos minoritários, com menores níveis de dívidas. Esse resultado, oferece evidências contrárias ao esperado pela hipótese 2.

Além disso, verifica-se que o controle familiar impacta no tamanho do conselho (Tabela 2 e 3), resultado este que reforça o argumento da expropriação, fornecendo assim evidências fortes para a hipótese 3. A evidência do impacto na independência do conselho não é tão forte (Tabela 2), mas sugere que as empresas familiares têm maior proporção de conselheiros independentes, sendo inconsistente com o argumento da expropriação e contrária a hipótese 4.

Ressalta-se que estes são apenas resultados preliminares, pois não tem-se a comparação dos resultados entre empresas familiares e não familiares, efetuou-se apenas a

análise de impacto do controle familiar nas variáveis. Nas seções seguintes tem-se uma análise detalhada do impacto das variáveis endógenas nas empresas familiares e não familiares.

4.2 POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Os dividendos são um mecanismo que serve para reduzir os problemas de agência, através da redução dos fluxos de caixa livres que poderiam ser desapropriados (JENSEN; MECKLING, 1976). Nessa direção, encontram-se na Tabela 4 os resultados dos coeficientes normalizados e o valor do R da primeira equação, que admite como variável dependente o pagamento de dividendos nas empresas familiares e não familiares.

Tabela 4 – Resultados da Regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não-Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Dívida	0,020	0,833	-0,031	0,775
Independência do conselho	0,156	0,145	-0,003	0,981
Tamanho do conselho	0,069	0,519	0,078	0,515
Blockholders não familiares	0,173	0,076**	0,189	0,097**
Tamanho da empresa	0,033	0,767	-0,022	0,902
Crescimento	-0,018	0,862	0,077	0,621
Risco do negócio	-0,005	0,961	-0,055	0,667
Investimentos	0,126	0,202	0,058	0,583
Plano de dividendos	-0,160	0,104	0,300	0,007*
Setor	-0,121	0,224	0,082	0,482
R	0,302		0,381	
R Square	0,091		0,145	

Nota: *, **, valores significantes ao nível de 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados indicam que há uma relação positiva de dividendos com dívida e independência do conselho, nas empresas familiares, enquanto que nas empresas não familiares essa relação é negativa, porém não são significantes. Esse resultado é justamente o inverso ao apresentado no estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), pois essa relação inversa nas empresas familiares significa que maiores dividendos induzem os acionistas a selecionar um menor percentual de conselheiros independentes. E no caso das empresas não familiares, cuja relação foi negativa, os autores evidenciaram que os dividendos são utilizados como complemento para os conselheiros independentes controlarem os custos de agência. E 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).

Os resultados evidenciam que tanto nas empresas familiares e não familiares tem-se um impacto significativo positivo dos dividendos sobre os *blockholders* não familiares. Esse resultado é contrário ao pressuposto de Rozeff (1982) ao argumentar que uma grande dispersão de propriedade fornece um monitoramento menos eficaz, elevando os custos de agência. Para confirmar o pressuposto do autor a relação foi negativa nas empresas familiares.

Outro resultado significativo nas empresas não familiares foi a relação entre dividendos e plano de dividendos. Pois o pagamento de dividendos implica em um retorno futuro com novos acionistas, principalmente nas empresas com estrutura de propriedade dispersa.

4.3 DÍVIDA

Considerando o pressuposto por Jensen e Meckling (1976), a dívida das empresas pode ser um mecanismo que auxilia a reprimir os problemas de agência. Na Tabela 5 apresentam-se os resultados da análise dessa relação, nas empresas familiares e não familiares.

Tabela 5 – Resultado da regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não-Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Dividendos	0,032	0,746	0,074	0,414
Independência do conselho	-0,093	0,396	-0,132	0,169
Tamanho do conselho	-0,155	0,149	-0,954	0,594
Blockholders não familiares	0,129	0,195	-0,108	0,268
Tamanho da empresa	0,036	0,751	0,178	0,101
Risco do negócio	-0,019	0,844	0,288	0,007*
Investimentos	-0,048	0,639	-0,097	0,274
Rentabilidade	-0,031	0,754	-0,528	0,000*
Tangibilidade	-0,049	0,609	0,062	0,481
Setor	0,004	0,969	-0,056	0,570
R	0,229		0,610	
R Square	0,053		0,372	

Nota: *, valores significantes ao nível de 5%.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Diante dos resultados da Tabela 5, verifica-se uma relação negativa entre dívida, independência e tamanho do conselho, porém essa relação não é significativa. Esse resultado sugere que as empresas substituem o mecanismo de dívida pelo mecanismo de ter um conselho maior e mais independente. No estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009) uma relação positiva entre dívida e independência representa que um conselho mais independente e maior, eleva os níveis de dívida como forma de controlar os problemas de agência. Afirma-se que as empresas preferem ter pagamentos de dividendos mais altos e usar níveis de endividamento mais elevados, em vez de um conselho de administração mais independente para melhorar o controle.

Outro resultado da pesquisa é a relação significativa entre dividendos, risco do negócio (positiva) e rentabilidade (negativa) nas empresas não familiares. Primeiramente a relação com o risco agrava a probabilidade de insolvência financeira das empresas. Considerando que com uma receita incerta, maiores serão as dificuldades financeiras, tendendo a existência de uma relação negativa entre risco e alavancagem. Quanto a rentabilidade, a justificativa de sua relação com a dívida permeia na teoria *trade off* (relação positiva) e na teoria *pecking order* (relação negativa).

Em relação aos dividendos, pode-se concluir que existe uma relação positiva com a dívida, porém não é significativa. Isso 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).

4.4 TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A presença do conselho de administração nas organizações auxilia na mitigação dos conflitos de agência entre agentes e principais. Dessa forma, na Tabela 6 encontram-se os resultados da regressão ao analisar a relação do tamanho do conselho de administração nas duas amostras do estudo.

Tabela 6 – Resultado da regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não- Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Dividendos	0,027	0,759	0,071	0,438
Dívida	0,236	0,324	0,029	0,822
Independência	-0,015	0,876	0,181	0,062**
Tamanho da empresa	0,299	0,003*	0,400	0,004*
Blockholders não familiares	0,000	0,996	-0,009	0,923
Dualidade	-0,203	0,041*	-0,212	0,021*
Idade da empresa	-0,105	0,270	-0,092	0,357
Free Cash Flows	3,900	0,159	0,026	0,885
Crescimento	0,090	0,361	-0,084	0,517
Rentabilidade anterior	3,914	0,158	0,031	0,822
Setor	-0,054	0,549	-0,259	0,010*
R	0,539		0,587	
R Square	0,291		0,345	

Nota: *, **, valores significantes ao nível de 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nos resultados encontrou-se uma relação positiva e significativa entre o tamanho da empresa e o tamanho do conselho de administração, 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 são maiores que em empresas mais jovens.

No caso das empresas não familiares ocorreu uma relação significativa com a independência do conselho, logo quanto maior for o conselho, 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, mas este fato se aplica somente para as empresas não familiares.

Outro resultado significativo é a relação negativa entre tamanho do conselho e dualidade para ambas as estruturas de propriedade. Quando a função de CEO e presidente do conselho de administração é exercida por uma mesma pessoa, é possível inferir que esse poder influencia na seleção dos conselheiros, escolhendo-se monitores menos eficientes, ou conselhos maiores, que em virtude disso são monitores menos eficazes. (HERMALIN; WEISBACH, 2003).

4.5 PROPORÇÃO DE CONSELHEIROS INDEPENDENTES

Conforme exposto pelo IBGC (2009), o conselho de administração de uma organização é composto por conselheiros internos, externos e independentes, alertando que as organizações priorizem a composição com conselheiros independentes. Um dos mecanismos de proteção dos interesses dos acionistas minoritários ressalta a 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 7.

Tabela 7 – Resultado da regressão

	Empresas Familiares		Empresas Não- Familiares	
	Beta Standard	Sig.	Beta Standard	Sig.
Dividendos	0,042	0,628	0,077	0,443
Dívida	-0,006	0,946	-0,168	0,162
Tamanho do conselho	-0,007	0,942	0,222	0,056**
Blockholders não familiares	0,108	0,206	-0,005	0,963
Tamanho da empresa	0,234	0,016*	-0,004	0,978
Dualidade	-0,243	0,013*	-0,076	0,456
Idade da empresa	-0,179	0,046*	-0,087	0,417
Free Cash Flows	0,159	0,057**	-0,139	0,284
Crescimento	0,052	0,565	0,004	0,976
Setor	-0,101	0,238	0,328	0,003*
R	0,546		0,451	
R Square	0,299		0,204	

Nota: *, **, valores significantes ao nível de 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Tabela 7 evidencia a relação positiva entre independência do conselho e tamanho do conselho nas empresas não familiares. Essa relação é explicada por Jensen (1993), pois um conselho de administração pode ser grande, mas também necessita de um número apropriado de conselheiros independentes para efetuar o monitoramento.

No caso das empresas não familiares ocorre uma relação significativa com a independência do conselho, logo quanto maior for o conselho, maior será o percentual de conselheiros independentes, corroborando com os resultados de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009). Esse resultado vai ao encontro da orientação do IBGC (2009) quanto a preferência por um conselho mais independente.

Averigua-se uma relação positiva existente a independência do conselho, tamanho da empresa e *free cash flows*. Em relação ao tamanho da empresa Boone *et al.* (2007) argumentam que a proporção de independência do conselho aumenta com o crescimento das empresas no tempo. Corroborando, Lehn Pastro e Zhao (2004) argumentam que as grandes empresas exigem conselhos mais independentes porque se deparam com problemas de agência mais significativos. A associação entre independência e *free cash flows* está prevista na teoria da agência e corrobora com o resultado de Lehn, Pastro e Zhao (2004).

Por outro lado, tem-se uma associação negativa entre independência, dualidade e idade da empresa. Conforme resultados da pesquisa de Hermalin e Weisbach (2003) a independência do conselho diminui à medida que aumenta a influência do CEO. Em relação a idade da empresa, Hermalin e Weisbach (2003) indicam que as empresas mais jovens tendem a ter uma menor proporção de conselheiros independentes, porque o seu âmbito e complexidade são mais baixos do que nas empresas mais antigas.

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 TANESKI E SKULLY, 2009). A Tabela 8, apresenta os resultados encontrados neste estudo, aplicando-se equações simultâneas.

Tabela 8 – Resultado da regressão

	Beta Standard	Sig.
Dividendos	1,734	0,001*
Dívida	-0,246	0,533
Independência do conselho	0,229	0,022*
Tamanho do conselho	-0,059	0,576
Dividendos*Controle familiar	-1,676	0,001*
Dívida*Controle familiar	0,210	0,601
Independência*Controle familiar	-0,078	0,528
Tamanho do conselho*Controle familiar	0,196	0,346
Blockholders não familiares	-0,012	0,922
Tamanho da empresa	-0,064	0,415
Investimentos	-0,138	0,055*
Rentabilidade	0,032	0,644
Idade da empresa	0,013	0,857
Controle familiar	-0,189	0,433
R	0,362	
R Square	0,131	

Nota: *, valores significantes ao nível de 5%.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados na Tabela 8 percebe-se que o impacto dos dividendos no desempenho é mais forte nas empresas não familiares do que nas empresas familiares, inclusive nas empresas familiares essa relação é negativa. Com esse resultado é possível afirmar que o investidor visualiza o mecanismo de dividendos como um controle mais eficaz nos problemas de agência I nas empresas não familiares, em comparação com os problemas de agência II em empresas familiares.

O impacto da estrutura do conselho de administração é mais forte para as empresas não familiares, em relação a independência. Em relação ao impacto do tamanho do conselho de administração, os resultados são inconclusivos (não significantes). Isso impossibilita afirmar se o tamanho do conselho das empresas familiares é menor que o das empresas não familiares.

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, conseqüentemente 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 conselho com o desempenho da empresa familiar, mas não estão relacionados à dívida. Nas empresas não familiares o desempenho é positivamente relacionado com a independência do conselho e negativamente relacionado à dívida, mas não relacionado aos dividendos e tamanho do conselho. Os resultados também indicam que o impacto de dividendos, dívida e do tamanho do conselho 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 fraco para as empresas familiares.

4.7 DISCUSSÕES DAS HIPÓTESES DA PESQUISA

Nessa seção busca-se evidenciar a discussão acerca da confirmação ou rejeição das hipóteses da pesquisa, conforme quadro resumo abaixo.

Quadro 3 – Resumo dos resultados das hipóteses da pesquisa

Hipótese	Resultado
H ₁ : O pagamento de dividendos é menor nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.	Rejeitada
H ₂ : O nível da dívida é inferior nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.	Rejeitada
H ₃ : O tamanho do conselho de administração é maior em empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listada na BM&FBovespa.	Rejeitada
H ₄ : A proporção de conselheiros independentes é inferior nas empresas familiares se comparadas com as empresas não familiares listadas na BM&FBovespa.	Rejeitada
H ₅ : Existe uma diferença significativa no impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa.	Confirmada

Fonte: resultados da pesquisa.

De acordo com os resultados, verifica-se que a primeira hipótese (H₁) que assume 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 H₁ destacando que fortes indícios indicam que empresas familiares adotam níveis de pagamento de dividendos mais altos quando comparado com as empresas não familiares.

Considerando os resultados da pesquisa quanto a hipótese (H₂) que assume que o nível da dívida é superior nas empresas familiares, verifica-se que não se confirma. Esse resultado 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.

Quanto aos resultados acerca do tamanho do conselho de administração, verifica-se que nas empresas familiares, é menor que nas empresas não familiares. Apesar das fortes inferências apresentadas pelas Tabelas 2 e 3 de que o tamanho do conselho é maior nas empresas familiares, os resultados da Tabela 1 e 4 não confirmam esse argumento. 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 têm horizontes de longo prazo (ANDERSON; REEB, 2004). 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.

Em relação a quarta hipótese da pesquisa (H₄) verificou-se que os resultados são contraditórios em muitos momentos, dessa forma não é possível afirmar se o assumido pela hipótese é verdadeiro. O estudo de Setia-Atmaja Tanewski e Skully (2009) apresentou fortes evidências de que as empresas familiares adotam uma menor proporção de conselheiros independentes no conselho quando comparado com empresas não 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 como CEO, visto que esses por serem da família podem agir voltados aos seus interesses próprios, comprometendo a qualidade do conselho.

Confirma-se a última hipótese de pesquisa (H_5), pois, existe uma diferença significativa no impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas analisadas. Pode-se concluir ainda que o desempenho das empresas não familiares é superior ao das empresas 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 de que a eficácia na governança tenha efeito positivo no desempenho da empresa quando comparado com empresas de controle não familiar.

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 amostra compreendeu um total de 220 empresas, sendo 120 empresas familiares e 100 empresas não familiares listadas na BM&FBovespa no período de 2014.

Os dados foram analisados por meio de regressões lineares e equações simultâneas sendo as variáveis delineadas de acordo com o estudo de Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009). Para alcançar o objetivo da pesquisa, foram testadas cinco hipóteses.

Os resultados evidenciam que o pagamento de dividendos nas empresas familiares é superior ao das empresas não familiares. Quanto aos níveis de dívida verificou-se que não são superiores nas empresas familiares. Esse resultado sugere que as empresas familiares não utilizam esse mecanismo de dividendos e de dívida para expropriar a riqueza dos seus acionistas.

Em relação ao tamanho do conselho de administração, os resultados evidenciaram que o controle familiar não possui impacto. Os resultados acerca da proporção de conselheiros independentes são inconclusivos. Pode-se concluir assim, que os resultados não evidenciaram claramente o impacto da estrutura de propriedade das empresas sobre os dividendos, dívida, e conselho de administração. Conclui-se ainda que os acionistas visualizam os problemas de agência do tipo II nas empresas familiares mais graves que os problemas de agência do tipo I nas empresas não familiares. .

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 das familiares. Dessa forma 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.

A contribuição da pesquisa vislumbra 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 do tipo II. Para a mitigação dos problemas de agência do tipo I as empresas não familiares veem a presença de um elevado número de conselheiros independentes no conselho, 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 conselho.

Sugere-se para a realização de futuras pesquisa a delimitação de 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.

AL-MUSALI, M. A. K.; ISMAIL, K. N. I. K. Corporate governance, bank specific characteristics, banking industry characteristics, and intellectual capital (IC) performance of banks in Arab Gulf Cooperation Council (GCC) countries. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 8, n. 1, p. 115-135, 2012.

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.

BASCO, R.; VOORDECKERS, W. The relationship between the board of directors and firm performance in private family firms: A test of the demographic versus behavioral approach. **Journal of Management & Organization**, v. 1, n. 6, p. 1-25, 2015.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation & private property**. Harcourt: Brace & World Inc, 1932.

BOONE, A. L.; FIELD, L. C.; KARPOFF, J. M.; RAHEJA, C. G. The determinants of corporate board size and compositions: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 85, n. 1, p. 66-101, 2007.

CHAMI, R. **What is different about family business?** Working Paper: International Monetary Fund, 2001.

CHRISMAN, J. J.; KELLERMANNNS, F. W.; CHAN, K. C.; LIANO, K. Intellectual foundations of current research in family business: an identification and review of 25 influential articles. **Family Business Review**, v. 23, n. 1, p. 9–26, 2010.

DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; RAJAGOPALAN, N. Governance through ownership: centuries of practice, decades of research. **Academy of Management Journal**, v. 46 n. 2, p. 151-158, 2003.

DEMSETZ, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 375-390, 1983.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985). The structure of ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DWIVEDI, N.; JAIN, A. K. Corporate governance and performance of Indian firms: the effect of board size and ownership. **Employee Responsibilities and Rights Journal**, v. 17, n. 3, p. 161- 172, 2005.

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.

FARINHA, J. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 30, n. 9&10 (November/December), p. 1173–209, 2003.

GONZÁLEZ, M.; GUZMÁN, A.; POMBO, C.; TRUJILLO, M. Family firms and debt: risk aversion versus risk of losing control. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 11, p. 2308-2320. 2013.

GROVE, H.; PATELLI, L.; VICTORAVICH, L. M.; XU, P. T. Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: evidence from US commercial banks. **Corporate Governance: an International Review**, v.19, n.5, p.418-436, 2011.

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.

IBRAHIM, H.; SAMAD, F. A. Agency costs, corporate governance mechanisms and performance of public listed family firms in Malaysia. **South African Journal of Business Management**, v.42, n.3, p. 17-25, 2011.

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

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover. **American Economic Review**, v. 76, n 2, p. 323–29, 1986.

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.

LA PORTA, R.,; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES; F.; VISHINY, R. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAM, T.; LEE, S. Family ownership, board committees and firm performance: evidence from Hong Kong. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 12, n. 3, p.353-36, 2012.

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.

LEUNG, S.; RICHARDSON, G.; JAGGI, B. Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 10, n. 1, p. 16–31, 2014.

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.

MCCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-612, 1990.

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.

MOLLAH, S.; AL FAROOQUE, O.; KARIM, W. Ownership structure, corporate governance and firm performance: evidence from an African emerging market. **Studies in Economics and Finance**, v. 29, n. 4, p. 301-319, 2012.

POLITELO. L; CUNHA, P. R. Estrutura de propriedade como dimensão da governança corporativa e sua relação com o desempenho das empresas familiares. In: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 14. 2014, São Paulo. **Anais ...** São Paulo, USP, 2014.

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.

SCHULZE, W. S.; GEDAJLOVIC, E. R. Whither family business? **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 2, p. 19-204, 2010.

SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N.; BUCHHOLTZ, A. K. Agency relationships in family firms: theory and evidence. **Organization Science**, v.12. n. 2, p. 99-116, 2001.

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.

VAN ESSEN, M.; CARNEY, M.; GEDAJLOVIC, E. R.; HEUGENS, P. How does Family Control Influence Firm Strategy and Performance? A Meta-Analysis of US Publicly Listed Firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 1, p. 3-24, 2015.

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.

WU, C.F. The study of the relations among ethical considerations, family management and organization performance in corporate governance. **Journal of Business Ethics**, v. 68, n. 2, p. 165-179, 2006.

WRUCK, K. H. Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings. **Journal of Financial Economics**, v. 23, p. 3-28, 1989.